

窝轮及牛熊证周报

2009.2.16-2009.2.22

一周市场表现：本周港股持续走弱，恒生指数下跌 855 点，收报 12699，下跌幅度 6.31%；国企指数跌 502 点，报 7066 点，下跌幅度 6.64%。大市成交持续低迷，周成交金额为 1,943.77 亿 HK\$，比上周下降 6.78%，日均成交额不足 400 亿 HK\$；其中窝轮和牛熊证周成交金额分别为 252.52 亿 HK\$ 和 284.86 亿 HK\$，比上周分别下降了 12.81% 和 6.74%，成交额占总成交额比率分别为 12.99% 和 14.65%。

市场成交情况：本周窝轮的交易主要集中于股份购轮、恒指沽轮和恒指购轮，其中股份购轮的成交额占比 63.53%；而牛熊证的交易则依然集中于恒指牛证和恒指熊证，两者的成交额占比分别 40.97% 和 38.67%，合计达 79.64%。窝轮和牛熊证的日成交额占总成交额比率本周双双下滑，其中窝轮的下降幅度较大，投资者意识到市场波动率的回调，减少窝轮的交易以避免引伸波幅方面的损失。

价值分析：从恒指窝轮的街货量分布看，投资者时间上主要以 3、4 月份看多，5、6 月份看空为主，而恒指牛熊证的街货量分布则显示，在空间上大多数投资者认为恒指波动区间为 11000-15000，这和我们之前的判断是一致的，不过空头的比例要胜于多头，说明市场普遍预期近期港股仍将下行。另外港股 3 个月场外期权的引伸波幅最近一个月有较大幅度的回调，目前处于 40%-50% 的波动区间，而恒指 30 日波动率也显示整体市场波动趋于平稳的态势。

窝轮牛熊证精选：恒指熊证 61652，到期日 2009-07-30，收回价 14600，3.88 倍杠杆；汇丰熊证 61770，到期日 2009-07-27，收回价 63.88，2.77 倍杠杆；中移动牛证 60238，到期日 2009-05-25，收回价 60.88，4.87 倍杠杆。汇丰沽轮 16192，到期日 2009-09-29，行使价 60，实际杠杆 1.76 倍，引伸波幅 66.34%。

下周投资策略：恒指将可能随美股继续下挫，建议可以适当买入恒指熊证 61652，同时也可以考虑汇丰熊证 61770 和汇丰沽轮 16192。交易上以偏向牛熊证为佳，避免窝轮的引伸波幅下调时造成亏损。大市看空，金融股风险依旧。

招商证券（香港）研究部

陈文质

(86-755) 83295367

cwz@cmschina.com.cn

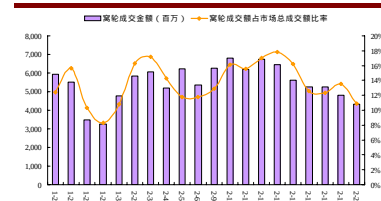
何 钟

(852) 31896818

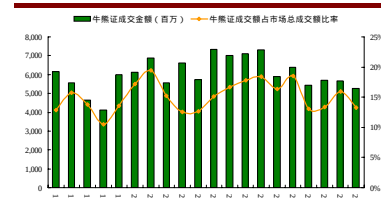
hezhong@cmschina.com.cn

2009 年 2 月 23 日

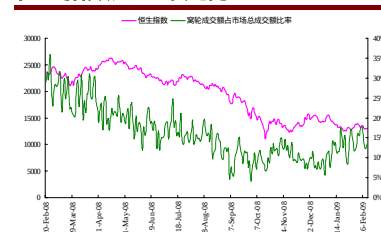
窝轮成交额及占总成交额比率



牛熊证成交额及占总成交额比率



恒生指数近一年走势



一、市场综述

本周港股持续走弱，恒生指数下跌 855 点，收报 12699，下跌幅度 6.31%；国企指数跌 502 点，报 7066 点，下跌幅度 6.64%。大市成交持续低迷，周成交金额为 1,943.77 亿 HK\$，比上周下降 6.78%，日均成交额不足 400 亿 HK\$；其中窝轮和牛熊证周成交金额分别为 252.52 亿 HK\$ 和 284.86 亿 HK\$，比上周分别下降了 12.81% 和 6.74%，成交额占总成交额比率分别为 12.99% 和 14.65%；窝轮和牛熊证日成交额占总成交额比率本周双双下滑，其中窝轮的下降幅度较大，投资者意识到市场波动率的回调，减少窝轮的交易以避免引伸波幅方面的损失。

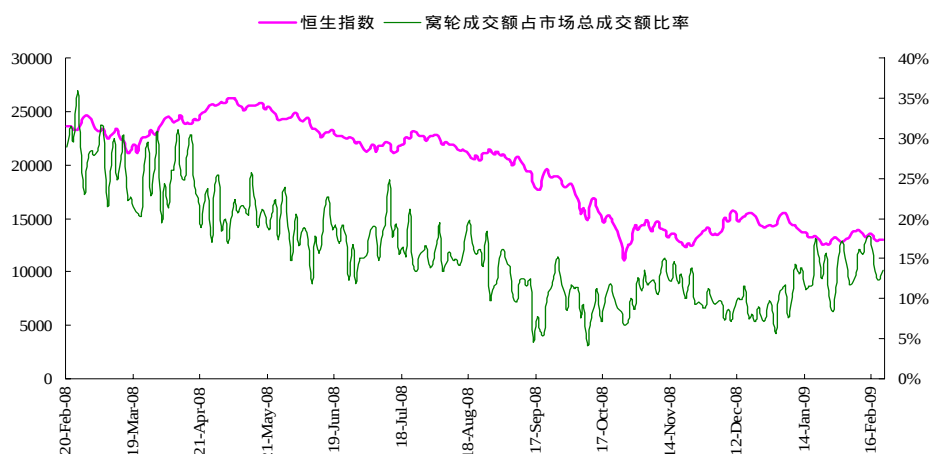
本周窝轮的交易主要集中于股份购轮、恒指沽轮和恒指购轮，其中股份购轮的成交额占比 63.53%；而牛熊证的交易则依然集中于恒指牛证和恒指熊证，两者的成交额占比分别 40.97% 和 38.67%，合计达 79.64%。数量上，股份购轮占有所有窝轮的 71.24%；牛证和熊证占比分别为 37.06% 和 62.94%，其中恒指牛证占比 14.95%，恒指熊证占比 32.79%。发行商发行新产品主要以市场需求导向为主，从目前的整个市场产品分布结构看，熊证明显比牛证受欢迎，投资者在指数产品上的选择集中于牛熊证，而对个股投资则仍以窝轮为主。

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	2261.48	-59.31	-2.56%	440.67	24.20%
香港恒生指数	12699.17	-855.5	-6.31%	-1688.31	-11.73%
国企指数	7066.32	-502.41	-6.64%	-825.48	-10.46%
道琼斯工业平均指数	7365.67	-484.74	-6.17%	-1410.72	-16.07%
英国 FTSE100 指数	3889.06	-300.53	-7.17%	-545.11	-12.29%
法国 CAC 40 指数	2750.55	-247.31	-8.25%	-467.42	-14.53%
德国 DAX 30 指数	4014.66	-398.73	-9.03%	-795.54	-16.54%
日经 225 指数	7416.38	-363.02	-4.67%	-1443.18	-16.29%
MSCI 台湾指数	167.66	-6.84	-3.92%	-5.80	-3.34%
韩国 KOSPI 指数	1065.95	-126.49	-10.61%	-58.52	-5.20%

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比率



资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

表 2：十大街货量窝轮

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 (百万份)	街货比 (%)
1405	中国人寿	认购	2009-12-07	45.88	112.61	3.97	67.58	18.02	2099.4	42.0
9292	中国人寿	认购	2010-03-02	45.00	108.62	4.03	58.2	18.26	1812.9	36.3
1427	中国银行	认购	2010-12-13	4.38	113.27	3.71	49.28	21.08	1693.7	33.9
6081	中国电信	认购	2010-09-30	4.63	84.25	2.7	64.15	39.56	1250.7	31.3
6025	汇丰控股	认购	2010-11-01	142.88	164.38	3.96	55.78	14.45	787.8	22.5
2305	中国电信	认购	2009-05-05	4.80	79.49	4.74	109.09	17.37	768.4	76.8
3853	中国人寿	认购	2010-12-13	43.88	115.33	2.43	69.77	39.64	697.9	34.9
15198	中国石油	认购	2009-10-19	7.89	42.82	4.96	51.39	26.78	566.8	47.2
1582	汇丰控股	认购	2009-07-29	152.88	180.80	4.56	N/A	8.31	477.7	14.9
9317	中国人寿	认购	2009-11-19	45.88	112.61	3.97	69.84	18.01	472.5	31.5

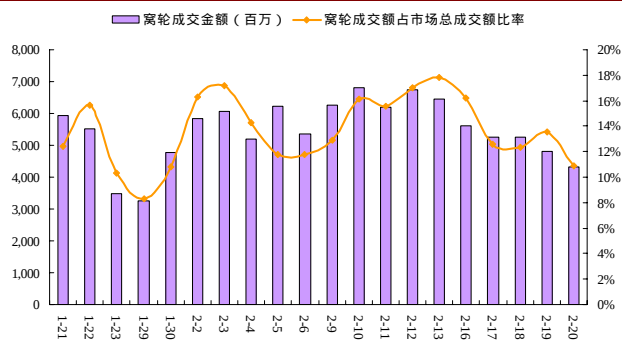
资料来源：港交所，招商证券（香港）

表 3：十大街货量牛熊证

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 (百万份)	街货比 (%)	财务费用 (每年%)
60356	汇丰控股	熊	2009-03-02	108	100	82.48 %	1.05	373.2	93.3	N/A
62006	恒生指数	熊	2009-08-28	14400	13600	7.09 %	6.51	180.4	79.1	3.34
32061	恒生指数	熊	2009-03-30	17600	16800	32.29 %	2.49	160.0	8.0	10.87
60334	恒生指数	牛	2009-07-30	10800	11800	7.08 %	5.86	156.9	31.4	5.63
60663	中国银行	牛	2009-07-27	1.4	1.7	19.43 %	2.97	137.7	34.4	N/A
61600	恒生指数	熊	2009-10-29	14800	14000	10.24 %	5.46	129.2	43.0	2.20
60606	恒生指数	牛	2009-07-30	11500	12300	3.14 %	11.02	124.1	24.8	N/A
31263	中国移动	熊	2009-03-23	92.88	86.88	27.39 %	2.67	124.0	41.3	10.39
62037	恒生指数	熊	2009-10-29	14500	13700	7.88 %	5.60	117.3	23.5	4.69
61538	恒生指数	熊	2009-05-27	15400	14600	14.97 %	4.19	114.6	68.2	8.13

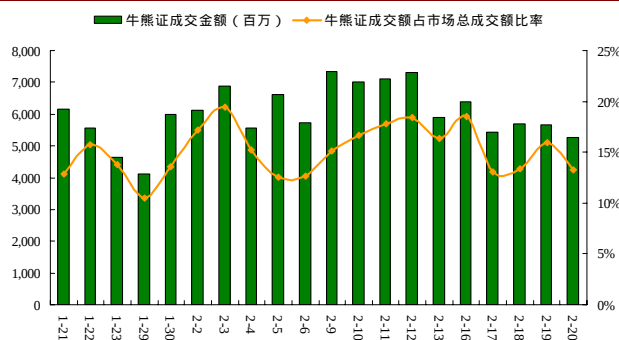
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 2：窝轮成交额及占总成交额比率



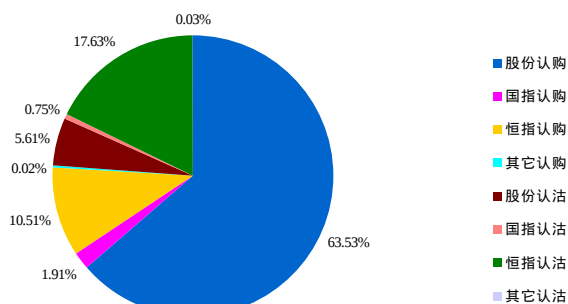
资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

图 3：牛熊证成交额及占总成交额比率



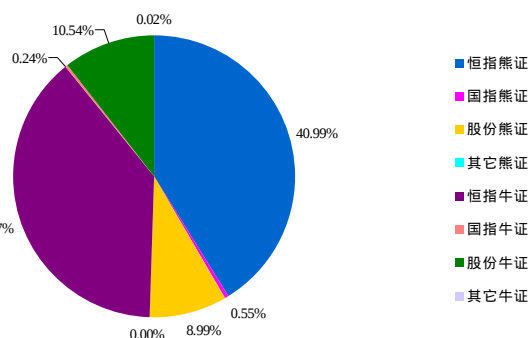
资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

图 4：窝轮按成交额所占比率分类



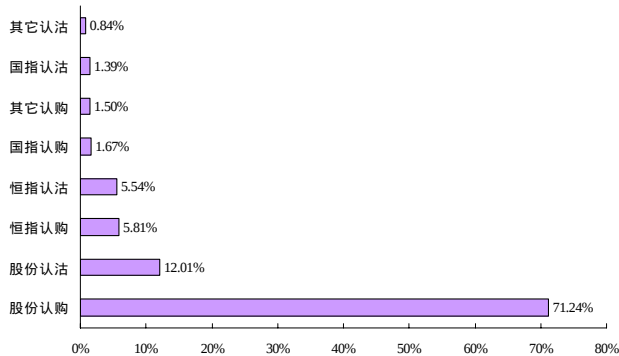
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 5：牛熊证按成交额所占比率分类



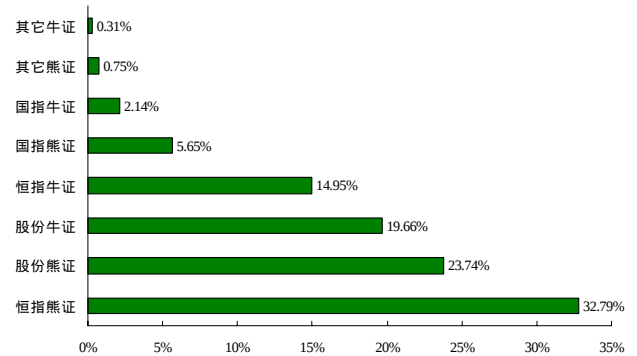
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 6：窝轮按数量所占比率分类



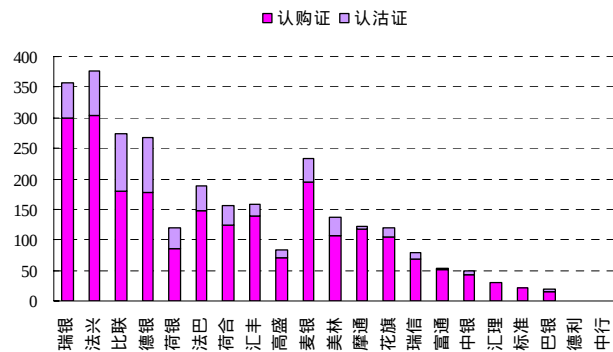
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 7：牛熊证按数量所占比率分类



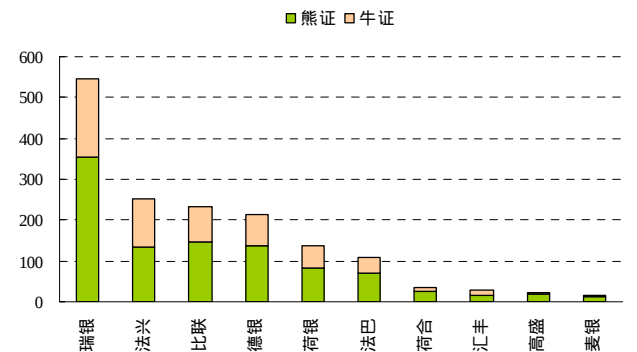
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 8：窝轮按发行商分类



资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 9：牛熊证按发行商分类



资料来源：港交所，招商证券（香港）

二、价值分析

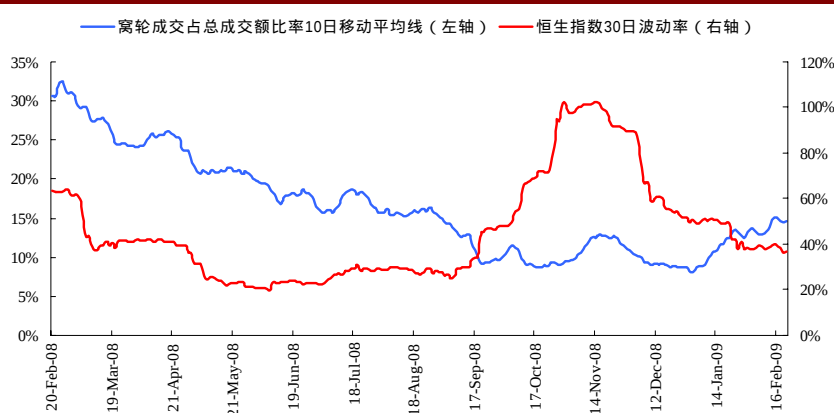
目前港股趋于稳定，虽有振荡涨跌，但波动幅度已属正常范围。恒指 30 日波动率呈下降回稳趋势，已多日处于 40%以下，但恒指窝轮的平均引伸波幅为 60.29%，仍高于目前的恒指波动率。

从牛熊证收回点位数量分布情况来看，牛证分布比较集中，以 10000-13000 居多，熊证分布则较为分散，从 14000 到 23000，分布比较均匀。

从恒指窝轮的街货量分布看，投资者时间上主要以 3、4 月份看多，5、6 月份看空为主，而恒指牛熊证的街货量分布则显示，在空间上大多数投资者认为恒指波动区间为 11000-15000，这和我们之前的判断是一致的，不过空头的比例要胜于多头，说明市场普遍预期近期港股仍将下行。

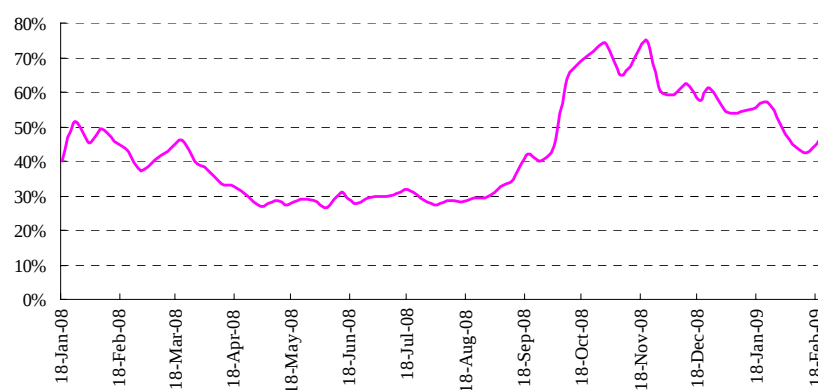
另外港股 3 个月场外期权的引伸波幅最近一个月有较大幅度的回调，目前处于 40%-50% 的波动区间，而恒指 30 日波动率也显示整体市场波动趋于平稳的态势，建议当期衍生品投资以偏向牛熊证为佳，避免在引伸波幅下降时造成损失。

图 10：恒指 30 日波动率



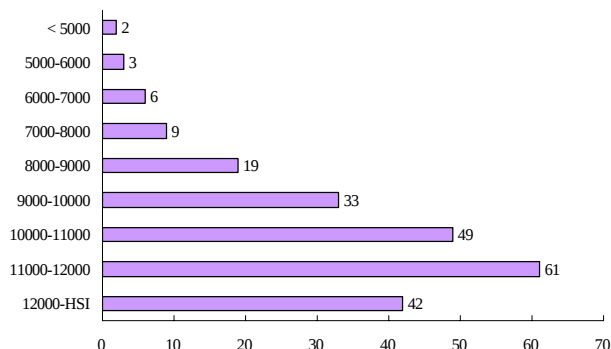
资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

图 11：恒指 3 个月场外期权引伸波幅走势图



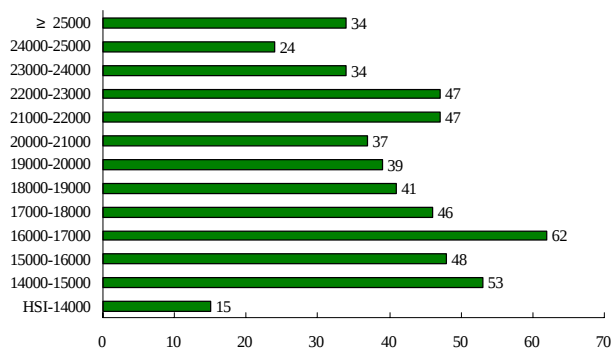
资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）

图 12：恒指牛证按收回点位及对应数量分布



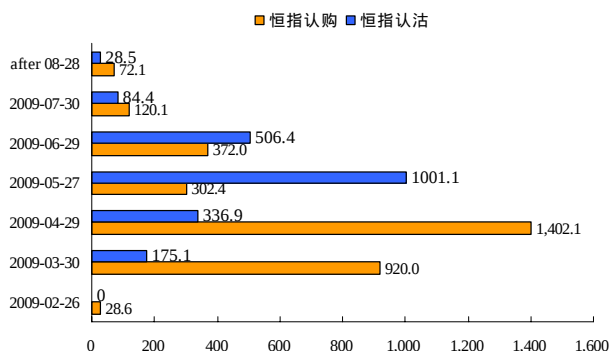
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 13：恒指熊证按收回点位及对应数量分布



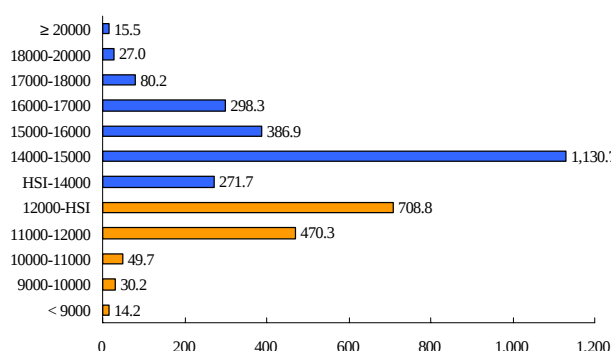
资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 14：恒指窝轮按到期日及对应街货量（百万份）分布



资料来源：港交所，招商证券（香港）

图 15：恒指牛熊证按收回点位及对应街货量（百万份）分布



资料来源：港交所，招商证券（香港）

三、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 (百万份)	街货比 (%)
16017	汇丰控股	认购	2009-07-02	58.8	16.97	4.69	58.79	45.4	163.7	23.4
16192	汇丰控股	认沽	2009-09-29	60	18.8	-1.76	66.34	-49.81	1.6	1
16167	中国移动	认购	2009-08-17	70.88	17.27	3.96	55.88	52.86	55.6	11.1
16002	港交所	认沽	2009-09-15	67	19.72	-1.89	67.14	-46.51	9.76	3.25
15464	中国人寿	认购	2009-06-01	25.48	21.68	5.92	54.2	36.26	58	24.4
15776	中国人寿	认沽	2009-08-17	19.9	21.32	-2.9	59.15	-33.49	0	0
15843	A50 基金	认购	2009-08-28	9.88	18.21	3.22	69.73	57	25.9	13
15553	中国银行	认购	2009-06-05	2.28	17.82	4.83	59.6	47.14	58.7	17.4

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(百万份)	街货比(%)	财务费用(每年%)
61555	中国移动	熊	2009-07-27	89.68	83.68	22.70 %	2.94	18.1	12.1	4.46
61770	汇丰控股	熊	2009-07-27	71.88	63.88	16.57 %	2.77	6.3	2.1	8.8
61652	恒生指数	熊	2009-07-30	15600	14600	14.97 %	3.88	20.6	19.1	5.4
60238	中国移动	牛	2009-05-25	54.88	60.88	10.73 %	4.87	21.3	7.1	4.81
61274	汇丰控股	牛	2009-09-10	38	44	19.71 %	3.34	29	10.5	N/A
60054	恒生指数	牛	2009-08-28	10200	11200	11.81 %	4.7	20.4	6.8	3.8

资料来源：港交所，招商证券（香港）

四、下周市场展望

此轮 A 股的反弹已经结束。在全球市场走软的情况下，此次由流动性推升的反弹浪在短短 3 周的时间里从 2000 点急涨至 2400 点时已是强弩之末，同时也酝酿了巨大的泡沫，获利回吐的动力和下行调整的压力都非常大，随时可能向下深度回调，投资者需要提高警惕。

美国道琼斯指数本周跌破 08 年 11 月的底部，创下 6 年来新低，报收 7365 点，盘中最低点 7249 点离科网泡沫后的 7181 点仅一步之遥。我们判断，美股近期仍将下挫，很有可能再创新低。奥巴马的刺激计划从根本上扭转不了经济下滑的趋势，处在经济周期的低谷，唯有等待时间的救赎。而对见风即雨的港股而言，向 11000 点“迈进”已并不遥远，短期内我们判断港股不可能会有 10% 幅度以上的反弹浪，对恒指的走势保持谨慎看空观点。

策略上建议可以适当买入恒指熊证 61652，同时也可以考虑汇丰熊证 61770 和汇丰沽轮 16192。交易上以偏向牛熊证为佳，避免窝轮的引伸波幅下调时造成亏损。大市看空，金融股风险依旧。

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) / 兑换比率

熊证内在值 = (行使价 - 正股价) / 兑换比率

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 × 年息 × (距离到期日天数 / 365) / 兑换比率

熊证财务费用 = 正股价 × 年息 × (距离到期日天数 / 365) / 兑换比率

注：年息为各发行商考虑财务成本、对冲成本及各项风险后自行厘定

牛熊证价格

牛熊证价格 = 牛熊证内在值 + 牛熊证财务费用

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

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