

震荡环境下权证机会若隐若显-----权证周报

权证周报

2010 年 1 月 18 日

投资要点:

1、上周沪深两市震荡上涨，上证指数周收盘于 3224.15，全周上证指数上涨 0.88%，振幅 4.42%，沪市成交金额有 8875.72 亿，比前周 7474.35 亿有所增加。两市处于震荡状态，风险不容忽视，估计近期 A 股市场维持震荡的可能性比较大。上周权证市场周成交金额 732.97 亿，比前周 532.24 亿有所增加，日平均成交金额 146.59 亿，比前周的 106.45 亿元有所减少，权证成交相对有所增加，到期权证比较活跃。

2、上周受 A 股市场震荡反弹的影响，权证市场 4 涨 3 跌，权证平均上涨了 1.204%，而权证正股平均上涨了 3.275%，权证上涨幅度小于正股，权证表现不及正股，中兴 ZXC1 由于正股的上涨而上涨了 20.36%，赣粤 CWB1、石化 CWB1 由于即将到期大幅度下跌，分别下跌了 -8.44%、-14.39%。到期权证相对比较活跃，受到风险偏好投资者的青睐，但普通投资者最好不要参与。

3、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，权证价值呈显结构性机会，上周权证溢价率平均值为 32.174%，相对于上周 35.54%有所减少。截止 1 月 15 日，江铜 CWB1 有 5.845 元内在价值，长虹 CWB1 有 1.89 元的内在价值，中兴 ZXC1 有 4.523 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。投资者可关注期限长、内在价值高的权证的投资机会如江铜 CWB1、长虹 CWB1 等。

4、即将到期的权证，风险比较大，要防止追高风险。石化 CWB1 权证最后交易日为 2010 年 2 月 24 日，截止 1 月 15 日，石化 CWB1 权证的市场交易价格为 0.958 元，价外，理论价格为 0.014 元，无内在价值，如果在 1 个多月内中国石化不能大幅度上涨，则石化 CWB1 权证价格会大幅度下跌，回归到 0，投资者要注意风险。赣粤 CWB1 权证最后一个交易日为 2010 年 2 月 5 日，只有三个星期。截止 1 月 15 日，赣粤 CWB1 权证交易价格为 4.414 元，价外，理论价格为 0.592 元，溢价率为 35.93%，价值高估，投资者应注意其风险，随着到期日的临近，时间价值损耗很快，赣粤 CWB1 走向价值回归在所难免，但估计未来 1 个多月，赣粤高速的股价涨在 10.04 元之上的可能性仍然存在，投资者可关注正股的走势来进行判断。

权证价值评价（1 月 15 日）

名称	最新	理论价格
中兴 ZXC1	7.691	5.644
赣粤 CWB1	4.414	0.592
石化 CWB1	0.958	0.014
国电 CWB1	2.643	0.801
宝钢 CWB1	1.42	0.231
江铜 CWB1	5.074	5.917
长虹 CWB1	3.142	2.717

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

震荡环境下权证机会若隐若显-----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 3224.15，全周上证指数上涨 0.88%，振幅 4.42%，沪市成交金额有 8875.72 亿，比前周 7474.35 亿有所增加。两市处于震荡上涨状态，多空双方争夺激烈，风险不容忽视。中国经济持续复苏，市场消费正在拉动，出口稳步增长，企业盈利能力有望得到提升。由于股指期货获批、融资融券试点即将实施，大盘股将会受到青睐，估计近期 A 股市场维持震荡上涨的可能性比较大，投资者可积极关注。权证价值相对前期有所上升，但投资者要控制权证投资的风险，避免损失，权证近期比较低迷，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（2010 年 1 月 11 日 - 2010 年 1 月 15 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(%)
2010-1-15	66.27	120.02	177.92	88.21
2010-1-14	77.23	172.47	181.04	102.79
2010-1-13	80.83	187.12	181.63	107.58
2010-1-12	74.57	138.47	184.81	99.26
2010-1-11	58.52	114.89	180.13	77.89
总计	357.43	732.97	905.53	475.73
平均	71.49	146.59	181.11	95.15

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

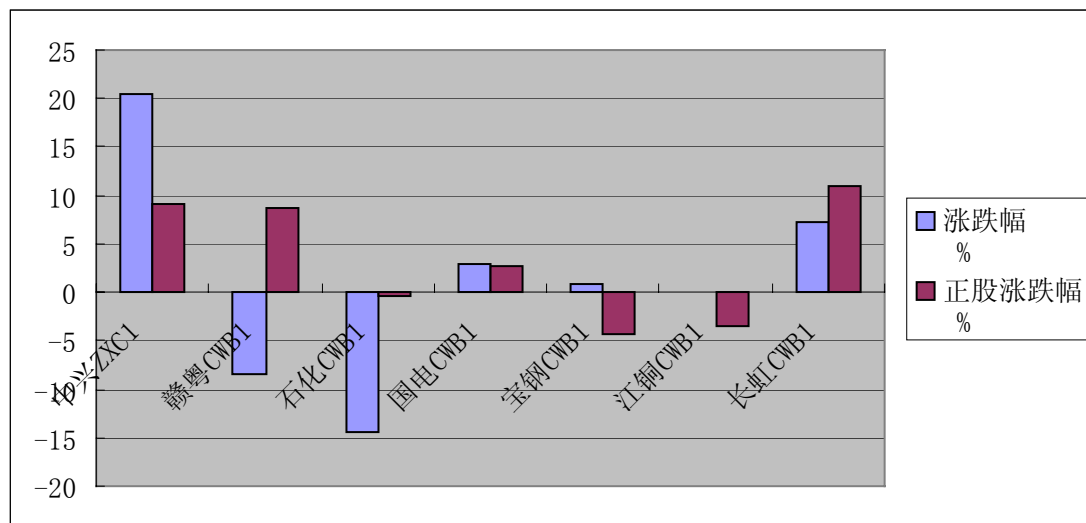
上周权证市场周成交金额 732.97 亿，比前周 532.24 亿有所增加，日平均成交金额 146.59 亿，比前周的 106.45 亿元有所减少，权证成交相对有所增加，尽管市场震荡，但权证表现相对可圈可点，到期权证比较活跃。权证平均上涨了 1.204%，而权证正股平均上涨了 3.275%，权证上涨幅度小于正股，权证表现不及正股。随着正股的震荡，总体来看权证的投资价值有所上升，在震荡环境下权证的高杠杆性凸现，投资者要谨慎对待权证市场。从权证换手率看，权证市场平均日换手率 95.15%，比上周 58.11%有所增加，总体来说权证市场成交相对于前周有所增加。在股票市场震荡的环境下，短线资金热衷于权证，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（2010 年 1 月 11 日 - 2010 年 1 月 15 日）

证券简称	收盘价 元	均价 元	成交量 万手	成交额 亿元	涨跌幅 %	换手率 %	正股涨 跌 幅 %
中兴 ZXC1	7.691	7.7649	1793.6792	139.2783	20.3599	2751.0417	9.0113
赣粤 CWB1	4.414	5.0796	1629.0981	82.7512	-8.4422	2888.5605	8.6852
石化 CWB1	0.958	1.062	24201.7002	257.0107	-14.3878	798.736	-0.3817
国电 CWB1	2.643	2.6669	1372.1342	36.5939	2.9206	320.9933	2.6648
宝钢 CWB1	1.42	1.4155	1990.2433	28.1713	0.7807	124.3902	-4.4053
江铜 CWB1	5.074	5.1236	2036.0931	104.3207	-0.0394	115.6083	-3.5563
长虹 CWB1	3.142	3.1196	2719.6688	84.8438	7.2355	474.6368	10.9034

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



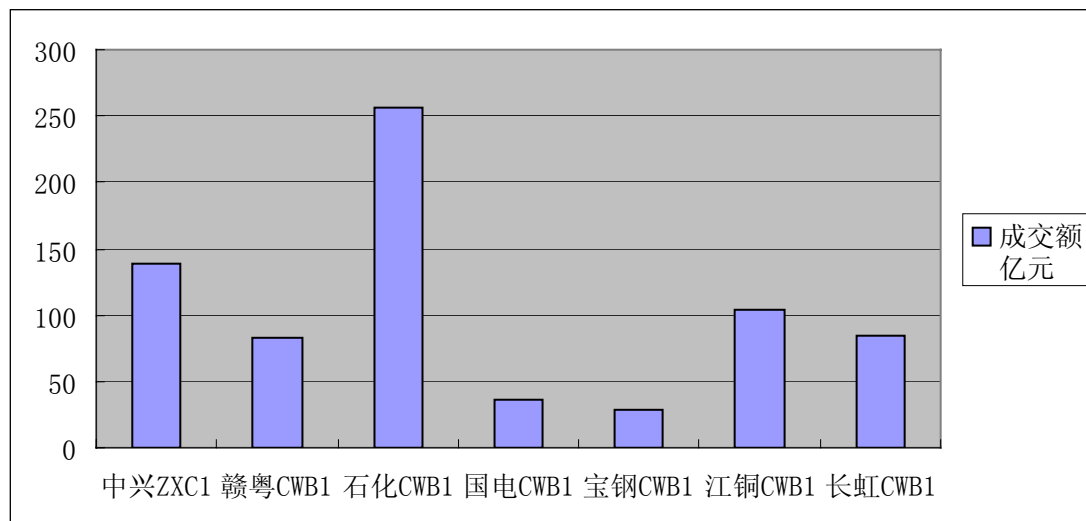
资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

上周受 A 股市场震荡反弹的影响，权证市场 4 涨 3 跌，权证平均上涨了 1.204%，而权证正股平均上涨了 3.275%，权证上涨幅度小于正股，权证表现不及正股，中兴 ZXC1 由于正股的上涨而上涨了 20.36%，赣粤 CWB1、石化 CWB1 由于即将到期大幅度下跌，分别下跌了 -8.44%、-14.39%。由于目前权证溢价率大幅度下降，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、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赣粤 CWB1、石化 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赣粤 CWB1、

中兴 ZXC1 等权证相对成交活跃，其中中兴 ZXC1 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 104.32 亿元，占整个成交金额的 14.23%，石化 CWB1 成交额也达到 257.01 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 12.67，比上周 11.227 有所增加。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 68.43，但江铜 CWB1 该比率小于 1，只有 0.858。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，目前江铜 CWB1 有 5.845 元内在价值，长虹 CWB1 有 1.89 元的内在价值，中兴 ZXC1 有 4.523 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 1 月 15 日理论价格为 5.917 元，但市场交易价格为 5.074 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。

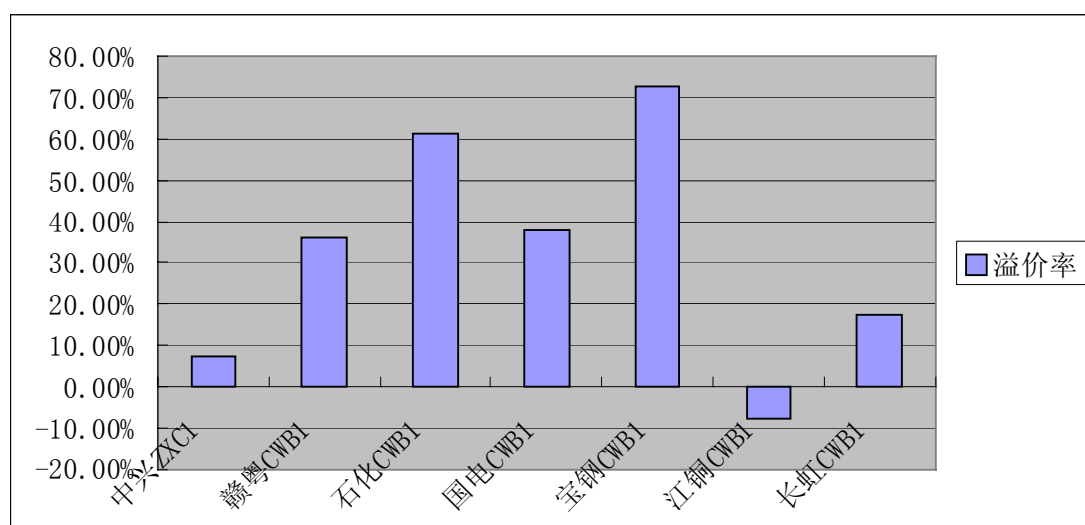
表 3 权证价值评价（2010 年 1 月 15 日）

名称	最新	理论价格	隐含波动率	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	7.691	5.644	0.9704	4.523	3.168	0.0726	11.572	1.363
赣粤 CWB1	4.414	0.592	2.1151	0	4.414	0.3593	-10.259	7.456

石化 CWB1	0.958	0.014	1.9082	0	0.958	0.6143	-31.854	68.43
国电 CWB1	2.643	0.801	1.6516	0	2.643	0.3816	-2.008	3.3
宝钢 CWB1	1.42	0.231	1.6435	0	1.420	0.7281	-28.618	6.147
江铜 CWB1	5.074	5.917	0	5.845	-0.771	-0.0795	151.818	0.858
长虹 CWB1	3.142	2.717	0.7234	1.89	1.252	0.1758	36.138	1.156

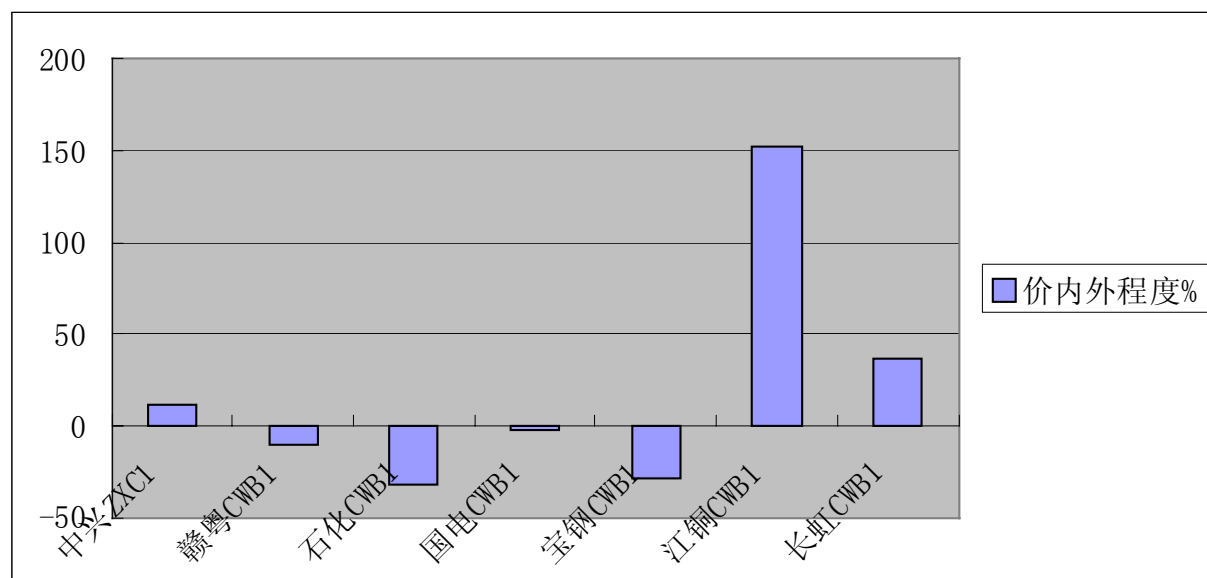
资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

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 32.174%，相对于上周 35.54% 有所减少，这是由于上周市场震荡上涨，权证上涨幅度相对比较小，权证表现不如正股。尽管权证市场存在结构性高估状态，但相对于前期相比，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 18.11%，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，中兴 ZXC1 权证由于正股的上涨而成为价内权证，价内外程度为 11.572%，目前江铜 CWB1、中兴 ZXC1、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。国电 CWB1、赣粤 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。

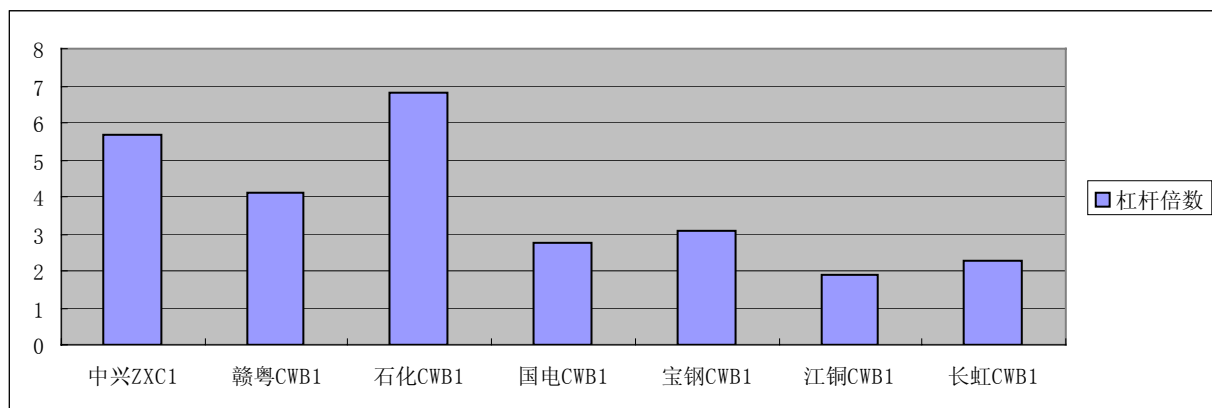
表 4 权证敏感性评价

名称	最新	理论价格	杠杆倍数	剩余天数	DELTA	GAMA	VEGA	THETA	RHO
中兴 ZXC1	7.691	5.644	5.67	37	0.786	0.038	4.332	-11.364	3.132
赣粤 CWB1	4.414	0.592	4.082	43	0.326	0.238	1.089	-2.327	0.306
石化 CWB1	0.958	0.014	6.811	47	0.031	0.028	0.322	-0.657	0.048
国电 CWB1	2.643	0.801	2.77	126	0.576	0.207	1.612	-1.136	1.121
宝钢 CWB1	1.42	0.231	3.056	169	0.274	0.101	1.917	-1.223	0.861
江铜 CWB1	5.074	5.917	1.911	267	0.965	0.003	2.409	-1.581	8.437
长虹 CWB1	3.142	2.717	2.266	580	0.856	0.058	1.777	-0.337	4.115

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 的平均值从前周的 0.499，逐步上升到上周的 0.545，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

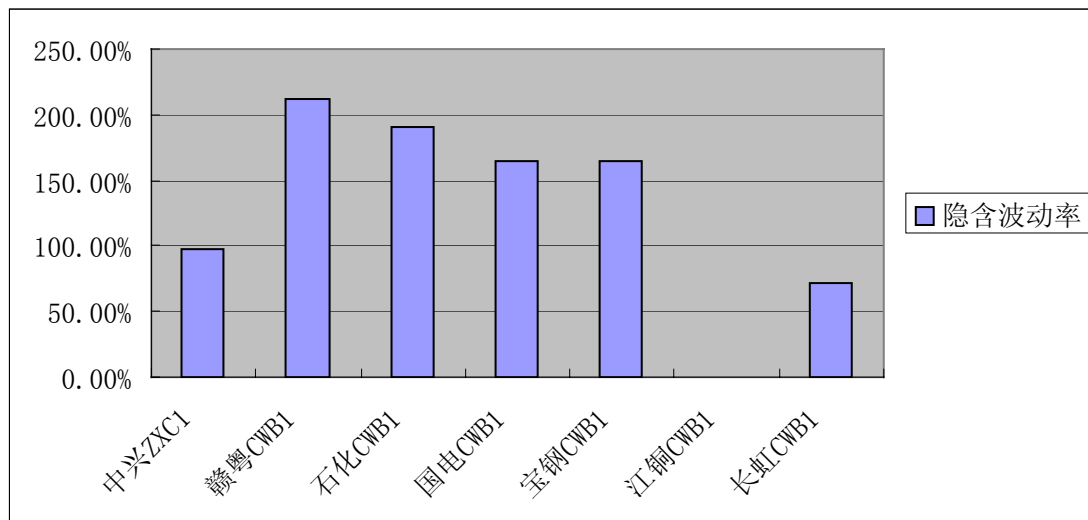


资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

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 3.795，比上周 3.675 有

所增加。目前认购权证中杠杆倍数最高的是中兴 ZXC1，为 5.67。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 128.75%，比前周的 135.46% 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 权证隐含波动率高达 211.51%，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，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，特别是近期股市大幅度震荡，导致部分价外权证又成为价内权证，再变成价外权证，使得权证市场投资价值显现，但风险不容忽视，我们认为，市场上涨的概率在加大，投资者可关注投资机会，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，权证上涨幅度远小于正股，估计短期内市场有可能在利好消息的刺激下振荡上涨，投资者可积极关注其中的投资机会。我们认为，市场上涨的概率比较大，对于权证，积极投资者可挖掘价值低估的权证，进行操作。目前权证溢价率相对以前大幅度下降，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，包括中兴 ZXC1、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 1 月 15 日理论价格为 5.917 元，溢价率为 -7.71%，但市场交易价格为 5.074 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，如长虹 CWB1、江铜 CWB1 等。

风险提示：深度价外权证或即将到期的权证，包括赣粤 CWB1、石化 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。

石化CWB1权证的存续期为2008年3月4日至2010年3月3日，行权期为2010年2月25日至3月3日期间的5个交易日，最后交易日为2010年2月24日。在行权期间，投资者每持有2份“石化CWB1”认股权证，有权在行权期内以19.15元/股的价格认购1股公司A股股票。截止1月15日，石化CWB1权证的市场交易价格为0.958元，价外，理论价格为0.014元，无内在价值，如果在1个月内中国石化不能大幅度上涨，则石化CWB1权证价格会大幅度下跌，回归到0，投资者要注意风险。

赣粤CWB1权证的存续期为2008年2月28日至2010年2月27日，第二次行权期为2010年2月8日至12日，及2010年2月22日至26日共十个交易日；最后一个交易日为2010年2月5日，只有三个星期。行权期间，投资者每持有一份“赣粤CWB1”认股权证，有权在行权期内内认购两股公司股票，认购价格为10.04元/股，成功行权获得的股份可以在次一交易日上市交易。在行权期内，当赣粤高速的股价高于10.04元时，赣粤CWB1具有行权价值，投资者应该行权。赣粤高速1月15日收盘价为9.01元，在行权价10.04元之下。但估计未来1个多月，赣粤高速的股价需涨在10.04元之上的可能性仍然存在。截止1月15日，赣粤CWB1权证交易价格为4.414元，价外，理论价格为0.592元，溢价率为35.93%，价值高估，投资者应注意其风险，随着到期日的临近，时间价值损耗很快，赣粤CWB1走向价值回归在所难免。

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
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
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 = (标的价格 - 行权价) × 行权比例

认沽权证内在价值 = (行权价 - 标的价格) × 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。