

窝轮及牛熊证周报

2009.2.9-2009.2.15

一周市场表现：本周港股市场延续了前段时间的震荡局势，A 股的小牛行情并没有产生太大的推动力，受美股市场的影响，港股涨跌互现。本周恒生指数收于 13554.67 点，下跌 100.37 点，下跌幅度 0.74%，总成交金额为 2,063.03 亿港元；其中窝轮和牛熊证成交金额分别为 324.78 亿港元和 346.66 亿港元，占总成交额百分比分别为 15.74%和 16.80%，比上周略有上涨。

市场成交情况：从本周的日交易情况来看，窝轮和牛熊证的交易热度在逐渐回升，两者不相伯仲，窝轮的表现则略强于牛熊证。从成交金额方面观察，窝轮交易仍然以股份认购证为主，占 53.36%，恒指认沽证和恒指认购证分别占比 22.19%和 11.69%；而牛熊证的交易则集中于恒指牛证和恒指熊证，两者成交占比分别为 52.38%和 29.27%，共计 81.65%。从数量上来看股份认购证有 2,062 只，占总量的 71.85%；牛证的数量是熊证的近 4 倍，占 78.37%，其中恒指牛证和恒指熊证分别为 288 只和 490 只，占总量的 15.09%和 32.71%。

价值分析：目前恒生指数的 30 日波动率已经从去年 11 月份的 100%的高位回落至 40%左右，有走稳的趋势，但目前市场上窝轮的平均引伸波幅仍高达 92.70%，投资者在投资窝轮的时候仍需谨慎。现在市场上窝轮的平均溢价率为 58.60%，平均实际杠杆为 4.47 倍；而牛熊证的平均溢价率为 8.98%，平均杠杆为 3.18 倍，平均财务费用年利率为 11.98%。

窝轮牛熊证精选：恒指牛证 61126，收回价 12000；恒指熊证 61653，收回价 15400；国指牛证 61798，收回价 6800；国指熊证 31990，收回价 9000。汇丰认购 16191，到期日为 2009-10-30，行使价 65；中移动认购 16167，到期日为 2009-08-17，行使价 70.88。

下周投资策略：虽然 A 股一枝独秀，但实体经济仍未见任何复苏迹象，在全球金融海啸的影响下，A 股反弹行情料难持续，亦难拉动港股走出独立行情，我们判断港股仍将持续箱体振荡，振荡区间为 12000-15000。在整体市场波动率逐步回调并且趋于走稳的情况下，投资者需要警惕窝轮的引伸波幅的下调，同时在目前仍不稳定的市场下，牛熊证投资仍需谨慎。

招商证券（香港）研究部
陈文质

(86-755) 83295367

cwz@cmschina.com.cn

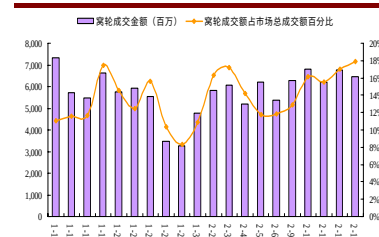
何 钟

(852) 31896818

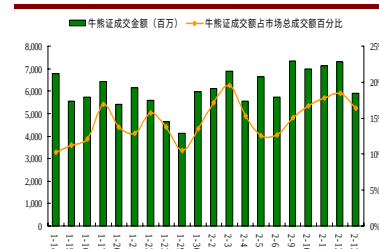
hezhong@cmschina.com.cn

2009 年 2 月 16 日

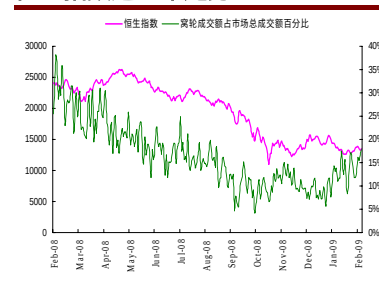
窝轮成交额及占总成交额百分比



牛熊证成交额及占总成交额百分比



恒生指数近一年走势



一、市场综述

本周港股市场延续了前段时间的震荡局势，A 股的小牛行情并没有产生太大的推动力，受美股市场的影响，港股涨跌互现。本周恒生指数收于 13554.67 点，下跌 100.37 点，下跌幅度 0.74%，总成交金额为 2,063.03 亿港元；其中窝轮和牛熊证成交金额分别为 324.78 亿港元和 346.66 亿港元，占总成交额百分比分别为 15.74%和 16.80%，比上周略有上涨。

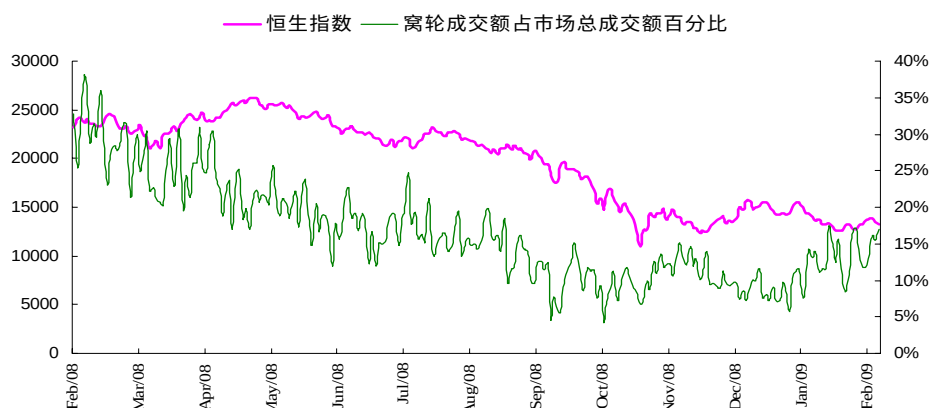
从本周的日交易情况来看，窝轮和牛熊证的交易热度在逐渐回升，两者不相伯仲，窝轮的表现则略强于牛熊证。从成交金额方面观察，窝轮交易仍然以股份认购证为主，占 53.36%，恒指认沽证和恒指认购证分别占比 22.19%和 11.69%；而牛熊证的交易则集中于恒指牛证和恒指熊证，两者成交占比分别为 52.38%和 29.27%，共计 81.65%。从数量上来看股份认购证有 2,062 只，占总量的 71.85%；牛证的数量是熊证的近 4 倍，占 78.37%，其中恒指牛证和恒指熊证分别为 288 只和 490 只，占总量的 15.09%和 32.71%。从这一结构也可看出，投资者“看多个股做窝轮，看空指数做熊证”的投资习惯。

表 1：全球主要股指表现

指数名称	收盘点位	本周涨跌	涨跌幅度	今年涨跌	涨跌幅度
上证综指	2320.79	139.55	6.40%	499.99	27.46%
香港恒生指数	13554.67	-100.37	-0.74%	-832.81	-5.79%
国企指数	7568.73	-129.94	-1.69%	-323.07	-4.09%
道琼斯工业平均指数	7850.41	-430.18	-5.20%	-925.98	-10.55%
英国 FTSE 100 指数	4189.59	-102.28	-2.38%	-244.58	-5.52%
法国 CAC 40 指数	2997.86	-124.93	-4.00%	-220.11	-6.84%
德国 DAX 30 指数	4413.39	-231.24	-4.98%	-396.81	-8.25%
日经 225 指数	7779.40	-297.22	-3.68%	-960.12	-10.99%

资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

图 1：恒生指数走势及窝轮成交额占总成交额百分比



资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

表 2：成交额十大窝轮

代码	标的资产	认购 认沽	到期日	行使价	溢价 (%)	实际 杠杆	引伸波幅 (%)	对冲值 (%)	街货量 (百万)	成交额 (千元)
15606	恒生指数	认购	2009-05-27	12400	6.38	4.43	53.79	65.97	27.7	213,051
15283	恒生指数	认沽	2009-04-29	14800	6.05	-4.01	51.08	-61.06	12.6	187,609
16275	国企指数	认购	2009-09-29	7800	22.64	2.95	69.31	57.76	0	157,385
15094	恒生指数	认沽	2009-03-30	16000	1.89	-4.1	48.24	-81.79	117.9	156,473
15843	A50 基金	认购	2009-08-28	9.88	16.6	3.06	64.07	63.25	13.3	143,530
15464	中国人寿	认购	2009-06-01	25.48	17.53	5.14	55.59	45.56	32.8	138,629
16210	中国移动	认购	2010-04-16	70.88	19.65	2.61	55.97	64.53	3.1	121,433
15968	恒生指数	认沽	2009-06-29	15800	7.09	-2.8	48.43	-66.17	7.8	116,650
15455	恒生指数	认沽	2009-05-27	13600	11.35	-4	51.58	-46.72	60.8	114,690
15513	恒生指数	认购	2009-06-29	13800	11.93	5.08	47.92	51.38	45.4	104,816

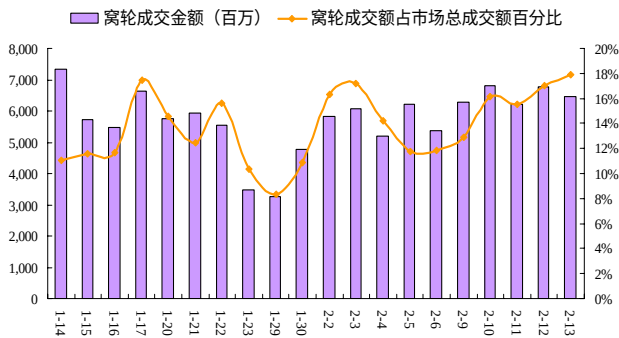
资料来源：港交所，招商证券（香港）

表 3：成交额十大牛熊证

代码	标的资产	牛熊	到期日	行使价	收回价	正股距 收回价	杠杆 比率	街货量 (百万)	换股 比率	成交额 (千元)
61448	恒生指数	熊	2009-08-28	15700	14900	9.93 %	5.3	22.4	12000	579,064
61919	恒生指数	熊	2009-08-28	16000	15200	12.14 %	4.13	2.8	20000	289,509
61652	恒生指数	熊	2009-07-30	15600	14600	7.71 %	5.65	5.4	15000	288,967
60412	恒生指数	牛	2009-06-29	10700	11700	13.68 %	4.52	17.8	15000	285,825
61948	恒生指数	熊	2009-09-29	15100	14300	5.50 %	6.69	0	15000	239,278
61712	恒生指数	熊	2009-05-27	15300	14500	6.97 %	6.64	43.3	15000	214,445
61633	恒生指数	熊	2009-07-30	15600	14800	9.19 %	5.6	9.3	11700	180,887
61629	恒生指数	牛	2009-07-30	11200	12000	11.47 %	5.82	59.9	12000	164,358
61572	恒生指数	熊	2009-10-29	15600	14800	9.19 %	5.05	18.8	15000	148,395
61870	恒生指数	牛	2009-10-29	12200	13000	4.09 %	8.6	59.9	8000	134,771

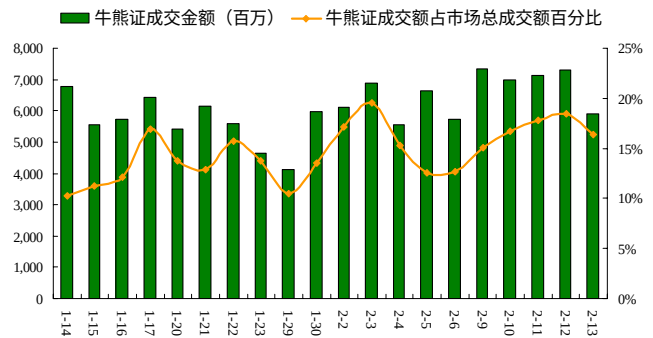
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 2：窝轮成交额及占总成交额百分比



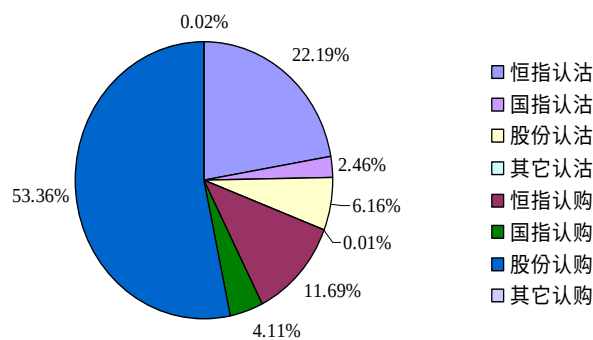
资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

图 3：牛熊证成交额及占总成交额百分比



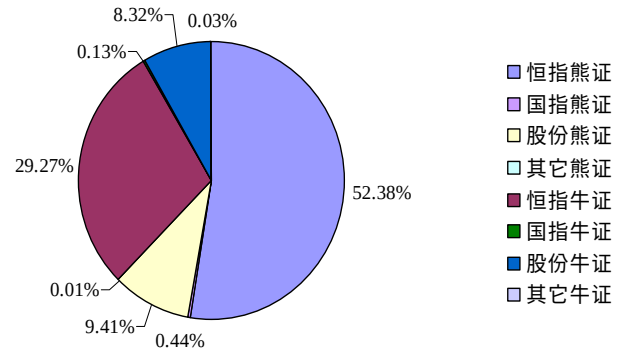
资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

图 4：窝轮按标的资产分类（成交额占比）



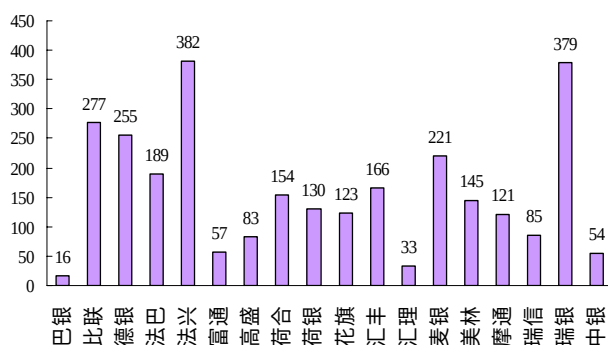
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 5：牛熊证按标的资产分类（成交额占比）



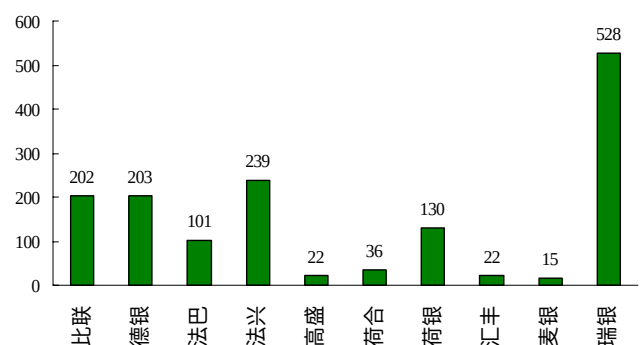
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 6：窝轮发行商各发行量



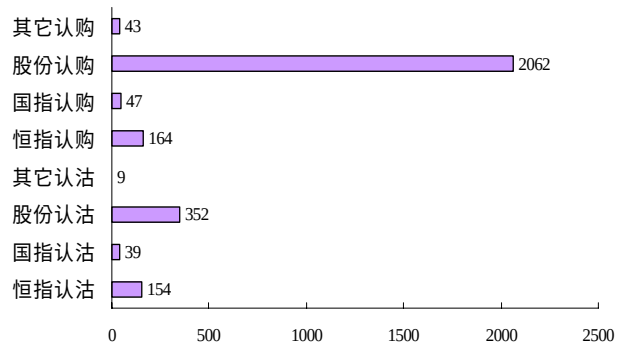
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 7：牛熊证发行商各发行量



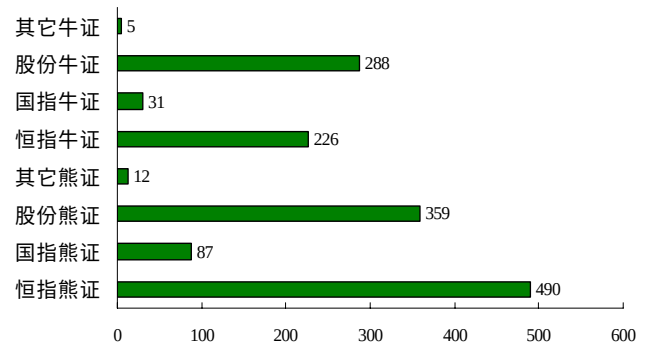
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 8：窝轮按标的资产分类（数量）



资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 9：牛熊证按标的资产分类（数量）



资料来源：港交所，招商证券（香港）

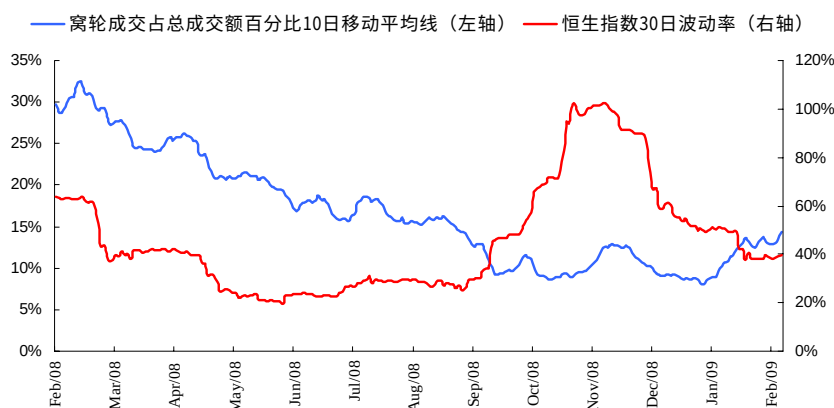
二、价值分析

目前恒生指数的 30 日波动率已经从去年 11 月份高于 100% 的点位回落至 40% 左右，有走稳趋势。窝轮的成交情况也反映了投资者对投资窝轮的热情的回升，近 2 个月，窝轮成交占总成交额百分比 10 日移动平均线出现反弹，本周窝轮成交额占总成交额百分比也达到了近一个月的高点。

虽然市场的波动率已经下降，但目前市场上窝轮的平均引伸波幅仍高达 92.70%，投资者在投资窝轮的时候仍需谨慎。现在市场上窝轮的平均溢价率为 58.60%，平均实际杠杆为 4.47 倍；而牛熊证的平均溢价率为 8.98%，平均杠杆为 3.18 倍，平均财务费用年利率为 11.98%，其中存续期短的财务费用普遍比平均水平高。

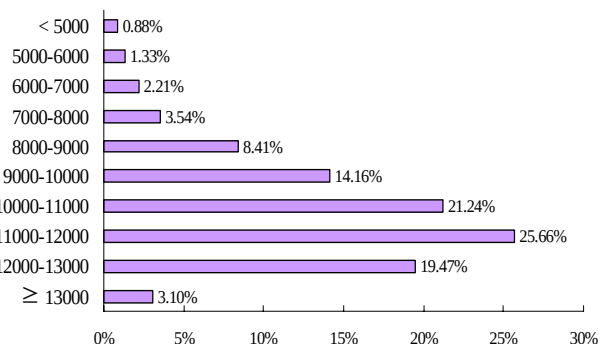
从牛熊证收回点位分布情况来看，牛证分布比较集中，以 11000-13000 居多，占比 66% 左右，熊证分布则较为分散，从 14000 到 23000，分布比较均匀。从这一点可以看出，牛熊证市场短期看空长期看多的趋势。

图 10：恒指 30 日波动率



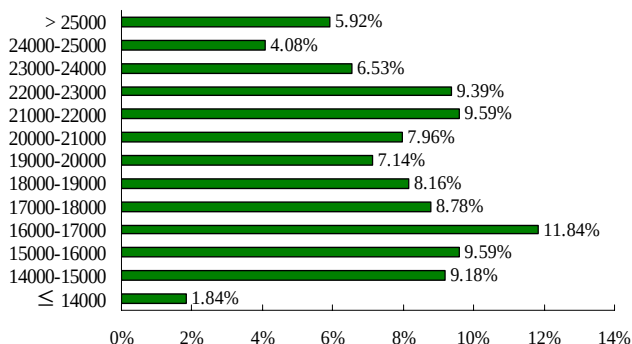
资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

图 11：恒指牛证按收回点位分布



资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 12：恒指熊证按收回点位分布



资料来源：港交所，招商证券（香港）

三、窝轮牛熊证精选

金融海啸还未过去，实体经济未见任何复苏迹象，内地经济虽一枝独秀，但香港市场要喘定回稳仍需相当长的时间，建议窝轮及牛熊证投资仍需谨慎，以下为本周窝轮牛熊证精选。

表 4：窝轮精选

代码	标的资产	认购 认沽	到期日	行使价	溢价 (%)	实际 杠杆	引伸波幅 (%)	对冲值 (%)	街货量 (百万)	街货 百分比
16191	汇丰控股	认购	2009-10-30	65	21.48	3.47	57.75	51.76	21.8	10.9%
16002	港交所	认沽	2009-09-15	67	22.63	-1.9	69.37	-41.33	7.6	2.5%
16167	中国移动	认购	2009-08-17	70.88	12.96	3.45	58.04	62.3	22.9	4.6%
15654	中国移动	认沽	2009-09-28	62.99	26.12	-2.77	57.41	-28.97	43.8	24.3%
15464	中国人寿	认购	2009-06-01	25.48	17.53	5.14	55.59	45.56	32.8	13.8%
15776	中国人寿	认沽	2009-08-17	19.9	25.12	-2.85	61.9	-28.48	16.2	16.2%
15843	A50 基金	认购	2009-08-28	9.88	16.6	3.06	64.07	63.25	13.3	6.6%
15553	中国银行	认购	2009-06-05	2.28	17.13	4.4	61.75	50.95	65	19.2%

资料来源：港交所，招商证券（香港）

表 5：牛熊证精选

代码	标的资产	牛熊	到期日	行使价	收回价	正股距 收回价	杠杆 比率	街货量 (百万)	换股 比率	财务费用 (每年%)
61126	恒生指数	牛	2009-07-30	11200	12000	11.47%	5.34	94.8	20000	3.62
61653	恒生指数	熊	2009-07-30	16400	15400	13.61 %	4.24	3	15000	4.66
61798	国企指数	牛	2009-08-28	6000	6800	10.16 %	4.38	20.5	12000	4.94
31990	国企指数	熊	2009-11-27	10000	9000	18.91 %	2.46	2.8	20000	8.25

资料来源：港交所，招商证券（香港）

四、下周市场展望

虽然 A 股一枝独秀，但实体经济仍未见任何复苏迹象，在全球金融海啸的影响下，A 股反弹行情料难持续，亦难拉动港股走出独立行情，我们判断港股仍将持续箱体振荡，振荡区间为 12000-15000。在整体市场波动率逐步回调并且趋于走稳的情况下，投资者需要警惕窝轮的引伸波幅的下调，同时在目前仍不稳定的市场下，牛熊证投资仍需谨慎。

附：合格可发行窝轮的正股

股份代码	股份简称	股份代码	股份简称	股份代码	股份简称
1	长江实业	330	思捷环球	1088	中国神华
2	中电控股	349	工银亚洲	1109	华润置地
3	香港中华煤气	363	上海实业控股	1138	中海发展股份
4	九龙仓集团	386	中国石油化工股份	1171	兖州煤业股份
5	汇丰控股	388	香港交易所	1186	中国铁建
6	香港电灯	390	中国中铁	1199	中远太平洋
10	恒隆集团	392	北京控股	1398	工商银行
11	恒生银行	494	利丰	1688	阿里巴巴
12	恒基地产	511	电视广播	1800	中国交通建设
13	和记黄埔	551	裕元集团	1880	百丽国际
14	希慎兴业	552	中国通信服务	1898	中煤能源
16	新鸿基地产	576	浙江沪杭甬	1919	中国远洋
17	新世界发展	659	新创建集团	2007	碧桂园
19	太古股份公司 A	682	超大现代	2038	富士康国际
20	会德丰	683	嘉里建设	2318	中国平安
23	东亚银行	688	中国海外发展	2319	蒙牛乳业
54	合和实业	694	北京首都机场股份	2328	中国财险
66	港铁公司	700	腾讯控股	2331	李宁
69	香格里拉 (亚洲)	728	中国电信	2343	太平洋航运
83	信和置业	762	中国联通	2388	中银香港
101	恒隆地产	813	世茂房地产	2600	中国铝业
127	华人置业	823	领汇房产基金	2628	中国人寿
144	招商局国际	836	华润电力	2800	盈富基金
148	KINGBOARD CHEM	857	中国石油股份	2823	A50 中国基金
151	中国旺旺	883	中国海洋石油	2828	恒生 H 股 ETF
165	中国光大控股	902	华能国际电力股份	2833	恒生指数 ETF
177	江苏宁沪高速公路	914	安徽海螺水泥股份	2840	SPDR 金 ETF
203	骏威汽车	939	建设银行	2883	中海油田服务
247	TST PROPERTIES	941	中国移动	2888	渣打集团
267	中信泰富	966	中保国际	2899	紫金矿业
270	粤海投资	991	大唐发电	3328	交通银行
291	华润创业	992	联想集团	3368	百盛集团
293	国泰航空	998	中信银行	3377	远洋地产
297	中化化肥	1038	长江基建集团	3818	中国动向
302	永亨银行	1044	恒安国际	3968	招商银行
322	康师傅控股	1068	雨润食品	3988	中国银行

附：合格可发行牛熊证的相关资产

股份代码	股份简称	指数代码	香港股票指数
1	长江实业(集团)有限公司	HSI Index	恒生指数
2	中电控股有限公司	HSCEI Index	恒生中国企业指数
5	汇丰控股有限公司	H-FIN Index	恒生中国 H 股金融行业指数
11	恒生银行有限公司		
13	和记黄埔有限公司	指数代码	海外股票指数
16	新鸿基地产发展有限公司	INDU Index	道琼斯工业平均指数
386	中国石油化工股份有限公司 - H 股	TWY Index	MSCI 台湾指数
388	香港交易及结算所有限公司	NKY Index	日经 225 平均指数
390	中国中铁股份有限公司 - H 股	NDX Index	纳斯达克 100 指数
688	中国海外发展有限公司		
700	腾讯控股有限公司		
728	中国电信股份有限公司 - H 股		
762	中国联合网络通信股份有限公司		
857	中国石油天然气股份有限公司 - H 股		
883	中国海洋石油有限公司		
939	中国建设银行股份有限公司 - H 股		
941	中国移动有限公司		
1088	中国神华能源股份有限公司 - H 股		
1398	中国工商银行有限公司 - H 股		
1800	中国交通建设股份有限公司 - H 股		
1898	中国中煤能源股份有限公司 - H 股		
1919	中国远洋控股股份有限公司 - H 股		
2318	中国平安保险股份有限公司 - H 股		
2628	中国人寿保险股份有限公司 - H 股		
2800	盈富基金		
2823	新华富时 A50 中国指数基金		
3328	交通银行股份有限公司 - H 股		
3968	招商银行股份有限公司 - H 股		
3988	中国银行股份有限公司 - H 股		

指标说明：**内在值**

认购证内在值 = (正股价 - 行使价) / 兑换比率

认沽证内在值 = (行使价 - 正股价) / 兑换比率

牛证内在值 = 正股价 - 行使价

熊证内在值 = 行使价 - 正股价

打和点

认购证打和点 = 行使价 + 认购证价格 × 兑换比率

认沽证打和点 = 行使价 - 认购证价格 × 兑换比率

牛证打和点 = 行使价 + 牛证价格 × 兑换比率

熊证打和点 = 行使价 + 熊证价格 × 兑换比率

溢价率

认购证溢价率 = (打和点 - 正股价) / 正股价 × 100%

认沽证溢价率 = (正股价 - 打和点) / 正股价 × 100%

牛证溢价率 = (打和点 - 正股价) / 正股价 × 100%

熊证溢价率 = (正股价 - 打和点) / 正股价 × 100%

价内程度

认购权价内程度 = (正股价 - 行使价) / 行使价 × 100%

认沽权价内程度 = (行使价 - 正股价) / 行使价 × 100%

对冲值

对冲值 = 权证价格变动幅度 × 兑换比率 / 正股价格变动幅度

理论杠杆

理论杠杆 = 正股价 / (权证价格 × 兑换比率)

实际杠杆

实际杠杆 = 理论杠杆 × 对冲值

历史波幅

通过标的资产的历史交易价格数据计算得出

引伸波幅

根据其它参数和权证的实际市场价格推算出来的标的资产波动率

波动率比率

波动率比率 = 引伸波幅 / 历史波幅

街货百分比

投资者所持有的权证数量占发行商总发行量的百分比

牛熊证财务费用

牛证财务费用 = 行使价 × 发行商厘定之年息 × 年期

熊证财务费用 = 正股价 × 发行商厘定之年息 × 年期

牛熊证剩余价值

牛证剩余价值 = (期内最低价 - 行使价) / 兑换比率

熊证剩余价值 = (行使价 - 期内最高价) / 兑换比率

注：期内为收回事件触发时之时段至下一交易时段

牛熊证价格

牛熊证价格 = (牛熊证内在值 + 牛熊证财务费用) / 兑换比率

免责条款：

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告做出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构在过去 12 个月内为本报告中所提到的公司提供投资银行业务服务(包括但不限于配售代理、保荐人、牵头经办人、独立财务顾问等)，并可能在未来继续提供相关投资银行业务服务或其他规管活动的服务。招商证券(香港)或关联机构亦可能持有本报告中所提到公司的证券头寸并进行交易。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明：陈文质、何钟未持有本报告中所提股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址：<http://www.newone.com.hk>
电话：(852) 31896888 传真：(852) 31010828