

价内权证数量增多，关注权证的投资价值

权证周报

2009 年 11 月 23 日

投资要点：

1、上周沪深两市震荡上涨，上证指数周收盘于 3308.35，全周上证指数上涨 3.79%，振幅 3.96%，沪市成交金额有 10139.66 亿，比前周 7960.11 亿大幅度增加。两市处于震荡上升状态，多空双方争夺激烈，短线有可能继续上涨。12 月即将召开的中央经济工作会议有望给经济复苏注入强心剂，这为股市稳定提供了保障。国际主要股市连创反弹新高，这为 A 股上涨似乎提供了支撑，但风险也不容忽视。估计短期 A 股市场维持震荡上涨格局的可能性比较大，甚至有创年内新高的可能，但投资者要注意风险。上周权证市场周成交金额 794.63 亿，比前周 562.49 亿有所增加，日平均成交金额 158.93 亿，比前周的 112.50 亿元有所增加，权证成交增加，权证价值相对前期有所上升，价内权证数量增多，投资价值显现。

2、权证表现不及正股，上周受 A 股市场震荡上涨的影响，权证市场 7 涨 2 跌，权证平均上涨了 1.44%，而权证正股平均上涨了 4.04%，权证上涨小于正股，其中江铜 CWB1、赣粤 CWB1 涨幅居前，分别上涨 4.49%、3.75%，而国电 CWB1、长虹 CWB1 下跌，分别下跌了 -0.24%、-2.37%。江铜 CWB1 权证、长虹 CWB1 成交相对活跃，成交金额居前，分别高达 298.285 亿、110.55 亿元，值得关注。

3、权证价值结构性机会显现，对权证溢价率、价内外程度、杠杆系数以及隐含波动率的分析，上周权证溢价率平均值为 40.22%，相对于前周 45.47% 有所下降。随着正股上涨，价内权证数量增加。截止 11 月 20 日，葛洲 CWB1 有 2.584 元内在价值、江铜 CWB1 有 6.708 元内在价值，长虹 CWB1 有 1.55 元的内在价值，国电 CWB1 有 0.18 元内在价值，其余权证是价外权证，无内在价值，靠时间价值来支撑市场价格。但上汽 CWB1、中兴 ZXC1 等是相对轻度价外权证，如果正股上涨，这些权证有可能成为价内权证，投资者可关注其中的机会。

4、由于目前市场震荡上涨，权证投资价值显现，风险偏好投资者可关注江铜 CWB1、长虹 CWB1、国电 CWB1 等价内权证的投资机会，但要控制风险。如江铜 CWB1 权证 11 月 20 理论价格为 6.773 元，溢价率为 -10.4%，但市场交易价格为 5.609 元，出现倒挂现象，值得投资者关注。对于深度价外权证或即将到期的权证如石化 CWB1，这些权证基本上无投资价值，风险比较大，建议投资者回避，防止追高风险。

权证价值评价（11 月 20 日）

名称	最新	理论价格
中兴 ZXC1	10.89	3.238
上汽 CWB1	4.647	1.676
赣粤 CWB1	7.803	1.005
石化 CWB1	1.604	0.068
国电 CWB1	3.293	1.19
宝钢 CWB1	1.585	0.215
葛洲 CWB1	3.662	2.774
江铜 CWB1	5.609	6.773
长虹 CWB1	3.295	2.568

分析师:赵旭

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhouli@dbzq.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮编 200002

价内权证数量增多，关注权证的投资价值----权证周报

一、上周权证市场回顾

上周沪深两市震荡上涨，上证指数周收盘于 3308.35，全周上证指数上涨 3.79%，振幅 3.96%，沪市成交金额有 10139.66 亿，比前周 7960.11 亿大幅度增加。两市处于震荡上升状态，多空双方争夺激烈，短线有可能继续上涨，但风险不容忽视。鉴于国内投资持续高增长、消费的复苏、出口产品稳中有升、工业生产逐步回升，显示中国经济已经基本复苏，预计四季度甚至 2010 年一季度 GDP 增速可能达到 9% 左右的水平。12 月即将召开的中央经济工作会议有望给经济复苏注入强心剂，这为股市稳定提供了保障。国际股市连创新高，这为 A 股上涨似乎提供了支撑，但风险也不容忽视。由于经济回升过程中的波动和不确定性，国际经济不排除有二次探底的可能，但估计短期 A 股市场维持震荡上涨格局的可能性比较大，甚至有创年内新高的可能，存在结构性投资机会。投资者要注意风险，控制仓位。权证价值相对前期有所上升，投资者要控制权证投资的风险，避免损失，风险偏好投资者可把握价内权证的投资机会，价外权证最好不要涉及。

表 1：权证市场成交情况（2009 年 11 月 16 日 - 2009 年 11 月 20 日）

交易日期	成交量 (亿份)	成交额 (亿元)	权证市值 (亿元)	权证市场 换手率(%)
2009-11-20	31.39	107.06	238.79	39.03
2009-11-19	33.54	102.27	241.00	41.71
2009-11-18	50.31	154.35	241.78	62.57
2009-11-17	44.26	173.30	241.10	55.04
2009-11-16	68.17	257.63	242.00	84.77
总计	45.53	158.93	240.93	56.62
平均	227.67	794.63	1,204.67	283.12

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

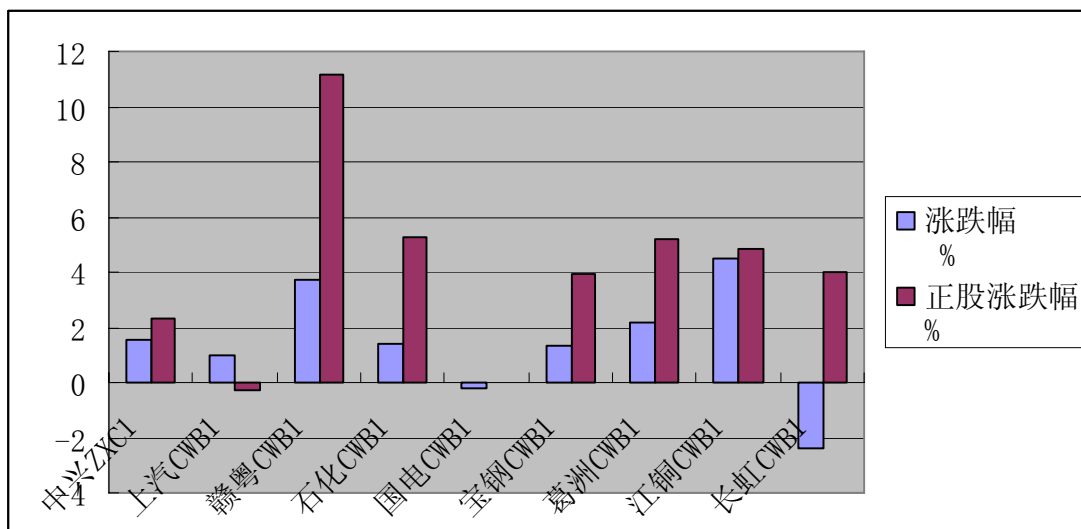
上周权证市场周成交金额 794.63 亿，比前周 562.49 亿有所增加，日平均成交金额 158.93 亿，比前周的 112.50 亿元有所增加，权证成交增加，尽管市场震荡上涨，但权证表现相对比较低迷。权证平均上涨了 1.44%，而权证正股平均上涨了 4.04%，权证上涨小于正股，权证表现不及正股。随着正股的上涨，总体来看权证的投资价值有所上升，在震荡环境下权证的高杠杆性凸现，投资者要谨慎对待权证市场。从权证换手率看，权证市场平均日换手率 56.62%，比上周 44.03% 有所增加，总体来说权证市场成交相对于前周比较平稳。在股票市场震荡的环境下，短线资金热衷于权证，使得权证投资收益加大，相比之下价外权证风险更高，投资者要防范，在目前情况下对于价外权证买权证不如买正股，特别是即将到期和溢价率比较高的权证可能走上价值回归之路，这种风险要注意，在市场有大幅度调整的环境下，权证的风险就比较大。

表 2：权证市场交易情况（2009 年 11 月 16 日 - 2009 年 11 月 20 日）

证券简称	收盘价 元	均价元	周成交量 万手	周成交额 亿元	涨跌幅 %	正股涨 跌幅%
中兴 ZXC1	10.886	11.1291	229.1721	25.5048	1.5106	2.2901
上汽 CWB1	4.647	4.8342	1263.139	61.0622	0.9559	-0.279
赣粤 CWB1	7.803	8.0757	622.328	50.2575	3.7495	11.1534
石化 CWB1	1.604	1.6281	5733.3561	93.3442	1.3906	5.2941
国电 CWB1	3.293	3.3387	1417.013	47.3094	-0.2424	0
宝钢 CWB1	1.585	1.6007	3527.1788	56.4587	1.3427	3.9474
葛洲 CWB1	3.662	3.7053	1399.363	51.8509	2.1478	5.168
江铜 CWB1	5.609	5.6658	5264.6337	298.2853	4.4896	4.8151
长虹 CWB1	3.295	3.3389	3311.0689	110.5529	-2.3704	3.9877

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



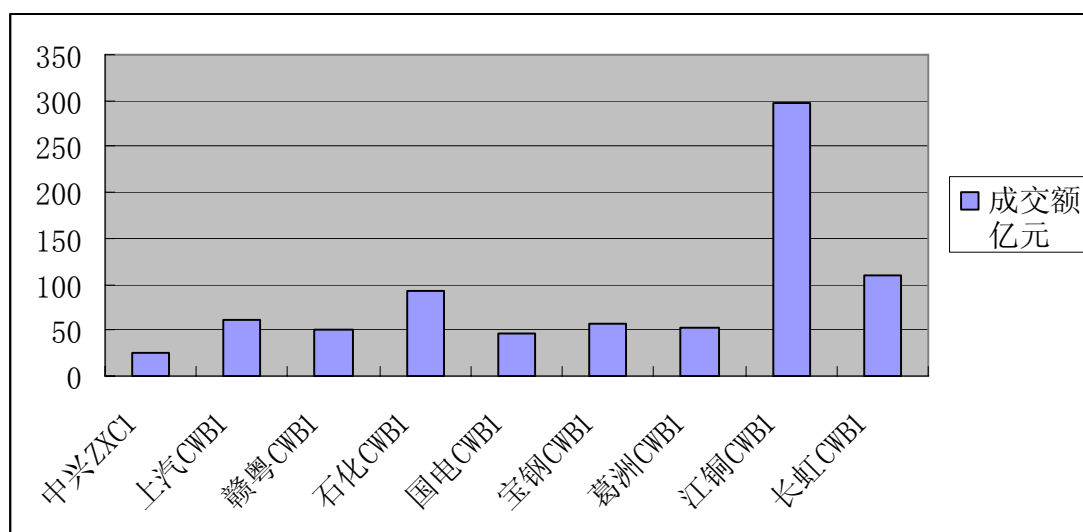
资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

上周受 A 股市场震荡上涨的影响，权证市场 7 涨 2 跌，权证平均上涨了 1.44%，而权证正股平均上涨了 4.04%，权证上涨小于正股，表现不及正股，其中江铜 CWB1、赣粤 CWB1 涨幅居前，分别上涨 4.49%、3.75%，而国电 CWB1、长虹 CWB1 下跌，分别下跌了 -0.24%、-2.37%。由于目前权证溢价率相对年初大幅度下降，权证的投资价值显现，权证杠杆效应凸现，如果正股下跌，权证也下跌，正股上涨，权证上涨较快。在市场氛围比较好的环境下，正股上涨，权证整体上上涨超过正股，这就是杠杆效应。在市场震荡的大环境下，权证的震荡也难以避免。价内权证，权证涨跌与正股的走势有一定的相关性，投资者可密切

关注权证正股的走势，如江铜 CWB1、葛洲 CWB1、长虹 CWB1。价外权证价值特别是即将到期的价值高估，与正股的关联度不大，风险比较大，即使正股上涨，但权证上涨幅度不大。投资者要关注即将到期的上汽 CWB1 权证风险。

在市场震荡的环境下，投资者要关注权证大幅度波动的风险。从换手率来看认购权证中长虹 CWB1、赣粤 CWB1、上汽 CWB1 等权证相对成交活跃，其中上汽 CWB1 由于即将到期而换手率非常高，但投资者不应忽视风险。值得一提的是，江铜权证由于正股江西铜业大幅度波动，江铜权证成交相对活跃，成交金额居前，高达 298.285 亿元，占整个成交金额的 37.54%，长虹 CWB1 成交额也达到 110.55 亿元，值得关注。

图 2 权证成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

二、权证市场价值评价—投资价值显现

根据我们统计市场价格与理论价值的比率，认购权证市场价格/理论价值平均值为 5.673，比上周 7.295 有所减少。这里值得注意的是宝钢 CWB1、赣粤 CWB1 以及石化 CWB1 市场价格远大于理论价值，石化 CWB1 该比率高达 23.588，但江铜 CWB1 该比率小于 1，只有 0.828。可以说价外权证都无内在价值，依赖的是时间价值。权证到期时间愈长，时间价值相对更大。从这个角度看，目前市场上部分价外权证的内在价值为零，只是依赖权证的“时间价值”，这也是权证市场理论价格在几分钱而市场价格维持在 2-3 元的主要缘故。

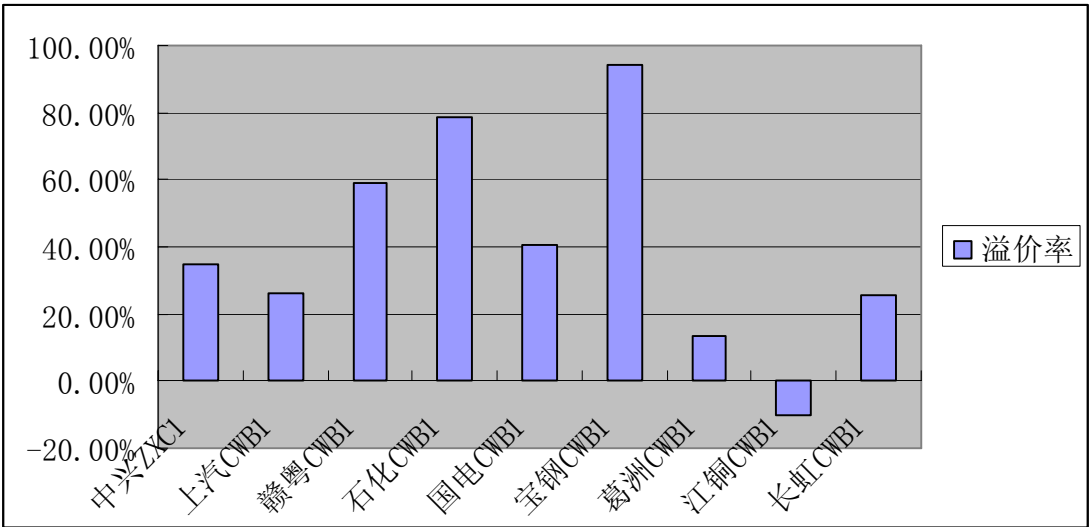
从内在价值看，目前葛洲 CWB1 有 2.584 元内在价值、江铜 CWB1 有 6.708 元内在价值，长虹 CWB1 有 1.55 元的内在价值，国电 CWB1 有 0.18 元内在价值，其余权证内在价值为 0，值得投资者关注。其中江铜 CWB1 权证 11 月 20 日理论价格为 6.773 元，但市场交易价格为 5.609 元，出现倒挂现象，值得投资者关注，积极投资者可根据正股走势波段操作。如果江西铜业可以卖空，可以买入江铜 CWB1 权证进行无风险套利，如此动态操作，一方面可锁定正股收益，另一方面可以提升组合收益，提高投资效率。但由于难以进行套利操作，此办法无法实施，投资者要谨慎。

表 3 权证价值评价（2009 年 11 月 20 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	市价/理论价格
中兴 ZXC1	10.886	3.238	1.5897	42.394	0	10.886	0.3483	-5.175	3.36195
上汽 CWB1	4.647	1.676	1.4903	26.91	0	4.647	0.2613	-7.023	2.77267
赣粤 CWB1	7.803	1.005	2.484	10.04	0	7.803	0.5897	-12.649	7.76418
石化 CWB1	1.604	0.068	1.8627	19.15	0	1.604	0.7844	-34.569	23.5882
国电 CWB1	3.293	1.19	1.6027	7.47	0.18	3.113	0.4069	2.41	2.76723
宝钢 CWB1	1.585	0.215	1.7551	12.16	0	1.585	0.9405	-35.033	7.37209
葛洲 CWB1	3.662	2.774	2.5041	7.66	2.684	0.978	0.1357	59.399	1.32012
江铜 CWB1	5.609	6.773	0	15.4	6.708	-1.099	-0.104	174.221	0.82814
长虹 CWB1	3.295	2.568	0.8554	5.23	1.55	1.745	0.2574	29.637	1.2831

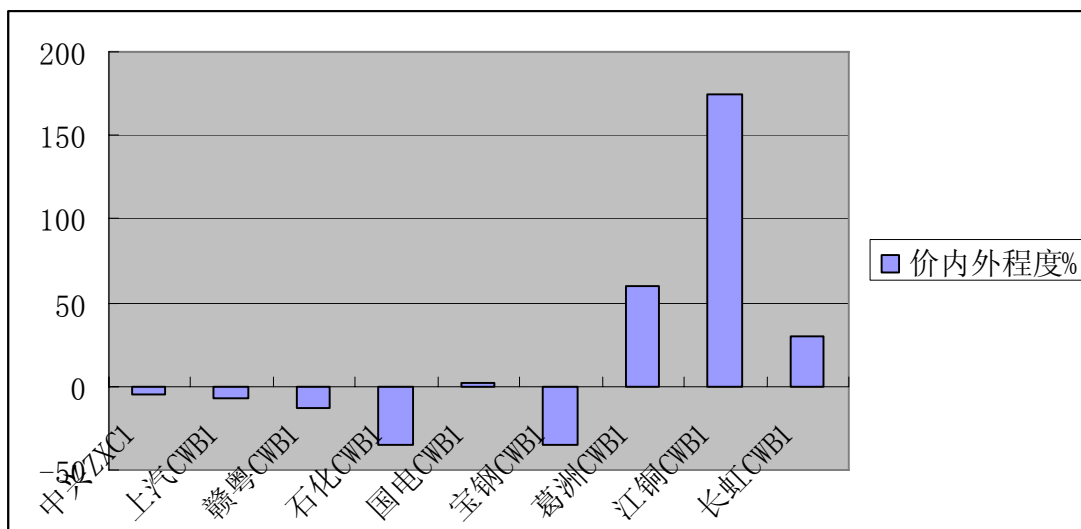
资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

图 3 权证溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

图 4 权证价内外程度比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

从市场溢价率来看，包括江铜 CWB1、石化 CWB1 等认购权证，其权证溢价率平均值为 40.22%，相对于上周 45.47% 有所下降，这是由于上周市场震荡上涨，但权证上涨相对比较少，权证表现不如正股。尽管权证市场存在结构性高估状态，但相对于年初相比，其估值相对合理，具有一定的投资价值，在市场大幅度震荡调整下，部分价外权证可能走上价值回归之路在所难免。建议投资者谨慎参与价外权证，特别是即将到期的价外权证，谨慎对待价内权证的投资机会。

从价内外程度看，价内外程度比率为 19.02%，价内权证几乎占一半，而其余价外权证是轻微价外权证，但部分权证价外程度依然比较深，由于上周正股震荡上涨，整个权证行权可能性又有所增加，价内权证的程度相比前期增加，如江铜 CWB1。值得注意的是，国电 CWB1 权证由于正股的上涨而成为价内权证，价内外程度为 2.41%，目前江铜 CWB1、国电 CWB1、葛洲 CWB1、长虹 CWB1 是价内权证，其余权证是价外权证，而石化 CWB1、宝钢 CWB1 是相对深度价外权证，投资者要注意风险。上汽 CWB1、中兴 ZXC1 等是相对轻度价外权证，如果正股上涨，这些权证有可能成为价内权证。

表 4 权证敏感性评价

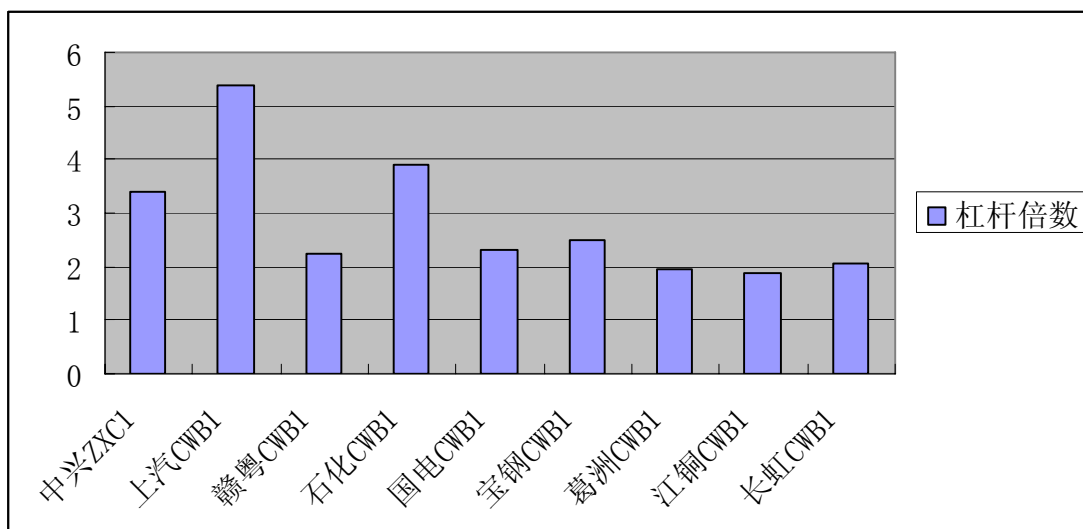
名称	最新	理论价格	杠杆倍数	剩余天数	DELTA	GAMA	VEGA	THETA	RHO
中兴 ZXC1	10.886	3.238	3.405	93	0.496	0.038	7.956	-8.43	4.116
上汽 CWB1	4.647	1.676	5.384	48	0.442	0.068	3.52	-8.75	1.219
赣粤 CWB1	7.803	1.005	2.248	99	0.382	0.177	1.706	-1.57	0.757
石化 CWB1	1.604	0.068	3.906	103	0.094	0.048	1.103	-1.05	0.291
国电 CWB1	3.293	1.19	2.323	182	0.645	0.154	1.933	-0.98	1.775
宝钢 CWB1	1.585	0.215	2.492	225	0.255	0.092	1.943	-0.93	0.947
葛洲 CWB1	3.662	2.774	1.967	51	0.997	0.004	0.04	-0.23	0.999
江铜 CWB1	5.609	6.773	1.882	323	0.966	0.002	2.823	-1.54	10.01

长虹CWB1	3.295	2.568	2.058	636	0.84	0.062	1.92	-0.33	4.273
--------	-------	-------	-------	-----	------	-------	------	-------	-------

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

从表 4 可以看出，权证市场的 Delta 值的平均值从前周的 0.545，逐步上升到上周的 0.5686，说明经过上周的震荡上涨后，权证到期行权的可能性有所增加，尽管权证波动比较大，但未来权证的行权价值变化很大，权证价值有待挖掘。

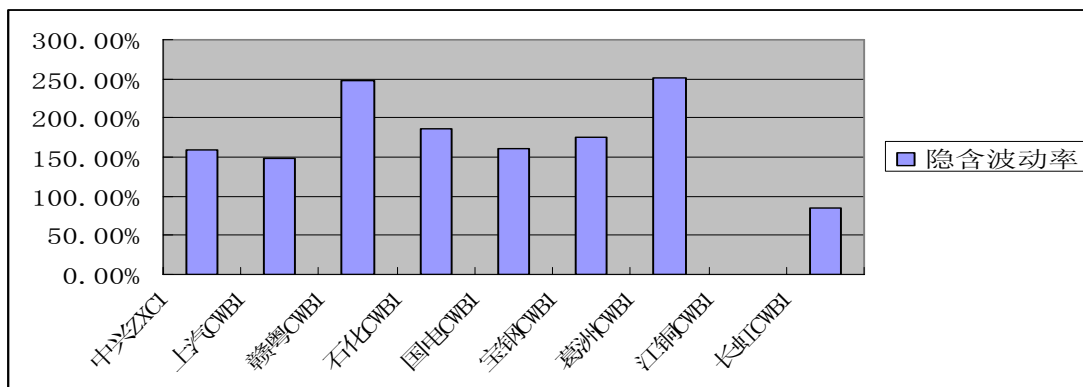
图 5 权证杠杆比较图示



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

从杠杆比率来看，权证的静态杠杆比有所增加，其中认购权证杠杆平均值为 2.85，比上周 2.795 有所增加。目前认购权证中杠杆倍数最高的是上汽 CWB1，为 5.384。在市场反弹之际，投资者可关注杠杆系数高的权证，但在市场下跌时，投资者要回避杠杆系数高的权证，以减少风险。

图 6 权证隐含波动率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

从隐含波动率看,隐含波动率是权证实际估值水平,在成熟市场反映了投资者对正股未来波动率预期。隐含波动率平均为 157.16%,比前周的 161.981%有所减少,如此高的隐含波动率反映了权证市场在一定程度上被市场定价过高,如赣粤 CWB1 权证隐含变动率高达 248.4%,使得部分权证风险并未减轻。值得注意的是,江铜 CWB1 权证的隐含波动率为 0%,价值低估,低于历史波动率,值得投资者关注。

总体来说,通过对权证理论价格、溢价率、价内外程度、杠杆系数以及隐含波动率的分析,部分权证是价外权证,无内在价值,只是靠时间价值来支撑市场价格,隐含波动率均值远大于历史波动率,权证结构性估值偏高,与年初相比,随着正股的上涨,权证内在价值凸显,权证市场估值水平向合理估值接近,溢价率大幅度下降,但市场风险不容忽视,特别是近期股市震荡上涨,导致部分价外权证又成为价内权证,使得权证市场投资价值有所显现,积极投资者可关注价内权证的投资机会。对于价外权证,特别是即将到期的权证,只有交易性投机机会,普通投资者要注意其中的风险,尽量不要参与。

三、下周权证市场投资建议

上周 A 股市场震荡上涨,权证市场表现不佳,权证上涨幅度小于正股,估计短期内市场有可能处于振荡状态,投资者不容忽视风险。从权证操作来看,积极投资者可挖掘价值低估的权证,进行短线操作,普通投资者不要操作。目前权证溢价率相对年初大幅度下降,但随着正股的上涨,权证价值相对有所增加,但投资者要谨慎对待风险。具有投资价值的价内权证,包括葛洲 CWB1、长虹 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,特别是江铜 CWB1 权证 11 月 20 理论价格为 6.773 元,溢价率为-10.4%,但市场交易价格为 5.609 元,出现倒挂现象。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。估计市场可能仍会震荡,投资者可关注权证反弹时候的交易性机会,如葛洲 CWB1、江铜 CWB1、国电 CWB1 等。下周我们建议投资者关注江铜 CWB1、长虹 CWB1 波段性机会。

风险提示:深度价外权证或即将到期的权证,包括上汽 CWB1、赣粤 CWB1 等,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,这些权证基本上无投资价值,建议投资者不要涉及,风险比较大,如石化 CWB1、宝钢 CWB1。总体上建议投资者不要操作价外权证,回避风险,风险偏好者可关注价内权证的波段性投资机会,特别是江铜 CWB1、国电 CWB1。

表 5 权证价值评估及操作建议

权证名称	价值评估	操作建议
上汽 CWB1	高估	短线
中兴 ZXC1	高估	谨慎
赣粤 CWB1	极度高估	回避
石化 CWB1	高估	谨慎
国电 CWB1	合理	推荐
宝钢 CWB1	高估	谨慎
葛洲 CWB1	合理	推荐
江铜 CWB1	低估	推荐
长虹 CWB1	合理	推荐

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）= 标的价格 / (权证价格 / 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 $\times$ 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。

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。

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。