

长虹 CWB1 权证投资价值分析报告

投资价值分析

2009 年 12 月 7 日

投资要点:

1、长虹 CWB1 权证总份额 5.73 亿份，行权比例为 1: 1，行权价格为 5.23 元，剩余期限还有一年多，目前是价内权证。若未来权证持有人全部行权，将增加流通 A 股股本 5.73 亿股，行权后股本扩张 30.19%，每股收益将被稀释，有摊薄的风险。

2、家电行业景气度正在复苏，受益于一系列刺激家电消费的政策，如家电下乡、对高能效等级空调进行补贴、提高大部分家电产品出口退税、实施“以旧换新”补贴试点等，四川长虹基本面正在改善，有望 2010 年销售显著增长，盈利能力提升。鉴于四川长虹基本面好，长虹股票估值相对合理，在家电消费持续走高的大环境下，看好四川长虹，给予“推荐”评级。

3、长虹 CWB1 权证是一个价内权证，达到 26.195%。12 月 3 日长虹 CWB1 内在价值为 1.37 元，理论价格为 2.252 元，而市场收盘价格为 3.095 元，市场价格接近于其理论价值，估值比较合理。由于长虹 CWB1 权证溢价率比较低，剩余期限长，如果正股有可能在 5-8 元之间波动，则长虹 CWB1 权证在 2.53-4.5 元之间波动。从这个视野看，长虹 CWB1 权证具备一定的投资价值，有一定的上涨潜力。

4、由于四川长虹认购权证杠杆比例高，加之绝对价格不高，在四川长虹股票长期看好的背景下，其认购权证有非常高的投资吸引力，投资者可多加关注。结合未来正股的表现，投资者可波段操作权证。对于看好正股四川长虹未来走势的投资者，买长虹 CWB1 替换四川长虹应该是一个相对较好的选择。

长虹 CWB1 权证走势



长虹 CWB1 权证价值（12 月 3 日）

收盘价	理论价格	内在价值	时间价值
3.095	2.2516	1.37	1.725
溢价率%	杠杆倍数	价内外程度 %	隐含波动率 %
26.136	2.1325	26.195	84.09

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

长虹 CWB1 权证投资价值分析报告

一、四川长虹认股权证 CWB1 基本概况

表 1 长虹 CWB1 基本条款

发行人	四川长虹股份有限公司
认股权证简称	长虹 CWB1 (580027)
认股权证类型	百慕大式认股权证
存续期	2009 年 8 月 19 日至 2011 年 8 月 18 日
发行数量	5.73 亿份
行权比例	1:1, 即每 1 份认股权证可认购 1 股标的证券
行权价格	5.23 元, 即认股权证持有人按 5.23 元/股的价格认购标的证券
行权期	2011 年 8 月 12 日至 2011 年 8 月 18 日
价内外	价内

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

四川长虹认股权证存续期为 2009 年 8 月 19 日至 2011 年 8 月 18 日, 行权期为 2011 年 8 月 12 日至 2011 年 8 月 18 日, 初始行权比例为 1:1, 行权价为 5.23 元/股, 认股权证总份额共计 5.73 亿份。值得注意的是, 募集资金的 100000 万元用于 PDP 显示屏及模组项目, 50000 万元用于数字电视项目, 这有利于企业未来盈利能力的增强。不容忽视的是, 如果该权证全部行权后将增加流通 A 股股本 5.73 亿股, 现总股本为 18.98 亿股, 行权后股本扩张 30.19%, 稀释效应比较显著, 行权将对四川长虹的股本结构产生一定的影响, 投资者应该注意风险。

二、四川长虹行业基本面正在复苏---盈利有望提升

家电行业景气度正在复苏, 2009 年家电销售持续走高, 1-10 月, 家用电器和音像设备类零售额达到 2619 亿元, 同比增长 14.36%。10 月份单月零售额更是达到 350 亿元, 同比增长 39.90%。可见, 家电行业零售额增速的加快, 反映行业销售处于持续回暖之中。其中的原因在于在金融危机下政府出台了一系列刺激家电消费的政策, 如家电下乡、对高能效等级空调进行补贴、提高大部分家电产品出口退税、实施“以旧换新”补贴试点等, 所有这些政策刺激了家电消费的复苏, 政策效果显现。另一方面, 房地产销售的增长, 居民对房屋置业的需求, 将拉动家电行业持续增长。

在这一大背景下, 作为集数字电视、空调、冰箱、通讯、数码等产业一体的多元化跨国企业的四川长虹, 有望在四季度和 2010 年销售显著增长, 盈利能力提升。目前公司受益“家电下乡”, 品牌价值提升, 随着 LCD 电视随行业稳步增长, PDP 项目可能给公司带来较大变化。长虹核心业务逐步进入良性发展轨迹, 随着产能的不断释放和毛利水平的上升, 公司业绩有望在 2010 年迎来快速增长。鉴于四川长虹基本面好, 长虹股票估值相对合理, 在家电消费持续走高的大环境下, 我们看好四川长虹, 给予“推荐”评级。

三、长虹 CWB1 权证投资价值分析

四川长虹分离转债, 每张债券附赠 19.1 份权证, 总计 5.73 亿份, 行权比例为 1: 1 (每 1 份权证代表购买 1 份股票的权利)。认购权证执行价为 5.23 元/股, 而当前 (12 月 3 日) 正股收盘价为 6.60 元/股, 所以长虹 CWB1 认购权证是一个价内权证, 达到 26.195%。根据对四川长虹股份公司历史股价的数据测算,

其年历史波动率大致在 0.5% 左右，按照无风险利率 2.25%，如果四川长虹的正股在 4-8 元之间变动，根据 B-S 模型测算，四川长虹认股权证理论价值大约在 0.709--3.534 之间（见表 2）。权证的理论价格在实际市场中并不会真正反映，在投机资金横行、交易机制不健全的背景下，权证市场价格偏离理论价格也是很自然的。从目前交易的权证来看，大部分市场价格已经严重偏离理论价格，但四川长虹权证由于是价内权证，其实际市场价格远高于其理论价值。

表 2 四川长虹认购权证理论价格敏感性分析

波动率 \ 股价	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8	9	10
0.4	0.501	0.739	1.019	1.335	1.684	2.059	2.456	2.872	3.302	4.198	5.128
0.5	0.709	0.972	1.269	1.595	1.946	2.319	2.709	3.115	3.534	4.404	5.306
0.55	0.813	1.088	1.393	1.724	2.077	2.450	2.839	3.242	3.658	4.519	5.412
0.6	0.917	1.202	1.515	1.851	2.207	2.581	2.970	3.372	3.786	4.641	5.526
0.65	1.021	1.315	1.635	1.976	2.336	2.712	3.101	3.503	3.915	4.766	5.645
0.7	1.123	1.427	1.754	2.100	2.463	2.841	3.232	3.634	4.046	4.894	5.769

资料来源：东北证券研究所

表 3 近一个月长虹 CWB1 权证的价值演变

	市价	内在价值	时间价值	溢价率(%)	隐含波动率	杠杆比率
2009-11-3	2.935	0.230	2.705	49.54	112.98	1.86
2009-11-4	2.922	0.190	2.732	50.41	113.93	1.85
2009-11-5	2.920	0.170	2.750	50.93	114.66	1.85
2009-11-6	2.934	0.260	2.674	48.71	112.11	1.87
2009-11-9	2.930	0.220	2.710	49.72	113.66	1.86
2009-11-10	2.911	0.160	2.751	51.04	115.06	1.85
2009-11-11	2.892	0.160	2.732	50.69	114.25	1.86
2009-11-12	3.152	0.700	2.452	41.35	106.94	1.88
2009-11-13	3.375	1.290	2.085	31.98	96.67	1.93
2009-11-16	3.306	1.370	1.936	29.33	91.45	2.00
2009-11-17	3.310	1.440	1.870	28.04	89.44	2.02
2009-11-18	3.286	1.500	1.786	26.54	86.62	2.05
2009-11-19	3.296	1.440	1.856	27.83	89.02	2.02
2009-11-20	3.295	1.550	1.745	25.74	85.54	2.06
2009-11-23	3.309	1.550	1.759	25.94	86.32	2.05
2009-11-24	3.125	1.170	1.955	30.55	91.05	2.05
2009-11-25	3.163	1.290	1.873	28.73	88.83	2.06
2009-11-26	3.018	0.920	2.098	34.11	94.85	2.04
2009-11-27	2.982	0.850	2.132	35.07	95.70	2.04
2009-11-30	3.083	1.180	1.903	29.69	89.44	2.08

2009-12-1	3.091	1.290	1.801	27.62	86.32	2.11
2009-12-2	3.077	1.220	1.857	28.79	88.06	2.10
2009-12-3	3.095	1.370	1.725	26.14	84.09	2.13

资料来源：东北证券研究所和 WIND 统计

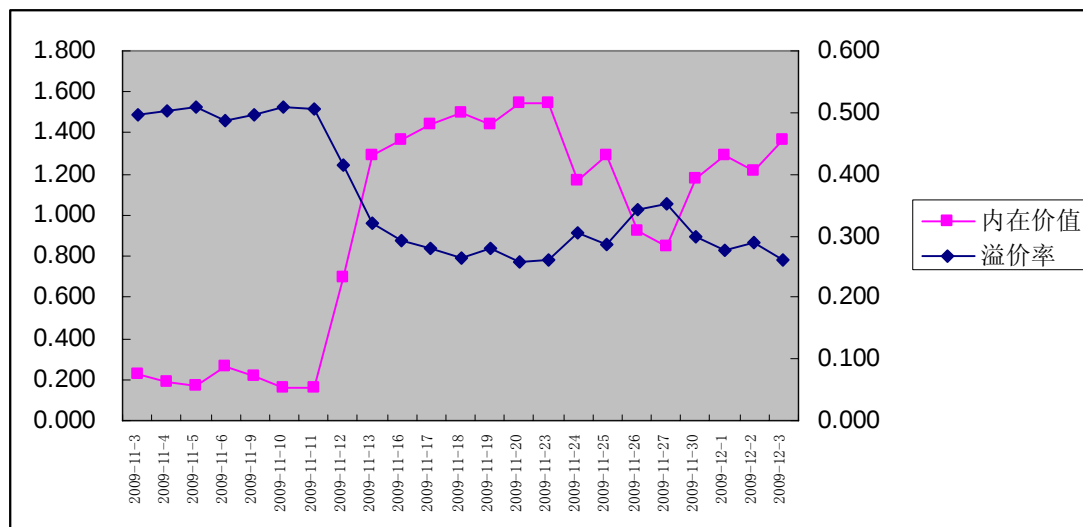


图 1 长虹 CWB1 权证的市场价格和溢价率走势

从表 3 和图 1 可以看出，长虹 CWB1 权证的市场价格走势和内在价值逐步比较接近，溢价率逐步下降，投资价值显现，值得关注。

在实际市场交易中，权证容易受到资金炒作，使市场价格与理论价值发生偏离。从表 2 和图 1 可以看出，长虹 CWB1 权证的市场价格与理论价格比率只有 1.375 倍（12 月 3 日），估值相对合理，由于长虹 CWB1 权证溢价率有下降趋势，而隐含波动率也是下降态势，因此我们很难用这两个指标进行估值模拟测算。因此我们测算的理论价格应该比较接近其市场价格。假设其市场价格是理论价格的 1.2 倍，我们可以模拟测算出长虹 CWB1 权证的市场价格。

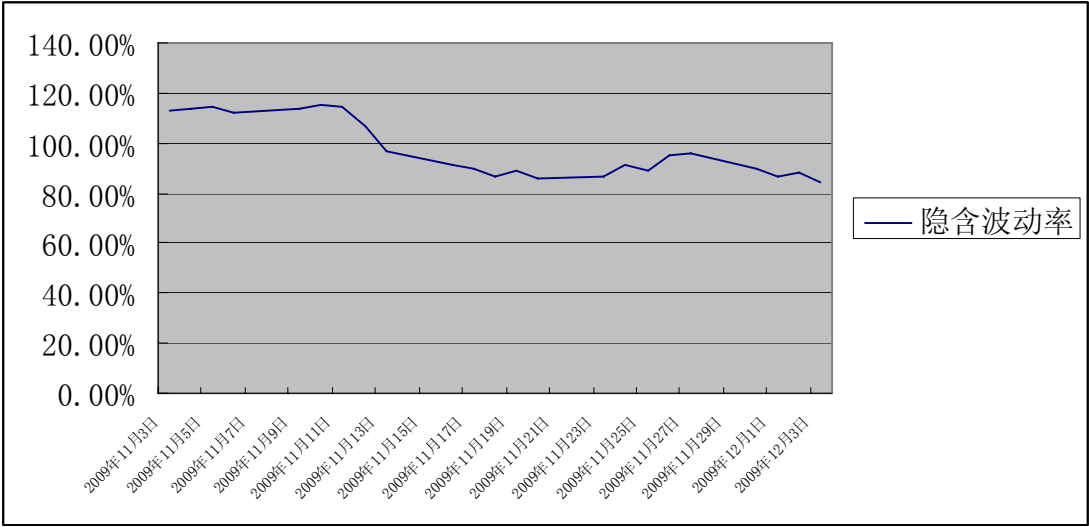


图 2 隐含波动率趋势图（近 1 个月）

表 4 四川长虹认购权证价格与隐含波动率敏感性分析

波动率\价格	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8	9	10
1.2	2.068	2.443	2.830	3.225	3.629	4.040	4.457	4.880	5.308	6.176	7.058
1.1	1.894	2.257	2.632	3.019	3.414	3.818	4.229	4.647	5.070	5.930	6.807
1	1.711	2.061	2.426	2.802	3.190	3.587	3.992	4.404	4.823	5.677	6.549
0.8	1.325	1.646	1.986	2.342	2.713	3.097	3.491	3.896	4.308	5.155	6.026
0.6	0.917	1.202	1.515	1.851	2.207	2.581	2.970	3.372	3.786	4.641	5.526
0.4	0.501	0.739	1.019	1.335	1.684	2.059	2.456	2.872	3.302	4.198	5.128
0.2	0.122	0.274	0.506	0.813	1.182	1.597	2.044	2.512	2.993	3.975	4.970

资料来源：相关数据计算

从隐含波动率看，我们估计其权证价格在 2.207-3.896 元之间。用溢价率的估值方法是一个较优的选择，但溢价率呈下降迹象，估计四川长虹权证在 5%-25%的溢价率之间波动，对应正股价格在 5.00-8.00 元之间时权证的价格在 2.27-4.145 元之间。

表 5 不同溢价率下的权证价格

股价\溢价率	0.05	0.15	0.2	0.25	0.3
5	0.02	0.52	0.77	1.02	1.27
5.5	0.545	1.095	1.37	1.645	1.92
6	1.07	1.67	1.97	2.27	2.57
6.5	1.595	2.245	2.57	2.895	3.22
7	2.12	2.82	3.17	3.52	3.87

7.5	2.645	3.395	3.77	4.145	4.52
8	3.17	3.97	4.37	4.77	5.17

资料来源：相关数据计算

表 6 长虹 CWB1 权证随正股价格变化的可能走势

四川长虹	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8	9	10
长虹权证	1.523	1.914	2.3352	2.7828	3.2508	3.738	4.2408	5.2848	6.3672

资料来源：相关数据计算

长虹 CWB1 是权证中目前唯一到期时间最长的权证，相对其他权证，具有相对投资价值。加之正股的可预期的上升空间，长虹 CWB1 权证流通规模适中，内在价值可能会得到一定的发现，具有一定的投资价值，可能会受到市场资金的关注。

四、长虹 CWB1 权证投资策略建议

影响权证价格波动的最主要因素是其规模、市场状况、溢价率等。四川长虹分离交易可转债所派发出来的权证上属于中等规模流通市值权证，有 5.73 亿份权证，鉴于正股具有相对价值，其股价仍有上涨空间，使得权证具有内在价值。12 月 3 日长虹 CWB1 内在价值为 1.37 元，理论价格为 2.2516 元，而市场收盘价格为 3.095 元，我们认为正股有可能在 5-8 元之间波动，则长虹 CWB1 权证有可能在 2.53-4.5 元之间波动。从这个视野看，长虹 CWB1 权证具备一定的投资价值，有一定的上涨潜力。结合未来正股的表现，投资者可波段操作权证，更为重要的是，长虹 CWB1 权证具备一定的杠杆财富效应，对于看好正股四川长虹未来走势的投资者，买长虹 CWB1 替换四川长虹应该是一个相对较好的选择，而长虹 CWB1 的剩余期限还有一年多，值得投资者关注。在家电行业销售看好的大背景下，四川长虹的潜力比较大，估计长虹 CWB1 权证的交易价格有望在 2.8-4.5 元区间波动，估计有 50% 左右的上涨潜力。

在反弹行情中四川长虹股价会有一定的上升空间，由于四川长虹权证是一个价内权证，溢价率比较低，价值低估，在正股看好的背景下，其认购权证有非常高的投资吸引力，建议投资者根据正股走势波段性持有长虹 CWB1 权证，定会有较好的收益。

由于四川长虹认购权证是一个价内权证，杠杆比例高，加之绝对价格不高，在四川长虹股票长期看好的背景下，其认购权证有非常高的投资吸引力，投资者可多加关注。对于二级市场投资者，如果权证溢价水平降低，建议投资者在 3.0 元以下介入，阶段性持有，波段操作，具有较大的投资价值。我们认为四川长虹认购权证的合理价值为 2.8-4 元之间，相对具有投资价值。

风险提示：当市场环境对四川长虹的经营状况等发生不利变化时，可能造成四川长虹 A 股股票价格波动，对认股权证的内在价值和价格产生不利影响，进而影响认股权证的价格，从而可能给认股权证投资者造成损失。如果四川长虹股票价格波动过大，出现股票价格低于行权价格的时候，认股权证的内在价值将为零，将给投资者带来很大的投资风险。另一方面，要注意摊薄稀释风险，四川长虹权证规模 5.73 亿份，若到期全部行权，将增加流通 A 股本 5.73 亿股，现总股本为 18.98 亿股，行权后股本扩张 30.19%，可见稀释效应比较显著，可能会摊薄未来每股收益，值得投资者关注。

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×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。