

2006年11月23日

## 主要指标

理论价格(元)	11.763-13.646
杠杆系数	1.6
发行量(亿份)	149,522,568

## 华侨城 A 认股权证定价与投资分析

- 华侨城 HQC1 的合理价格区间为 11.763-13.646 元。采用正股历史波动率和认购权证总体波动率，权证的 BS 模型价格区间为 11.763-12.723 元；采用溢价率来为权证估值，权证的价格区间为 13.646-14.576 元。综合两种估值方法，最后我们给出华侨城认股权证的合理价格区间为 11.763-13.646 元。
- 华侨城权证此时上市会获得较高的估值。由于目前市场上认购权证的表现普遍好于认沽权证，华侨城 HQC1 与伊利 CWB1 同为深度价内认股权证，再加上正股华侨城 A 的强势表现，其权证可以获得较高的估值水平。
- 我们预测出今年底及明年股价和权证理论价格的目标区间。我们分别根据正股历史波动率 (0.50) 和认购权证总体隐含波动率 (1.14)，以及同类型伊利 CWB1 的溢价率 (0.11) 和认购权证总体溢价率 (0.16) 计算出今年底及明年股价和权证价格的目标区间。
- 权证市场压力较大，投资者应谨慎参与。近期权证纷纷上涨，尤其是认购权证，市场的压力较大，投资者应谨慎对待，以短线操作为主，逢高减持，不宜重仓参与。像伊利、万华和鞍钢这样深度价内的认股权证，资金参与投机的概率较低，但正股和权证之间的关联性也明显强于价外权证，因此华侨城认股权证的定价将会明显地受到正股走势的影响，我们将密切关注市场的下一步走势，及时调整权证的估值价格。

## 相关研究

伊利认股权证定价与投资分析 2006.11.14

## 衍生品分析师

周健

电话: 021-63411500  
Email: zhouj@htsec.com

## 转债分析师

联蒙珂

电话: 021-63411366  
Email: lianmk@htsec.com

---

## 目 录

---

1. 华侨城 A 认股权证基本条款 .....	2
2. 华侨城 A 波动率分析 .....	2
3. 权证理论定价 .....	3
4. 权证投资建议 .....	4

---

## 1. 华侨城 A 认股权证基本条款

华侨城 A 的股改对价采用送股、权证结合，具体方案如下：

- 流通股股东每持有 10 股流通股将获得 2.8 股股份。股权分置改革方案实施后首个交易日，华侨城集团持有的非流通股份即获得上市流通权。
- 向流通股股东以 10: 3.8 的比例免费派发百慕大认股权证，共计 149,522,568 份，募集资金将全部用于上海华侨城旅游综合项目的建设。
- 向管理层及主要业务骨干定向发行 5,000 万份认股权证，该部分认股权证暂委托华侨城集团代为持有。

与伊利认股权证一样，华侨城权证也是二次上会才终获通过，其具体条款如下：

**表 1 华侨城 A 认股权证条款**

权证代码	031001
权证简称	华侨城 HQC1
发行人	深圳华侨城控股股份有限公司
标的证券	华侨城 A (000069)
发行数量	149,522,568 份
发行价格	0 元/份
权证类型	百慕大式认购权证
行权价格	7.00 元
行权比例	1:1
存续期间	自认股权证上市之日起 12 个月
行权日	存续期的最后 5 个交易日
行权结算方式	证券给付方式结算，即认股权证持有人按约定的行权价格及行权比例认购本公司新增发行的 A 股股票
权证创设	股本权证，不可创设
上市时间	2006 年 11 月 24 日
上市地点	深圳证券交易所

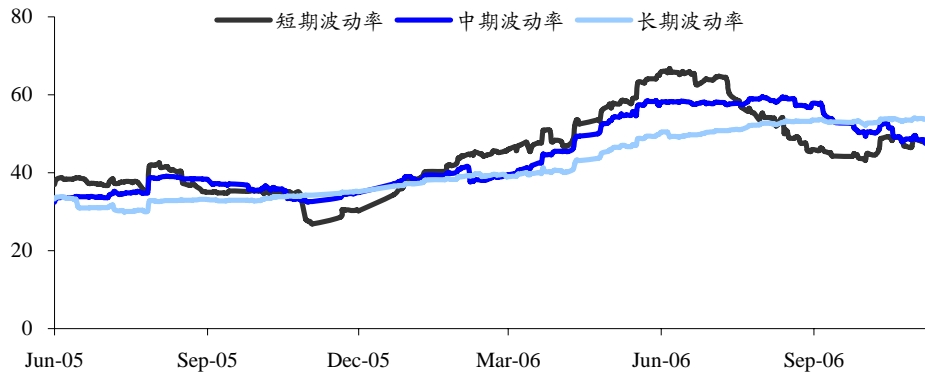
资料来源：公司公告，海通证券研究所

公告称，华侨城集团于公司股权分置改革方案实施股权登记日（2006 年 1 月 5 日）持有公司 10,600,043 股流通股，按照 10:3.8 的比例可以获派 4,028,016 份认股权证，华侨城集团已申请对其获派的认股权证进行锁定，华侨城集团获派的认股权证不上市流通，可持有至行权期行权；公司 5 名高管人员所持流通股份可获派 63,181 份认股权证，高管人员获派的认股权证在其任职期内及离职后半年内不上市流通，可持有至行权期行权；因此，本次派发的认股权证上市首日的可流通数量为 145,431,370 份。

## 2. 华侨城 A 波动率分析

因为华侨城权证是百慕大式认购权证，所以我们可直接采用 BS 模型进行估值。截至 2006 年 11 月 22 日，正股收于 18.60 元，图 1 为正股历史波动率变化图。

图1 华侨城A历史波动率(%) (截至2006/11/22)



资料来源: 海通证券研究所

近两个月, 华侨城A的长期波动率在0.30与0.54之间, 中期波动率在0.32与0.60之间, 短期波动率在0.27与0.67之间。由于认股权证股权登记日为2006年1月5日, 目前正股股价已不含权, 也不存在抢权的效应, 因此我们对于华侨城A波动率的估计为0.50。

### 3. 权证理论定价

目前, 从整体权证市场看, 认购权证的估值水平系统性高于认沽权证。截至2006年11月22日, 认购权证的平均隐含波动率为113.55%, 平均溢价率为15.46%, 具体品种的相关指标见表2; 认沽权证平均隐含波动率为85.04%, 平均溢价率为34.64%。

近期, 钢铁、电力类权证相继大涨, 权证市场再度活跃, 成交额和换手率继续保持较高水平, 从伊利CWB1上市当天涨停可见市场对于新上市权证的追捧。由于目前市场上认购权证的表现普遍好于认沽权证, 华侨城HQC1与伊利CWB1同为深度价内认股权证, 再加上正股华侨城A的强势表现, 其权证也会获得较高的市场估值水平。

表2 认购权证相关指标 (截至2006/11/22)

	平均溢价率(%)	平均波动率(%)	内在价值	流通盘(亿份)	创设数量(亿份)
伊利CWB1	11.22	127.23	11.550	1.549	0.000
五粮YGC1	9.65	77.87	7.920	2.979	0.000
鞍钢JTC1	8.32	130.23	4.500	1.131	0.000
包钢JTB1	25.19	165.27	0.550	9.189	2.040
邯钢JTB1	13.03	121.44	1.090	10.997	1.740
长电CWB1	11.53	90.11	2.510	4.072	0.000
国电JTB1	27.36	103.46	1.300	2.221	0.710
首创JTB1	34.49	159.48	0.660	2.590	1.990
万华HXB1	-1.94	19.30	8.333	0.596	0.030
雅戈QCB1	19.09	155.67	2.480	2.477	1.610

资料来源: 海通证券研究所

按照11月22日华侨城A的收盘价和历史波动率, 华侨城权证的BS模型理论价格为11.763元, 杠杆系数为1.6, 即华侨城A涨跌1%, 权证理论价格涨跌约为1.6%。采用正股历史波动率和认购权证总体波动率, 权证的BS模型价格区间为11.763-12.723元;

采用溢价率来为权证估值，权证的价格区间为 13.646-14.576 元。综合两种估值方法，最后我们给出华侨城认股权证的合理价格区间为 11.763-13.646 元。

#### 4. 权证投资建议

从 10 月 25 日公告认股权证过会之后，华侨城 A 就开始加速上涨，10 月 25 日收于 15.27 元，26 日更涨 8.91%；截至 11 月 22 日，华侨城 A 相对 10 月 25 日开盘价已上涨 24.8%，达到 18.60 元。但是，权证的登记日早在 2006 年 1 月 5 日，目前正股并不含权，也就不存在抢权的影响，因此正股走强正是体现了投资者对于华侨城未来发展的信心，这对于无论是正股或是权证的估值都有着积极的影响。

从公告中看，华侨城 A 此次发行权证既为募集资金投资华侨城的旅游综合项目，也为激励管理层持续创造价值；考虑到公司“旅游+地产”发展模式已经进入全面产业化阶段，同时未来集团资产有注入的可能性，大部分机构对于其业绩年增长率的预测都在 30% 以上，且给予其较高的溢价。我们分别根据正股历史波动率（0.50）和认购权证总体隐含波动率（1.14），以及同类型伊利 CWB1 的溢价率（0.11）和认购权证总体溢价率（0.16）计算出今年底及明年股价和权证价格的目标区间，见表 3。

表 3 华侨城 HQC1 的合理区间

		正股股价（元）				
		25.00	23.00	20.00	18.60	17.00
波动率	0.50	18.146	16.148	13.156	11.763	10.178
	1.14	18.788	16.873	14.032	12.723	11.244
溢价率	0.11	20.750	18.530	15.200	13.646	11.870
	0.16	22.000	19.680	16.200	14.576	12.720

资料来源：海通证券研究所

从影响权证定价的因素来看，主要有正股价格、无风险利率、剩余期限、波动率和流动性等，而对于深度价内权证，正股的价格和无风险利率对于权证的影响是最大，波动率、流动性和剩余期限的影响相对较小，投资者在买卖此类权证时要注意这些因素带来的风险。

近期权证纷纷上涨，尤其是认购权证，市场的压力较大，投资者应谨慎对待，以短线操作为主，逢高减持，不宜重仓参与。像伊利、万华和鞍钢这样深度价内的认股权证，资金参与投机的概率较低，正股和权证之间的关联性也明显强于价外权证，因此华侨城认股权证的定价将会明显地受到正股走势的影响，我们将密切关注市场的下一步走势，及时调整权证的估值价格。

## 信息披露

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

## 海通证券股份有限公司研究所

汪异明  
所长  
(021) 63411619  
wangym@htsec.com

高道德  
副所长  
(021) 63411586  
gaodd@htsec.com

郑 卒  
副所长  
(021) 63411556  
zhengzu@htsec.com

吴淑琨  
所长助理  
(021) 53830731  
skwu@htsec.com

路 颖  
商业贸易行业首席分析师  
(021) 63411374  
luying@htsec.com

丁 频  
农业及食品饮料行业高级分析师  
(021) 63411376  
dingpin@htsec.com

韩振国  
煤炭行业高级分析师  
(021) 63411371  
zghan@htsec.com

张 峦  
房地产行业高级分析师  
(021) 63411373  
zhangluan@htsec.com

陈美凤  
计算机行业高级分析师  
(021) 63411380  
chenmf@htsec.com

邓 勇  
石化及基础化工行业高级分析师  
(021) 63411375  
dengyong@htsec.com

顾 青  
家电行业高级分析师  
(021) 63411369  
guqing@htsec.com

马 婴  
航空及机场行业高级分析师  
(021) 63411379  
maying@htsec.com

钮宇鸣  
港口及水运行业高级分析师  
(021) 63411391  
ymniu@htsec.com

赵 涛  
造纸行业高级分析师  
(021) 63411394  
zhaot@htsec.com

傅梅望  
建材行业分析师  
(021) 63411382  
fumw@htsec.com

顾耀强  
钢铁及机床行业分析师  
(021) 63411381  
guyq@htsec.com

贺菊颖  
中药行业分析师  
(021) 63411386  
hejy@htsec.com

胡 松  
汽车行业分析师  
(021) 63411392  
hus@htsec.com

黄锦超  
纺织机械、军工及铁路行业分析师  
(021) 63411372  
huangjc@htsec.com

江孔亮  
建筑工程行业分析师  
(021) 63411393  
kljiang@htsec.com

联蒙珂  
通信行业分析师  
(021) 63411366  
lianmk@htsec.com

邱春城  
电子元器件行业分析师  
(021) 63411384  
qiucc@htsec.com

邱志承  
金融行业分析师  
(021) 63411367  
qiuzc@htsec.com

王友红  
化学制药及生物制药行业分析师  
(021) 63411378  
wangyh@htsec.com

阎 冀  
电力行业分析师  
(021) 63411368  
yanj@htsec.com

严 平  
电子行业分析师  
(021) 63411385  
yangp@htsec.com

叶琳菲  
传媒行业分析师  
(021) 63411365  
yelf@htsec.com

叶志刚  
船舶及工程机械行业分析师  
(021) 63411370  
yezg@htsec.com

詹文辉  
电力设备行业分析师  
(021) 63411383  
zhanwh@htsec.com

李明亮  
宏观经济高级分析师  
(021) 53594566-7501  
lml@htsec.com

陈 露  
宏观经济高级分析师  
(021) 53830705  
chenl@htsec.com

陈嵘嵘  
宏观经济高级分析师  
(021) 53858540  
zrchen@htsec.com

汪 辉  
宏观经济分析师  
(021) 53594566-7104  
wanghui@htsec.com

谢 盐  
宏观经济分析师  
(021) 53594566-7128  
xiey@htsec.com

于建国  
宏观经济分析师  
(021) 53594566-7127  
yujg@htsec.com

陈久红  
策略高级分析师  
(021) 63411364  
chenjiuhong@htsec.com

汪 盛  
策略分析师  
(021) 63411361  
wangsg@htsec.com

王国光  
策略分析师  
(021) 63411359  
wanggg@htsec.com

雍志强  
期货分析师  
(021) 63411516  
zqyong@htsec.com

王华旭  
期货分析师  
(021) 63411502  
whx@htsec.com

娄静  
基金高级分析师  
(021) 63411528  
loujing@htsec.com

胡倩  
估值高级分析师  
(021) 63411501  
huqian@htsec.com

单开佳  
指数分析师  
(021) 63411525  
shankj@htsec.com

王亚南  
债券分析师  
(021) 63411526  
wangyn@htsec.com

文洲  
债券分析师  
(021) 63411527  
wenz@htsec.com

周健  
衍生产品分析师  
(021) 63411500  
zhouj@htsec.com

唐祝益  
机构客户部负责人  
(021) 63411357  
tangzy@htsec.com

高琴  
销售经理  
(021) 63411356  
gaoqin@htsec.com

耿德健  
销售经理  
(021) 63411362  
gengdj@htsec.com

贺振华  
销售经理  
(021) 63411329  
hzh@htsec.com

胡雪梅  
销售经理  
(021) 63411355  
huxm@htsec.com

季唯佳  
销售经理  
(021) 63411352  
jiwj@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 11 楼  
电话: (021) 63411357  
传真: (021) 63411363  
网址: www.htsec.com