

权证市场异常波动评析及建议——结构性机会显现

2009 年 7 月 23 日

要点:

1、7 月 20 日至 7 月 22 日三个交易日，权证市场出现火爆的局面，权证大幅度上涨，成交金额迅速增加。根据统计，三个交易日权证累计成交额达到 1432.92 亿元，日平均达到 474.64 亿元，远比上周的日平均 119.25 亿大幅度增加。从换手率看，平均换手率达到 196.85%，比上周的 45.65%大幅度提升，周三更是达到了罕见的 370.71%。

2、7 月 20 日至 7 月 22 日三个交易日，权证市场全线上涨，权证平均上涨了 18.71%，而权证正股平均上涨了 3.45%，权证上涨大幅度超过正股上涨，其中江铜 CWB1 大幅度上涨了 40.05%，石化 CWB1 上涨了 29.03%。权证市场集体爆发的原因一是权证市场整体价值相对于年初已经有明显的投资价值，2008 年末权证整体溢价率高达 162%，目前为 67.38%。可见目前权证溢价率相对 2008 年末大幅度下降，权证的结构性投资价值显现，权证杠杆效应凸现。原因之二，导火锁是由于铜期货大幅度上涨，且创下反弹以来的新高，致使江铜 CWB1 正股江西铜业近期大幅度上涨，从而导致江铜 CWB1 权证三个交易日上涨 40%，而正股只上涨了 11.1%，由于江铜 CWB1 的成交明显活跃，资金流入迹象明显，进而带动其他权证的上涨。原因之三是权证市场今年在正股大幅度上涨的背景下相对比较低迷，在领头羊的引导下，投机资金转向权证市场，导致了这波行情。

3、下半年权证市场可能比上半年相对活跃，由于权证市场价内权证的增加，使得投资权证的机会大增，权证结构性投资机会出现。（1）价内权证包括青啤 CWB1、国电 CWB1、葛洲 CWB1、江铜 CWB1，估值相对比较合理甚至低估，其价格与正股的走势密切相关，投资者可积极关注，特别是江铜 CWB1 权证 7 月 22 日理论价格为 7.351 元，溢价率为-18.27%，但市场交易价格为 5.21 元，出现倒挂现象。我们多次推荐江铜 CWB1 权证，如果持有，其回报相当可观。对于这类权证的投资策略，我们的建议是波段持有，根据正股的走势阶段性操作。（2）轻微价外权证或到期时间比较长的权证，包括国安 GAC1、石化 CWB1、宝钢 CWB1、上汽 CWB1、中兴 ZXC1 等，到期前成为价内权证的可能性很大，具有相对投机价值，风险偏好者可积极关注。（3）深度价外权证或即将到期的价外权证，包括深高 CWB1、中远 CWB1、赣粤 CWB1，已蕴含了很大的风险，建议投资者回避，要防止追高风险。特别是中远 CWB1 只有 30 多天即将到期，无内在价值，在短暂的炒做后，走向价值回归，价格大幅度回落在所难免，投资者要注意风险。

7 月 22 日权证价值评价

名称	最新	理论价格
国安 GAC1	6.642	1.998
中兴 ZXC1	10.69	2.784
深高 CWB1	3.828	0.004
上汽 CWB1	5.026	1.214
赣粤 CWB1	5.306	0.183
中远 CWB1	6.803	0.06
石化 CWB1	2.058	0.426
青啤 CWB1	5.349	1.666
国电 CWB1	3.287	1.391
宝钢 CWB1	1.742	0.444
葛洲 CWB1	3.617	2.106
江铜 CWB1	5.21	7.351

分析师: 赵 旭

TEL: (8621)6336 7000-267

FAX: (8621)6337 3209

地 址: 上海市延安东路 45 号

20F (邮编 200002)

权证市场异常波动评析及建议—结构性机会显现

一、引言

近三个交易日，权证市场出现火爆的局面，权证大幅度上涨，成交金额迅速增加。根据 7 月 20 日至 7 月 22 日的统计，三个交易日权证累计成交额达到 1432.92 亿元，日平均达到 474.64 亿元，远比武上周的日平均 119.25 亿大幅度增加。从换手率看，平均换手率达到 196.85%，比武上周的 45.65% 大幅度提升，周三更是达到了罕见的 370.71%，可见资金流入权证市场比较明显。那么，这次权证的集体爆发是什么原因？行情是否具有可持续性？目前的权证有投资价值吗？投资者应遵循何投资策略？

表 1 权证成交统计（7 月 20 日-7 月 22 日）

交易日期	成交量 (亿份)	成交金额 (亿元)	权证市值 (亿元)	权证市场换手率 (%)
20090722	290.2217	829.2827	247.9182	370.7075
20090721	119.8721	401.6935	226.7393	153.1157
20090720	52.2397	192.947	205.3352	66.7271
总计	462.3335	1423.923	/	/
平均	154.1112	474.6411	226.6642	196.8501

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

二、权证市场火爆的统计及其原因分析

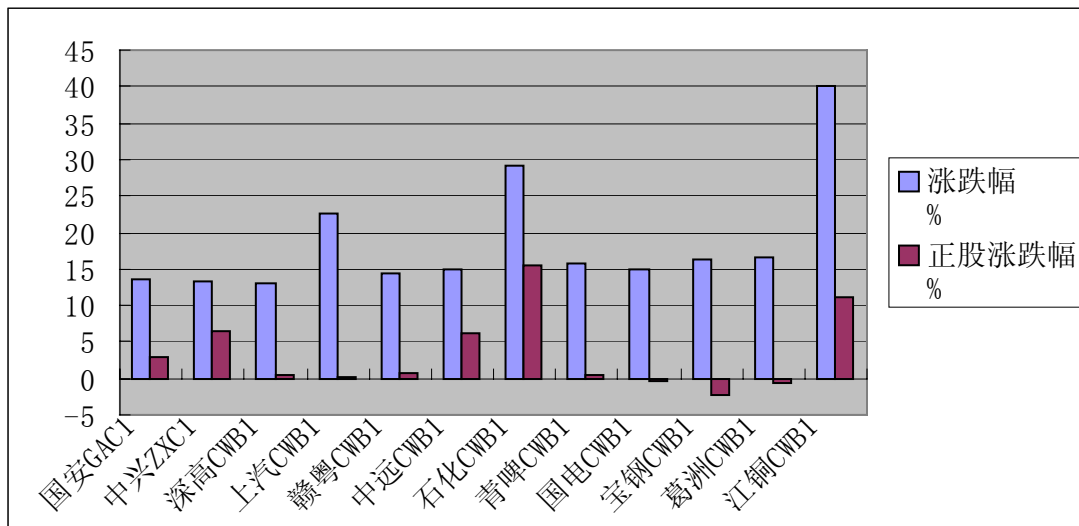
近三个交易日，权证市场全线上涨，权证平均上涨了 18.71%，而权证正股平均上涨了 3.45%，权证上涨大幅度超过正股上涨，其中江铜 CWB1 大幅度上涨了 40.05%，石化 CWB1 上涨了 29.03%。

表 2 近三个交易日权证上涨情况统计

证券简称	收盘价 元	成交均价 元	成交量 万手	成交额 亿元	涨跌幅 %	换手率 %	正股涨跌幅 %
国安 GAC1	6.642	6.3875	629.4585	40.2065	13.5385	302.5529	3.003
中兴 ZXC1	10.69	10.2278	302.444	30.9334	13.3857	219.4912	6.5703
深高 CWB1	3.828	3.6649	694.1503	25.4399	12.9204	225.5905	0.4792
上汽 CWB1	5.026	4.8203	1770.2573	85.3324	22.7051	354.2926	0.2693
赣粤 CWB1	5.306	5.0923	413.3913	21.0513	14.3288	224.6778	0.854
中远 CWB1	6.803	6.5066	640.5556	41.6783	14.9932	790.0134	6.1257
石化 CWB1	2.058	1.8812	17243.744	324.3979	29.0282	119.9351	15.4443
青啤 CWB1	5.349	5.1181	891.8334	45.6445	15.8043	414.173	0.4909
国电 CWB1	3.287	3.1512	1770.5966	55.7944	14.8498	183.5598	-0.2667
宝钢 CWB1	1.742	1.6703	8657.1383	144.5985	16.2884	144.3942	-2.148
葛洲 CWB1	3.617	3.4219	1740.8477	59.5708	16.5646	230.7805	-0.5521
江铜 CWB1	5.21	4.7851	11478.952	549.2751	40.0538	416.6581	11.1

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

图 1 正股与权证涨跌幅比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

为什么突然权证市场集体爆发，其原因何在？笔者认为，有以下几个方面的原因。

一是权证市场整体价值相对于年初已经有明显的投资价值，2008 年末权证整体溢价率高达 162%，目前为 67.38%。可见目前权证溢价率相对 2008 年末大幅度下降，权证的结构性价值显现，权证杠杆效应凸现。从这个角度看，这次权证市场的爆发有其一定的合理性，特别是价内权证，权证涨跌与正股的走势有一定的相关性。

二导火锁是江铜 CWB1 正股江西铜业近期大幅度上涨，由于铜期货大幅度上涨，且创下反弹以来的新高，致使江西铜业大涨，权证也大幅度拉升，三个交易日上涨 40%，而正股只上涨了 11.1%，溢价率一度达到-25%左右，由于江铜 CWB1 的成交明显活跃，涨幅持续增加，进而带动其他权证的上涨。

三是权证市场今年没有象样的行情，正股上涨，权证却比较低迷，估计 A 股市场在连续拉升后可能会较大幅度的震荡波动，这使一部分投机资金转向权证市场，导致了这波行情。

权证的活跃能否持续？回答这个问题，关键是要认识权证是否具有内在价值？目前权证市场除了江铜 CWB1 是折价外，其余都属于溢价状态，但随着正股的上涨，权证的内在价值显现，价内权证的比例上升。目前青啤 CWB1、国电 CWB1、葛洲 CWB1、江铜 CWB1 是价内权证，国安 GAC1 等是轻度价外权证，石化 CWB1、宝钢 CWB、上汽 CWB1 随着正股的上涨，年内成为价内权证的可能性比较大。从这个角度看，下半年权证市场可能比上半年相对活跃，投资者可积极关注。

三、不同类型权证投资策略与建议

下半年 A 股市场可能是震荡上涨，由于权证市场价内权证的增加，使得投资权证的机会大增，权证结构性投资机会出现。目前权证可以分为三种类型：

(1)具有投资价值的价内权证，包括青啤 CWB1、国电 CWB1、葛洲 CWB1、江铜 CWB1，价内权证估值相对比较合理甚至低估，其价格与正股的走势密切相关，投资者可积极关注，

特别是江铜 CWB1 权证 7 月 22 日理论价格为 7.351 元，溢价率为-18.27%，但市场交易价格为 5.21 元，出现倒挂现象。我们多次推荐江铜 CWB1 权证，如果持有，其回报相当可观。对于这类权证的投资策略，我们的建议是波段持有，根据正股的走势阶段性操作。

(2) 轻微价外权证或到期时间比较长的权证，包括国安 GAC1、石化 CWB1、宝钢 CWB1、上汽 CWB1、中兴 ZXC1

国安 GAC1 尽管即将到期，其是轻微价外权证，中信国安稍微上涨即将行为价内权证，而石化 CWB1、宝钢 CWB1、上汽 CWB1、中兴 ZXC1 四只权证到期时间相对比较长，有半年以上时间，加之其正股基本面比较好，在经济复苏的大背景下，其正股可能有良好的表现，在到期前成为价内权证的可能性很大，这些权证具有相对投机价值，风险偏好者可积极关注。

(3) 深度价外权证或即将到期的权证，包括深高 CWB1、中远 CWB1、赣粤 CWB1

价外权证价格已蕴含了很大的风险，特别是一些高估值品种，建议投资者回避，要防止追高风险。中远 CWB1 只有 30 多天即将到期，深度价外，毫无内在价值，在短暂的炒做后，走向价值回归，价格大幅度回落在所难免。深高 CWB1、赣粤 CWB1 是价外权证，特别是深高 CWB1 权证，有三个月即将到期，这些权证目前无投资价值，建议投资者不要涉及，风险比较大，特别是即将到期的中远 CWB1 权证，要坚决回避。

表 3 权证价值评价（7 月 22 日）

名称	最新	理论价格	隐含波动率	行权价格	内在价值	时间价值	溢价率	价内外程度	杠杆倍数
国安 GAC1	6.642	1.998	2.4811	17.576	0	6.642	0.4109	-2.424	2.591
中兴 ZXC1	10.69	2.784	1.3956	42.394	0	10.690	0.5926	-20.036	2.924
深高 CWB1	3.828	0.004	4.1748	13.23	0	3.828	1.7119	-52.457	1.643
上汽 CWB1	5.026	1.214	1.4547	26.91	0	5.026	0.7151	-30.806	3.705
赣粤 CWB1	5.306	0.183	2.028	20.08	0	5.306	1.1495	-41.185	2.226
中远 CWB1	6.803	0.06	5.2918	19.26	0	6.803	0.9487	-30.737	1.981
石化 CWB1	2.058	0.426	1.3738	19.26	0	2.058	0.7471	-30.53	3.251
青啤 CWB1	5.349	1.666	1.9367	28.06	0.3	5.049	0.3523	2.138	2.679
国电 CWB1	3.287	1.391	1.2874	7.47	0.01	3.277	0.4381	0.134	2.276
宝钢 CWB1	1.742	0.444	1.4522	12.16	0	1.742	0.9078	-32.566	2.354
葛洲 CWB1	3.617	2.106	1.9558	9.08	1.765	1.852	0.2937	38.877	1.743
江铜 CWB1	5.21	7.351	0	15.4	7.235	-2.025	-0.183	187.922	2.128

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

本报告主要指标释义：

1、溢价率：

认购权证溢价率： $(\text{行权价格} + \text{权证价格}/\text{行权比例} - \text{股票价格})/\text{股票价格} \times 100\%$

认沽权证溢价比率： $(\text{股票价格} + \text{权证价格}/\text{行权比例} - \text{行权价格})/\text{股票价格} \times 100\%$

该指标反映投资者持有权证的风险，即权证到期前标的证券价格需要变动多少，才能让权证投资者保本不亏损即保持盈亏平衡。

2、换手率：权证在一段时间内的成交量/权证的总流通数

3、价内外程度：度量权证标的价格偏离行权价的幅度即权证正股价格超过或低于行权价的百分比程度。

认购权证价内外程度 = $(\text{标的价格}/(\text{行权价}/\text{行权比例}) - 1) \times 100\%$

认沽权证价内外程度 = $(1 - \text{标的价格}/(\text{行权价}/\text{行权比例})) \times 100\%$

4、理论价值：通过 B-S 公式计算的权证理论价值；

内在价值：权证正股价格超过行权价格的部分即

认购权证内在价值 = $(\text{标的价格} - \text{行权价}) \times \text{行权比例}$

认沽权证内在价值 = $(\text{行权价} - \text{标的价格}) \times \text{行权比例}$

时间价值：权证价格-内在价值，权证价格中内在价值以外的部分，剩余期限愈短，时间价值愈小。

5、隐含波动率：根据相关参数和权证际市场价格由 B-S 公式反推出来的标的股票波动率，反映了市场对正股价格未来波动率的预期，相当于股票估值中市盈率指标。

6、杠杆比率：杠杆比率（静态杠杆）= $\text{标的价格}/(\text{权证价格}/\text{行权比例})$ ，反映投资正股相对投资权证的成本比例；反映了权证的涨跌幅限制程度，静态杠杆愈大，涨跌幅限制越大。

实际杠杆：实际杠杆=杠杆比率×Delta，实际杠杆反映标的股票在较短时间内的波动引起权证价值波动的比例；假如标的资产价格上涨 1%，权证价格理论上会上涨（认购）或下跌（认沽）多少。

7、Delta：即对冲值，反映权证价值对标的股票价格变化的敏感程度，也反映权证到期行权的概率大小；

8、Gamma：反映权证 Delta 值对权证标的股票价格变化的敏感程度；

9、Vega：反映权证价值对标的股票波动率变化的敏感程度；

10、Theta：反映权证价值对时间变化的敏感程度，表示时间每过一天，权证价值会损失多少；

11、Rho：反映权证价值对无风险利率变化的敏感程度。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明:

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益15%以上;

谨慎推荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益5—15%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来6—12个月内,股票的持有收益低于市场平均收益5%以上。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址:上海市延安东路45号工商联大厦20层(邮编200002)

电话:(8621) 6336 7000

传真:(8621) 6337 3209