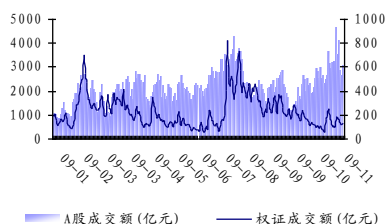
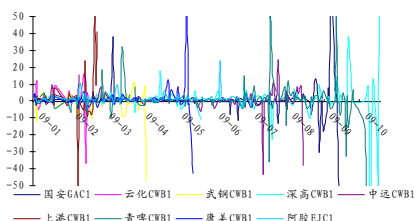


2010 年权证市场投资策略

2009 年两市场日均成交额



权证与正股日涨跌幅之比



相关报告

《弱市下的投资选择：低市盈率权证-11月权证市场投资策略》

2009 年 10 月

联系人

廖庆

电话：0755-83716687

邮件：liaoq@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ 截止 2009 年 12 月 1 日，上证综指收于 3235.36 点，与 2008 年 12 月 31 日的 1820.81 点相比，大幅上涨 77.69%，股票市场成交活跃，指数呈现出震荡上行的态势。反观权证市场，09 年仅有 1 只权证上市，多只权证到期，市场规模萎缩，市场交易低迷，日均成交量与成交金额双双出现大幅下滑，权证市场对投资者失去吸引力，投资者对权证投资缺乏信心。

■ 权证市场对投资者失去吸引力的原因有以下两点：1、权证市场规模逐渐减小，重要性逐渐降低。2、权证整体溢价率过高，使得权证不能展现杠杆效应。权证的高风险必然需要高收益来补偿，而高收益通常体现在权证的杠杆效应，如果能够找到具有杠杆效应的权证，说明此类权证受到市场认同，具有一定的投资价值。

■ 我们认为弱势的权证市场环境使得投资者对于权证投资非常谨慎，造成杠杆效应难以普遍出现。可能出现杠杆效应的权证必须同时具备两个条件：1、距离到期时间较近。2、权证溢价率接近于 0 或者为负。目前市场上距离到期时间较近的仅有葛洲 CWB1 溢价率较低，一旦该权证接近负溢价，将受到资金追捧，但在尚未出现负溢价前，风险依然较大。而处于负溢价的江铜 CWB1，随着时间的推移，杠杆效应会逐渐展现，该权证可能逐渐受到投资者青睐。

■ 2010 年权证市场有望复苏。2009 年权证市场整体低迷的原因在于：1、权证市场整体规模萎缩严重，全年度仅有 1 只权证上市，多只权证到期。2、权证溢价率较高，安全边际较低。2010 年可能发行多只分离式可转债，届时会有大量权证上市，同时溢价率在市场尚未复苏前将会继续下降，这些都有可能成为触发权证市场复苏的因素。

■ 2010 年，随着经济的复苏，整体市场估值会随着企业盈利的提升出现下降，而流动性依然保持适度宽松，在这种情况下，股票市场有可能迎来跨年度行情，权证市场也会逐渐复苏。在通货膨胀和美元贬值的预期下，受益于通胀的权证将成为投资选择。建议投资者关注具有抗通胀、负溢价、剩余时间长等优点的江铜 CWB1。

2009 年权市状况：屋外欢声笑语，屋内人气凋零

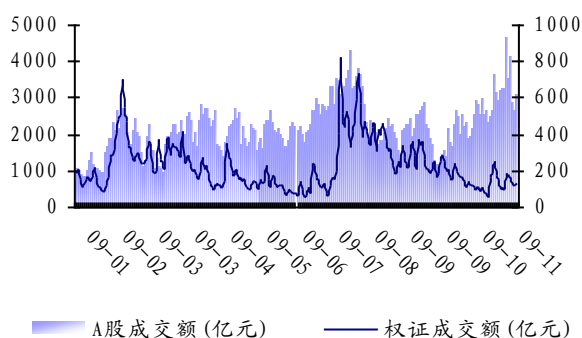
权市归于沉寂, 股市维持活跃

截止 2009 年 12 月 1 日, 上证综指收于 3235.36 点, 与 2008 年 12 月 31 日的 1820.81 点相比, 大幅上涨 77.69%, 股票市场成交活跃, 指数呈现出震荡上行的态势。

反观权证市场, 09 年仅有 1 只权证上市, 多只权证到期, 权证数量从年初的 17 只减少到目前的 9 只, 权证市场日均成交量与日均成交金额双双出现大幅下滑。

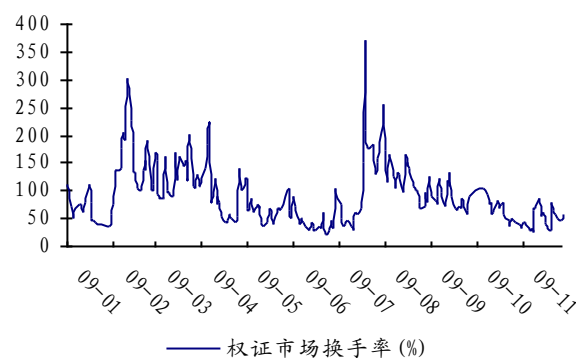
对比权证市场日成交金额与股票市场日成交金额, 两者成交量自 3 月份以后发生背离, 权证市场总成交量相对股票市场出现大幅下降。

图 1 2009 年两市场日均成交额



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2 2009 年权证市场日均换手率



资料来源：WIND、国海证券研究所

虽然权证数量逐渐减少, 但是通过图 2 发现, 权证市场日均换手率同样呈现逐渐下滑趋势, 说明权证市场成交量的萎缩并不仅仅由于权证数量的减少, 最重要的还是权证市场对投资者失去吸引力, 投资者对权证投资缺乏信心。

权证整体缺乏吸引力

权证吸引力—杠杆效应, 为什么会消失?

为什么权证市场对投资者失去吸引力? 我们认为原因有以下两点:

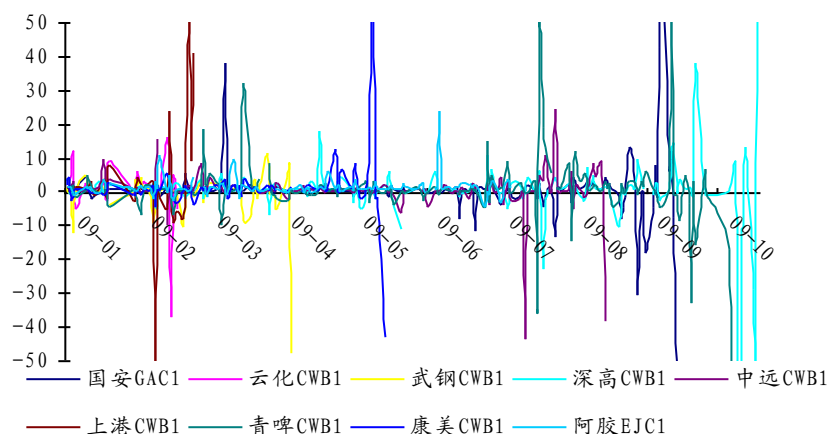
1、权证市场规模逐渐减小。2009 年随着一批权证的逐渐到期, 存量权证数量逐渐减少, 而权证市场仅有 1 只权证上市, 导致整个权证市场规模萎缩, 重要性降低, 权证市场慢慢处于弱势。

2、权证整体溢价率过高。在交易期内多数是深度价外权证, 权证的价格是由时间价值和内在价值组成, 深度价外权证的价格受时间影响

较大，受正股价格影响较小，因此，深度价外权证的上涨幅度通常小于正股上涨幅度，而下跌幅度可能与正股持平，甚至出现正股上涨而权证下跌的情况。

图 3 为 09 年已到期权证与正股日涨跌幅之比，我们发现，权证在距离最后交易日较远时，大部分权证与正股日涨跌幅之比较小，通常在 1 到 -1 之间变化，大部分权证长期未能展现杠杆效应。而权证快接近最后交易日时，涨跌幅之比会快速放大，我们认为除阿胶 EJC1 外，绝大部分权证的涨跌幅之比快速放大并非是杠杆效应的展现，而是到期前，权证价格开始向合理价值回归，权证大幅下跌造成的。

图 3 已到期权证：权证与正股日涨跌幅之比



数据来源：WIND、国海证券研究所

权证作为衍生品，本来具有高杠杆、高风险、低成本、T+0 的交易特点，高杠杆的表现形式为权证涨跌幅都大过正股，正是由于其高杠杆才吸引风险偏好者愿意接受高风险进行权证投资，但是由于权证交易长期低迷，权证市场长期弱势，投资者无法认同市场过高的溢价率，导致权证无法展现杠杆效应，大部分权证涨幅竟然低于正股涨幅。

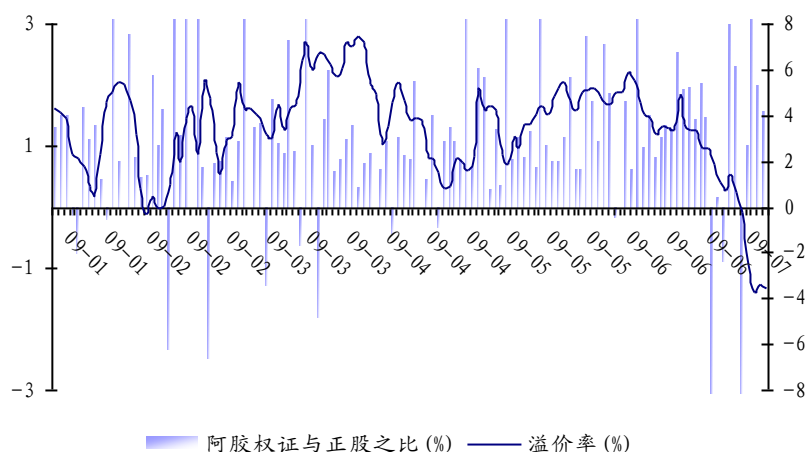
高风险必然需要高收益来补偿，而高收益通常体现在权证的杠杆效应，如果能够找到具有杠杆效应的权证，说明此类权证受到市场认同，具有一定的投资价值。

权证溢价率和到期时间共同决定杠杆效应

在处于弱势的权证市场中，为了发现能够发挥杠杆性的权证具有怎样的特征，我们挑选了具有一定代表性的权证：阿胶 EJC1、葛洲 CWB1 和江铜 CWB1，分析发现，权证杠杆效应能否展现受多个因素的综合影响。这些因素主要包括：溢价率和距离到期时间。

阿胶 EJC1，属于深度价内权证，溢价率长期较低。通过图 4 发现，在距离到期日较远时，权证与正股涨跌幅之比大部分在 0.8 左右徘徊，阿胶 EJC1 并没有展现出杠杆效应，而快接近到期日时，溢价率快速下降，直至为负，权证与正股涨跌幅之比渐渐上升，开始展现出杠杆效应。

图 4 阿胶 EJC1

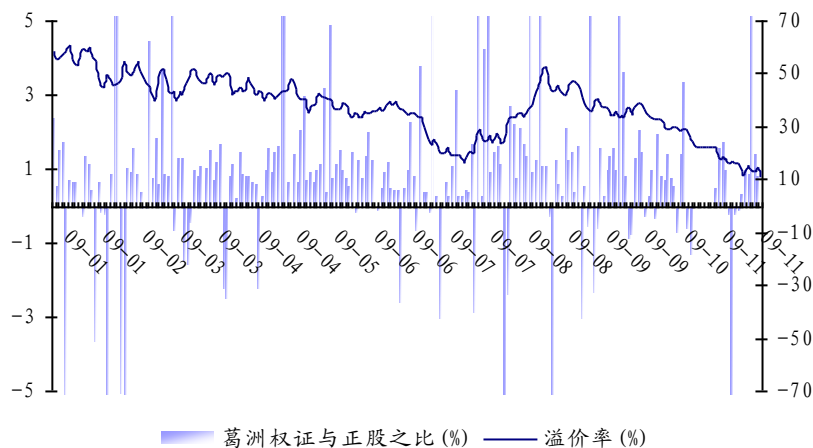


数据来源：WIND、国海证券研究所

阿胶 EJC1 展现杠杆效应有两个条件：1、权证接近到期日。2、权证溢价率降低至负数。如果权证仅满足其中一个条件是否能够展现效应？我们挑选了尚未到期的葛洲 CWB1 和江铜 CWB1 进行验证。

葛洲 CWB1，属于价内权证，溢价率长期较低，即将到期，与阿胶 EJC1 不同点在于溢价率仍然为正。通过图 5 可知，尽管权证即将到期，但是由于溢价率仍然为正，权证与正股涨跌幅之比大部分小于 1，截止目前，葛洲 CWB1 仍未展现出杠杆效应。

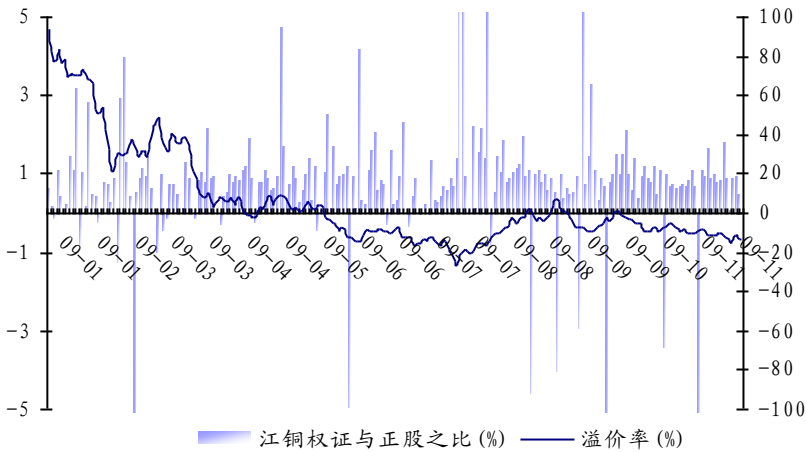
图 5 葛洲 CWB1



数据来源：WIND、国海证券研究所

江铜 CWB1，属于价内权证，溢价率长期较负，距离到期日较远。与阿胶 EJC1 不同点在于距离到期日较远。通过图 6 可知，尽管权证溢价率长期为负，但是由于距离到期日较远，权证与正股涨跌幅之比大部分小于 1，截止目前，江铜 CWB1 仍未展现出杠杆效应。

图 6 江铜 CWB1



数据来源：WIND、国海证券研究所

弱势的权证市场环境使得投资者对于权证投资非常谨慎，造成杠杆效应难以普遍出现。即将到期但具有溢价的葛洲 CWB1 不能展现杠杆效应，溢价率为负但不能马上行权的江铜 CWB1 同样不能展现杠杆效应。因此，在目前弱势的市场环境下，我们认为可能出现杠杆效应的权证必须具备两个条件：1、距离到期时间较近。2、权证溢价率接近于 0 或者为负。

表 1 未到期权证指标（2009.12.1）

代码	名称	溢价率 (%)	剩余存续期(天)
580026.SH	江铜 CWB1	-13.31	312
580025.SH	葛洲 CWB1	10.60	40
580016.SH	上汽 CWB1	21.93	37
580027.SH	长虹 CWB1	27.62	625
031006.SZ	中兴 ZXC1	35.51	82
580022.SH	国电 CWB1	44.75	171
580017.SH	赣粤 CWB1	58.54	88
580024.SH	宝钢 CWB1	74.85	214
580019.SH	石化 CWB1	83.19	92

数据来源：WIND、国海证券研究所

通过表 1 发现，目前市场上距离到期时间较近的有葛洲 CWB1 和上汽 CWB1，仅有葛洲 CWB1 较低，如果即将接近负溢价时，该权证将受到资金追捧，但在尚未出现负溢价前，风险依然较大。而处于负溢价的江铜 CWB1，随着时间的推移，杠杆效应会逐渐展现，该权证可能逐渐受到投资者青睐。

末日权证大幅跳水，万千财富灰飞湮灭

末日权证风险巨大

整个权证市场投机氛围较重，T+0 的交易模式更加点燃了资金的投机热情，在权证定价中，权证内在价值的参考意义被忽略，时间价值被放大，整个权证处于高溢价水平，只有当权证即将进入行权期，剩余时间价值不多时，权证价格才会迅速向内在价值靠拢，多数权证出现连续数日大幅跳水，直至最后交易日收盘，投资风险巨大。

09 年到期的 9 只权证中，仅有阿胶 EJC1 在接近行权期时未出现下跌，其他 8 只权证全部大幅下跌。根据表 2 所示，在最后交易日结束时，8 只权证中有 4 只具有内在价值，可以行权，但是由于其溢价率过高，这些末日权证仍然出现大幅下跌。

末日权证随着时间价值的减少，价格必然会向内在价值回归，只是回归时间不定，溢价率较高的末日权证可能会突然出现回归行情，连续下跌，直至价值回归。

09 年末日权证的市场表现为投资者敲响了警钟，溢价率较高的末日权证蕴含着巨大的风险，建议投资者不要参与末日权证的炒作。

表 2 到期权证行权期间表现

证券简称	下跌起始日	最后交易日	区间跌幅 (%)	能否行权	行权比例 (%)
上港 CWB1	2009-2-12	2009-02-27	-99.06	否	0
武钢 CWB1	2009-3-20	2009-04-09	-99.86	否	0
中远 CWB1	2009-8-6	2009-08-18	-87.22	否	0
深高 CWB1	2009-9-22	2009-10-22	-99.59	否	0
云化 CWB1	2009-2-11	2009-02-20	-43.53	能	99.58
康美 CWB1	2009-5-5	2009-05-18	-47.37	能	99.44
国安 GAC1	2009-8-24	2009-09-17	-83.45	能	0.00
青啤 CWB1	2009-9-17	2009-10-12	-87.80	能	81.46

数据来源：WIND、国海证券研究所

目前葛洲 CWB1 和上汽 CWB1 即将到期，截止到 12 月 1 日，葛洲 CWB1 和上汽 CWB1 的溢价率分别为 10.60% 和 21.93%，溢价率仍然较高，具有

较大风险，建议投资者回避。

2010 年市场展望：权证市场有望复苏

权证市场复苏预期加大

09 年权证市场整体低迷的原因在于：1、权证市场整体规模萎缩严重，全年度仅有 1 只权证上市，多只权证到期。2、权证溢价率较高，安全边际较低。

我们认为 2010 年阻碍权证市场复苏的两大因素可能消失，权证市场有望迎来复苏。

权证主要来源于分离式可转债的发行，虽然目前市场仅有 9 只权证正在交易，分离式可转债的发行一直处于停滞状态，但是随着股票市场 IPO 的重启，未来市场可能会重启分离式可转债的发行，新权证上市的预期加大，根据表 3 可知，目前市场已有 14 只股票准备发行分离式可转债，2010 年有可能发行多只可转债，届时会有大量权证上市，权证市场交易数量将会大幅增加，市场规模将快速扩大。

表 3 2010 年可能发行权证的正股

正股代码	正股名称	方案进度	认购/认沽	股本/备兑	权证来源
600350.SH	山东高速	董事会预案	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
600528.SH	中铁二局	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
600150.SH	中国船舶	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
600418.SH	江淮汽车	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
000429.SZ	粤高速 A	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
600569.SH	安阳钢铁	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
601003.SH	柳钢股份	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
601318.SH	中国平安	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
600016.SH	民生银行	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
600295.SH	鄂尔多斯	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
600027.SH	华电国际	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
600008.SH	首创股份	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
600016.SH	民生银行	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券
600012.SH	皖通高速	股东大会通过	认购权证	股本权证	分离交易的可转换公司债券

数据来源：WIND、国海证券研究所

虽然目前权证市场整体溢价率过高，但是纵观全年权证溢价率的变化发现，随着权证市场的逐渐萧条，权证溢价率也呈现逐渐走低趋势，目前整个市场平均溢价率仅为 38.19%，如果权证市场继续萧条，2010 年权证溢价率将会继续下降，直至合理的区间。

权证市场规模的增大，溢价率的下降，都有可能成为触发权证市场

复苏的因素。

紧抓通胀主线，配置受益权证

关注江铜 CWB1：抗通胀、负溢价、剩余时间长

虽然目前 A 股市场整体估值已在合理估值的上限，但是随着经济的逐渐好转，企业盈利开始逐渐恢复，2010 年可能维持快速增长，动态来看，整体市场估值会随着企业盈利的提升出现下降，而流动性依然保持适度宽松，在这种情况下，股票市场有可能迎来跨年度行情。

为了阻止经济的继续下滑，09 年全球各国都采用宽松的货币政策和积极的财政政策相结合，刺激经济的同时为市场注入了大量的流动性，考虑到经济的稳定，流动性在短期内不会出现大幅下降，随着经济渐渐企稳，市场过多的流动性会为日后经济复苏埋下隐患。同时，由于国际大宗商品都以美元计价，在本次金融危机中，美元持续的贬值，导致大宗商品价格出现了较大幅度的上涨。美元持续的贬值使得一些国家对美元产生不信任感，加大其他外汇占比，减小美元贬值带来的损失。我们认为美元贬值的趋势还将长期延续。

在这种背景下，通货膨胀预期下的受益权证成为关注的焦点。我们建议投资者可重点关注通货膨胀预期下的受益权证——江铜 CWB1。

江铜 CWB1，其正股为江西铜业。铜的需求在中国主要体现在电力、空调制冷和交通运输方面，特别是电力行业，占总需求的 30%以上。受益于中国加大基础设施建设，特别是对电网和交通运输设施的投资力度，中国对铜的需求量出现了大幅上升。在美元贬值、国际大宗商品价格出现回升、通货膨胀预期加大的背景下，拥有铜矿资源的企业在本次铜价上涨中将受益最大。公司旗下的德兴铜矿、永平铜矿、武山铜矿、刁泉铜矿合计拥有铜金属储量 1604.8 万吨，若加上集团拥有的铜矿，公司可直接控制的铜金属储量约 1900 万吨，同时拥有约占中国 1/3 的矿山铜产量，位居国内同行业第一，虽然 09 年前三季度的净利润与去年同期相比有较大幅度下降，但是我们认为在中国经济复苏趋势不变的情况下，资源股长期向好趋势仍未改变，江西铜业作为中国最大铜矿资源拥有企业，长期向好趋势仍会持续。

该权证目前溢价率为负值，具有良好的抗跌性和较高的杠杆性，确保在正股上涨阶段该权证表现较好，而正股下跌阶段权证下跌空间较小，同时距离到期时间较远，是未来权证市场中最有潜力的权证品种，投资者可逢低介入。

指标说明

换手率

权证在一段时间内的成交量/权证的总流通数

理论价格

由 B-S 公式计算得到

内在价值

认购权证内在价值: $(\text{股票价格} - \text{行权价格}) \times \text{行权比例}$

认沽权证内在价值: $(\text{行权价格} - \text{股票价格}) \times \text{行权比例}$

时间价值

权证价格 - 内在价值

溢价率

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

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

杠杆倍数

$(\text{股票价格} / \text{权证价格}) \times \text{行权比例}$

实际杠杆倍数

杠杆倍数 $\times$ Delta

价内外程度

认购权证价内外程度: $\text{股票价格} / \text{行权价格} - 1$

认沽权证价内外程度: $1 - \text{股票价格} / \text{行权价格}$

正股历史波动率

正股过去 100 周的历史波动率

隐含波动率

根据其他参数和权证的实际市场价格由 B-S 公式反推出来的标的股票波动率

波动率比值

隐含波动率 / 正股历史波动率

Delta 值

权证价格变动值 / 标的证券价格变动值

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归国海证券所有。