

十二月权证市场投资策略——耐心等待时机

月度策略报告

2009 年 12 月 2 日

投资要点:

1、11 月 A 股市场震荡上行，上证综指上涨 6.66%，但权证市场并未随之联动，走势相对比较平稳。根据统计，2009 年 11 月份权证市场总成交量为 827.2 亿份，日均成交量为 39.39 亿份，相对于 10 月份有所减少；11 月份权证市场总成交金额为 2,726.39 亿元，日均成交金额为 129.83 亿元相对于 10 月份也是减少，可以说权证成交清淡，相对不大活跃。值得注意的是，2010 年大部分权证即将到期结束交易，权证市场面临萎缩的可能，需要管理层多加关注，对市场加以呵护。

2、权证平均下跌，大幅度落后于正股，权证表现远不及正股。11 月份正股震荡上涨，但权证表现相对比较低迷，所有权证没有跑赢正股。权证平均下跌-0.0537%，而其正股平均上涨 11.238%，其中，长虹 CWB1 上涨了 7.534%，江铜 CWB1 上涨了 4.999%，中兴 ZXC1 下跌了-4.6368%，上汽 CWB1 下跌了-5.5726%。12 月份估计市场震荡幅度比较大，权证市场仍相对比较低迷，市场弱势难以转变，投资者要注意风险，低迷之后定会有光明。

3、对权证理论价格、溢价率、价内外程度以及隐含波动率、delta 值的分析，权证市场估值水平相对合理，溢价率大幅度下降，行权可能性增大。但 12 月份权证投资风险可能大于收益，投资者要谨慎。从中长期看，随着正股的上涨，权证市场的投资价值与投机价值凸显，投资者可等待最佳的投资时点出现。

4、估计 12 月 A 股市场处于震荡状态，权证市场也可能是震荡探低。投资者要关注到期权证的风险，上汽 CWB1 权证最后交易日为 2009 年 12 月 30 日，只有 20 个交易日左右，截止 11 月 30 日，上汽 CWB1 权证的理论价格为 1.566 元，价外，市场交易价格为 4.321 元，如果正股不能上涨，基本无内在价值，投资者要注意风险。葛洲 CWB1 最后交易日为 2009 年 12 月 31 日，目前葛洲 CWB1 权证的理论价格为 3.5935 元，价内，有行权价值，溢价率为 11.22%，具有内在价值，投资者可关注。

权证价值评价

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

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

十二月权证市场投资策略—耐心等待时机

一、十一月份权证市场走势回顾

1、正股上涨，但权证市场大幅度落后，成交相对不大活跃

截止 2009 年 11 月 30 日，上证综指收于 3195.3 点，相对于 2009 年 10 月末相比，上涨 6.66%。11 月份 A 股市场震荡上行，但权证市场并未随之联动，走势相对比较平稳。根据统计，2009 年 11 月份权证市场总成交量为 827.2 亿份，日均成交量为 39.39 亿份，相对于 10 月份权证市场总成交量为 874.83 亿份，日均成交量为 54.68 亿份大幅度减少；11 月份权证市场总成交金额为 2,726.39 亿元，日均成交金额为 129.83 亿元相对于 10 月份权证市场总成交金额为 2844.59 亿元，日均成交金额为 177.79 亿元也是减少；11 月份权证市场的日均换手率为 48.98%，也比前月 66.80%大幅度减少，可以说权证成交清淡，相对不大活跃。之所以权证成交量、成交额下降，可能是由于正股相对比较活跃，吸引了大量资金，而权证市场缺乏对资金的吸引，也反映了权证市场以前的投机气氛有所收敛，相对比较理性。总体而言，权证成交低迷，换手减少，尽管 A 股市场受到外围环境的影响震荡上涨，但权证人气相对比较低迷，没有资金关注。但另一方面，随着正股的上涨，权证的内在价值提升，价内权证数量增多，投资价值显现。值得注意的是，2010 年大部分权证即将到期结束交易，权证市场面临萎缩的可能，需要管理层多加关注，对市场加以呵护。

表 1 11 月权证交易统计

	成交量(亿份)	成交额(亿元)	权证市值 (亿元)	权证市场换 手率(%)
总计	827.20	2,726.39	/	1,028.63
平均	39.39	129.83	233.44	48.98

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

从单个权证来看，江铜 CWB1 交易量和换手相当活跃，其交易额达到 1117.85 亿，占整个交易额的 41.00%，换手率达到 1105.2%。其中赣粤 CWB1 由于受到投机资金的青睐，换手率达到 2492.93%。

表 2 11 月份各权证交易统计

证券简称	月收盘 价 元	月均价 元	月成交量 万手	月成交额 亿元	月涨跌幅 %	月换手率 %	正股月涨 跌幅%
中兴 ZXC1	10.16	10.7304	683.6948	73.3631	-4.6368	991.1785	5.1941
上汽 CWB1	4.321	4.6126	4816.8119	222.1799	-5.5726	1912.5459	9.2593
赣粤 CWB1	7.413	7.8115	1448.7019	113.1652	-1.9833	2492.9322	15.812
石化 CWB1	1.581	1.6078	19714.2019	316.9595	0.1267	629.0423	5.0043

国电 CWB1	3.048	3.2863	2941.9123	96.6792	-2.7751	648.8417	0.4172
宝钢 CWB1	1.575	1.5964	17325.5012	276.5926	3.6866	1042.3488	19.4444
葛洲 CWB1	3.427	3.5935	3787.9298	136.1194	-1.8614	1157.0294	11.3846
江铜 CWB1	5.398	5.5084	20293.4336	1117.8491	4.999	1105.1875	10.6444
长虹 CWB1	3.083	3.1902	11707.3314	373.4849	7.534	1942.0788	23.9845

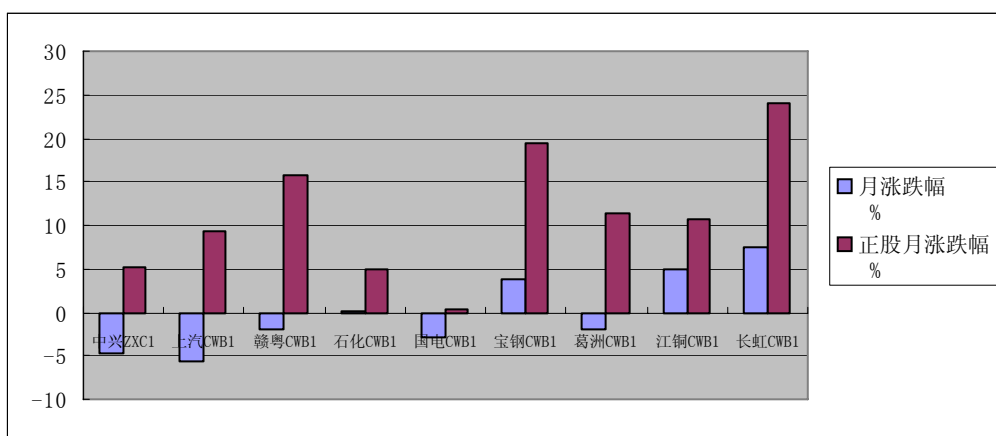
资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

值得注意的是，2010 年除长虹 CWB1 外的其余 8 支权证将全部到期。截止 2009 年 11 月 30 日权证市场市值为 229.8 亿元，平均每个权证大致在 25.53 亿元左右。

2、权证平均下跌，大幅度落后于正股，权证表现远不及正股

11 月份正股震荡上涨，但权证表现相对比较低迷，所有权证没有跑赢正股。权证平均下跌-0.0537%，而其正股平均上涨 11.238%，其中，长虹 CWB1 上涨了 7.534%，江铜 CWB1 由于正股的上涨而上涨了 4.999%，中兴 ZXC1 由于正股的下跌而下跌了-4.6368%，上汽 CWB1 由于即将到期而下跌了-5.5726%。由于正股的上涨，部分价外权证成为价内权证，加之权证涨幅比较小，导致溢价率有所下降。12 月份估计市场震荡幅度比较大，权证市场仍相对比较低迷，市场弱势难以转变，投资者要注意风险。

图 1 权证与正股涨跌幅比较



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

1、内在价值有所显现

从内在价值看，目前葛洲 CWB1 有 2.625 元内在价值、江铜 CWB1 有 6.753 元内在价值，长虹 CWB1 有 1.18 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 30 日理论价格为 6.774 元，但市场交易价格为 5.398 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。价外权证尽管没有内在价值，但依赖的是时间价值。权证到期时间愈长，时间价值相对更大。如果正股持续上涨，未来达到价内的可能性很大，因此市场上大多价外权证尽管内在价值为零，但其市场价

格仍维持高位，实际上是投资者的一种预期。如果正股下跌，价内权证可能变为价外，投资价值下降。12月份市场震荡的概率比较大，投资者可积极关注权证的内在价值，等待投资时机。

表 3 权证价值评价（2009 年 11 月 30 日）

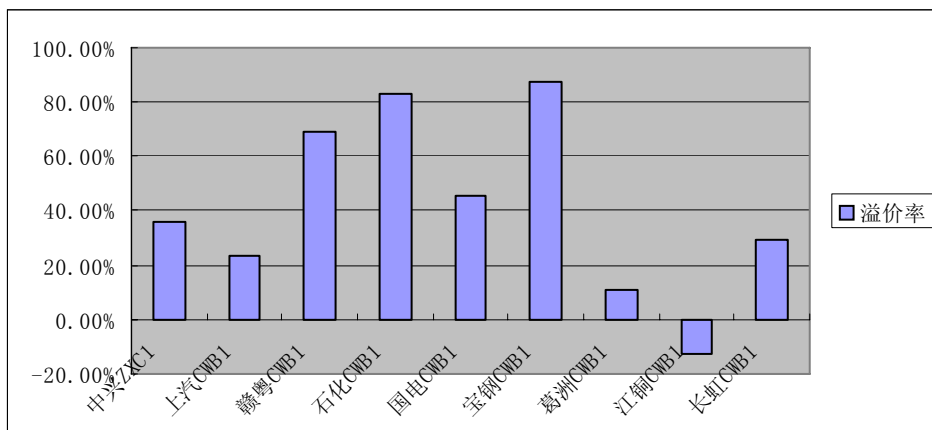
名称	最新	理论价格	隐含波动	内在价值	时间价值	溢价率	价内外程度	市价/理论价格	杠杆倍数	剩余天数	DELTA
中兴 ZXC1	10.16	2.642	1.6523	0	10.160	0.3595	-7.322	3.8456	3.565	83	0.453
上汽 CWB1	4.321	1.566	1.511	0	4.321	0.231	-5.723	2.7593	5.871	38	0.448
赣粤 CWB1	7.413	0.556	2.797	0	7.413	0.6908	-19.02	13.333	2.193	89	0.265
石化 CWB1	1.581	0.041	2.0181	0	1.581	0.8334	-36.45	38.561	3.849	93	0.064
国电 CWB1	3.048	0.904	1.685	0	3.048	0.4568	-3.347	3.3717	2.369	172	0.575
宝钢 CWB1	1.575	0.223	1.7114	0	1.575	0.8739	-32.81	7.0628	2.594	215	0.262
葛洲 CWB1	3.427	2.698	2.4778	2.625	0.802	0.1122	58.094	1.2702	2.085	41	0.999
江铜 CWB1	5.398	6.774	0	6.753	-1.355	-0.128	175.39	0.7969	1.964	313	0.967
长虹 CWB1	3.083	2.293	0.8944	1.18	1.903	0.2969	22.562	1.3445	2.079	626	0.817

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

2、溢价率---大幅度下降，价值显现

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 41.41%，相对于 10 的 58.35% 有所下降。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。

图 2 权证溢价率比较

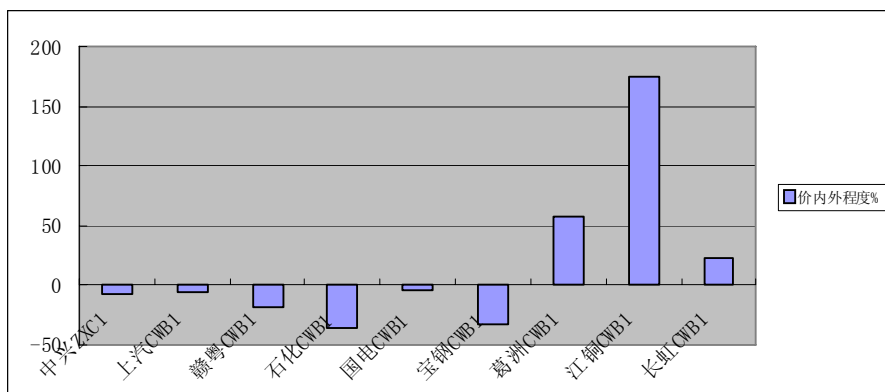


资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

3、价内外程度—价内程度增加

从价内外程度看，截止 11 月 30 日，价内外程度比率为 16.82%，大部分权证是轻微价外权证，但部分权证价外程度依然比较深，如果正股震荡下跌，整个权证行权可能性又有所减少。值得注意的是，江铜 CWB1、长虹 CWB1、葛洲 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。赣粤 CWB1、中兴 ZXC1、国电 CWB1 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，投资者可积极关注。

图 3 权证价内外程度比较

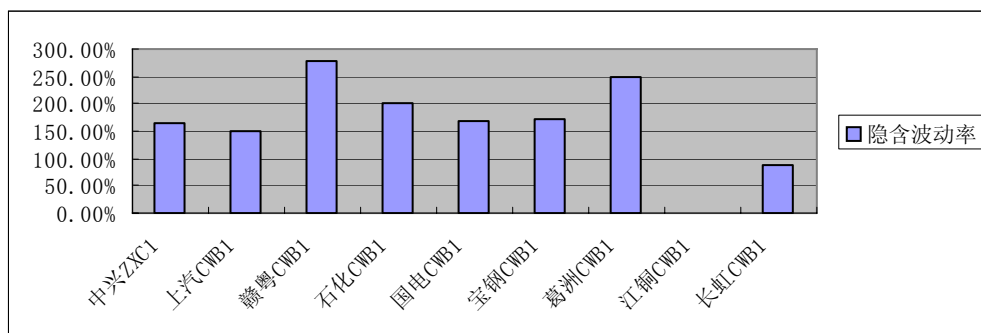


资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

4、隐含波动率

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 163.86%，比前期 172.56%有所减少，但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 权证隐含波动率高达 279.7%，使得权证风险并未减轻。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。

图 4 权证隐含波动率比较

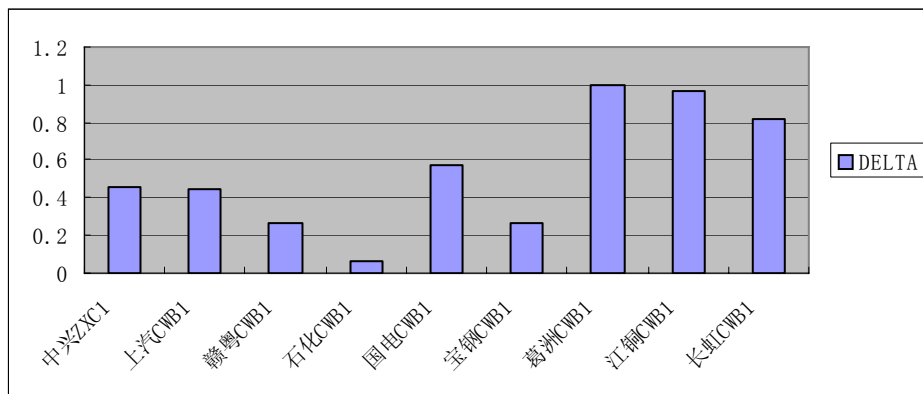


资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

5、权证行权的可能性（Delta）比较

从表 5 可以看出，权证市场 Delta 值的平均值为 0.539，说明经过上月的震荡上涨后，权证到期行权的可能性有所增，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 权证行权可能性比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

总体而言，对权证理论价格、溢价率、价内外程度以及隐含波动率的分析，权证市场估值水平相对合理，溢价率相对下降，行权可能性增大。但 12 月份我们认为积极的权证投资策略可能风险大于收益，投资者要谨慎。从中长期看，随着正股的上涨，权证市场的投资价值与投机价值凸显，积极投资者可关注其中的价内权证投资机会，可等待最佳的投资时点出现。

三、十二月份权证市场投资建议与策略

估计 12 月 A 股市场处于震荡状态，权证市场也可能是震荡探低，交易性机会可能会屡次出现，但投资者要控制风险。目前 9 只权证中，一类是具有内在价值的价内权证，包括葛洲 CWB1、长虹 CWB1、江铜 CWB1，其价格与正股的走势密切相关，特别是江铜 CWB1 权证 11 月 30 理论价格为 6.774 元，溢价率为 -12.8%，但市场交易价格为 5.398 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。二类是轻微价外权证，包括上汽 CWB1、国电 CWB1、中兴 ZXC1 等，这些股票基本面比较好，在经济复苏的大背景下，其正股可能有良好的表现，到期前成为价内权证的可能性很大，具有相对投机价值。另外一类是相对深度价外权证或溢价率比较高或即将到期的权证，包括赣粤 CWB1、石化 CWB1、宝钢 CWB1 等，风险比较大。特别是价外权证价格已蕴含了很大的风险，风险相对比较大，普通投资者不要操作。

12 月份市场震荡的概率比较大，投资者要谨慎对待风险，一般投资者尽量不要涉及，风险偏好投资者可把握价内权证的投资机会如江铜 CWB1、葛洲 CWB1，进行波段操作，防止追高风险。从中长期投资价值看，投资者可耐心等待时机，把握价内权证的买入时点，持有定会有丰厚的回报。

风险提示：

上汽CWB1权证最后交易日为2009年12月30日，只有20个交易日左右，投资者每持有1份上汽CWB1权

证，有权在行权期内以26.91元/股的价格认购1股公司A股股票。截止11月30日，上汽CWB1权证的理论价格为1.566元，价外，市场交易价格为4.321元，如果正股不能上涨，基本无内在价值，投资者要注意风险。

葛洲 CWB1 最后交易日为 2009 年 12 月 31 日，投资者每持有 1 份葛洲 CWB1 权证，有权在行权期内以 7.66 元/股的价格认购 0.59 股公司 A 股股票，截止 11 月 30 日，葛洲 CWB1 权证的理论价格为 3.5935 元，价内，有行权价值，溢价率为 11.22%，交易价格为 3.427 元，具有内在价值，投资者可积极关注。

表 4 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	谨慎
中兴 ZXC1	高估	谨慎
赣粤 CWB1	高估	回避
石化 CWB1	高估	回避
国电 CWB1	合理	谨慎
宝钢 CWB1	高估	回避
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。