

三月权证市场投资策略——结构性交易机会

月度策略研究报告

发布时间：2010 年 3 月 3 日

投资要点：

1、二月份 A 股市场震荡上涨，上证综指收于 3051.94，上涨 2.10%，但权证市场表现并不如意，正股上涨而权证下跌，到期权证交易比较活跃。根据统计，2010 年 2 月份权证市场总成交金额为 1,610.94 亿元，日均成交金额为 100.68 亿元相对于 1 月份减少，这可能是春节假期和到期权证陆续退市的缘故。到期权证活跃使得 2 月份权证市场的日均换手率高达 232.90%。值得注意的是，目前只有四个权证在交易，权证市场的大幅萎缩，需要管理层多加关注，对市场加以呵护。

2、二月份正股震荡上涨，但权证表现相对比较低迷，几乎所有权证没有跑赢正股。权证平均下跌-2.617%，而其正股平均上涨 5.032%，其中，宝钢 CWB1 下跌最少，达到了-0.627%，江铜 CWB 下跌了-2.909%，长虹 CWB1 由于正股上涨而上涨了 3.711%，赣粤 CWB1 和石化 CWB1 由于到期而大幅度下跌了-95.13%、-99.82%。估计 3 月份市场震荡幅度比较大，权证市场弱势难以改变，投资者要注意到期权证风险，但结构性机会依然存在。

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，权证市场估值水平结构性高估，溢价率下降，行权可能性增大，但部分价外权证毫无内在价值。估计 3 月份权证投资收益与风险相对比较匹配，风险偏好投资者可适度把握结构性机会，可关注价内权证江铜 CWB1、长虹 CWB1 的投资机会，波段操作。

4、三月份市场震荡的概率比较大，投资者要谨慎对待风险，对于深度价外权证或即将到期的权证，包括国电 CWB1、宝钢 CWB1 等，已蕴含了很大的风险，估值比较高，建议投资者回避，防止追高风险，尽量不要涉及。

权证价值评价

权证名称	价值评估	操作建议
国电 CWB1	合理	谨慎
宝钢 CWB1	高估	谨慎
江铜 CWB1	低估	关注
长虹 CWB1	合理	关注

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550207100077

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

三月权证市场投资策略—结构性交易机会

一、二月份权证市场走势回顾

1、正股上涨，但权证市场表现不佳，到期权证成交相对活跃

截止 2010 年 2 月 26 日，上证综指收于 3051.94，相对于 2010 年 1 月末相比，上涨 2.10%。2 月份 A 股市场震荡上涨，但权证市场表现并不如意，正股上涨而权证下跌，特别是到期权证交易比较活跃。根据统计，2010 年 2 月份权证市场总成交量为 2,792.93 亿份，日均成交量为 174.56 亿份，相对于 2010 年 1 月份权证市场总成交量为 1,730.52 亿份，日均成交量为 86.53 亿份大幅度增加；2 月份权证市场总成交金额为 1,610.94 亿元，日均成交金额为 100.68 亿元相对于 2010 年 1 月份权证市场总成交金额为 2,848.87 亿元，日均成交金额为 142.44 亿元大幅度减少，这主要是春节假期和到期权证陆续退市的缘故；2 月份权证市场的日均换手率为 232.90%，也比前月 114.77%大幅度增加，可以说权证成交相对活跃。之所以权证成交量增加而成交额减少，可能是由于到期权证交易活跃，吸引了大量的短线资金，而到期权证价格却是在下跌的，这也反映了权证市场受到投机资金的青睐。总体而言，权证成交比较活跃，换手增加，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，有短线资金关注到期权证。但另一方面，随着正股的上涨，部分认购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，目前只有四个权证在交易，权证市场的幅度萎缩，需要管理层多加关注，对市场加以呵护。

表 1 2 月权证交易统计

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(%)
2010-2-26	8.00	22.31	123.94	10.74
2010-2-25	11.27	32.82	125.59	15.13
2010-2-24	174.84	35.76	125.96	234.74
2010-2-23	275.73	38.35	124.98	370.20
2010-2-22	211.76	51.24	128.20	284.32
2010-2-12	288.59	72.69	129.11	385.30
2010-2-11	226.62	80.31	128.33	301.62
2010-2-10	248.31	96.43	130.84	330.49
2010-2-9	172.98	97.72	133.14	230.23
2010-2-8	143.70	101.79	135.30	191.26
2010-2-5	203.21	146.45	138.33	270.46
2010-2-4	176.94	159.15	144.31	235.51
2010-2-3	175.66	172.04	147.05	233.80
2010-2-2	150.88	174.35	142.95	200.82
2010-2-1	127.16	131.68	142.19	169.25
2010-1-29	197.28	197.87	147.18	262.58
总计	2,792.93	1,610.94	/	/

平均	174.56	100.68	134.21	232.90
----	--------	--------	--------	--------

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

从单个权证来看，到期石化 CWB1 交易量和换手相当活跃，其交易额达到 613.2046 亿，占整个交易额的 46.96%，换手率达到 7518.2278%。另一个到期权证赣粤 CWB1 由于受到投机资金的青睐，交易额也达到 50.64 亿元，换手率达到 6953.4057%。

表 2 2 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 %
赣粤 CWB1	0.104	1.2913	3921.6004	50.6411	-95.1288	6953.4057	-0.4745
石化 CWB1	0.001	0.2692	227802.3009	613.2046	-99.8172	7518.2278	-1.1384
国电 CWB1	2.242	2.3247	2502.7294	58.1811	-10.6417	585.4817	4.3415
宝钢 CWB1	1.268	1.2844	8387.9028	107.733	-0.627	524.2439	6.0686
江铜 CWB1	4.272	4.3449	7087.7446	307.9553	-2.9091	402.4384	2.7867
长虹 CWB1	3.27	3.2839	5115.3511	167.9829	3.7108	892.7314	6.9322

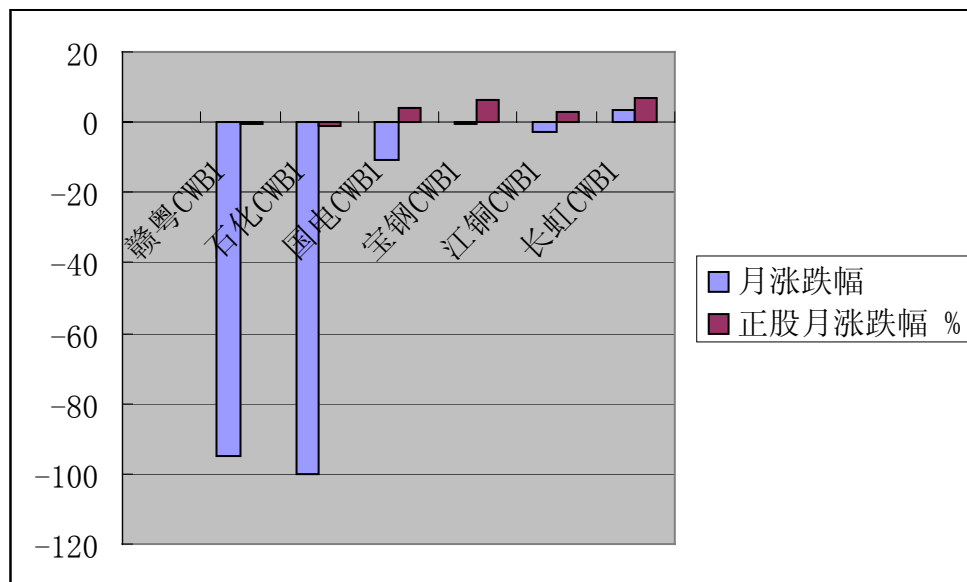
资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

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 2010 年 2 月 26 日权证市场市值为 123.94 亿元，平均每个权证大致在 20.65 亿元左右。

2、正股上涨而权证下跌，权证表现远不及正股

2 月份正股震荡上涨，但权证表现相对比较低迷，几乎所有权证没有跑赢正股。权证平均下跌 -2.617%，而其正股平均上涨 5.032%，其中，宝钢 CWB1 下跌最少，达到了 -0.627%，江铜 CWB 下跌了 -2.909%，长虹 CWB1 由于正股上涨而上涨了 3.711%，赣粤 CWB1 由于即将到期而下跌了 -95.1288%，石化 CWB1 由于即将到期而下跌了 -99.8172%。由于正股的上涨，权证溢价率有所下降。3 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，特别是到期权证风险比较大，但结构性机会仍然存在。

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、结构性内在价值显现

根据我们统计市场价格与理论价值的比率，截止 2 月 26 日，认购权证市场价格/理论价值平均值为 4.715，相对大幅度减少。这里值得注意的是宝钢 CWB1 市场价格远大于理论价值，宝钢 CWB1 该比率高达 12.81，但江铜 CWB1 该比率小于 1，只有 0.860。可以说价外权证都无内在价值，依赖的是时间价值。从内在价值看，目前江铜 CWB1 有 4.91 元内在价值，长虹 CWB1 有 2.02 元的内在价值，其余权证内在价值为 0，值得投资者关注。其中江铜 CWB1 权证 2 月 26 日理论价格为 4.966 元，但市场交易价格为 4.272 元，出现倒挂现象，值得投资者关注。如果正股上涨，轻微价外权证可能变为价内，投资价值显现。3 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，把握结构性投资机会。

表 3 权证价值评价（2010 年 2 月 26 日）

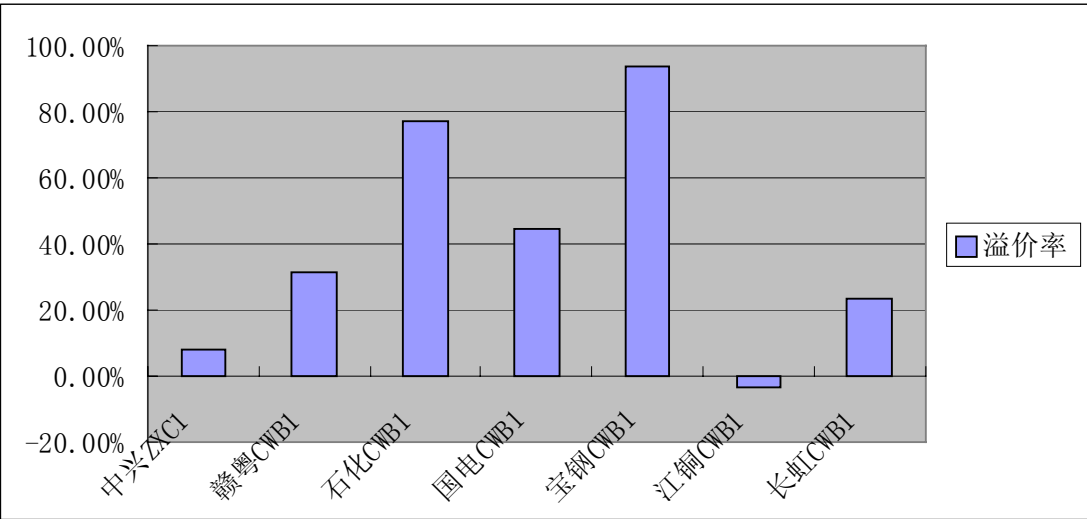
名称	最新	理论价格	隐含波动率	内在价值	时间价值	溢价率	价内外程度	市价/理论价格	DELTA
石化 CWB1	0.001	0	1.4672	0	0.001	0.6964	-41.044		0
国电 CWB1	2.242	0.558	1.7628	0	2.242	0.347	-3.481	4.01792	0.531
宝钢 CWB1	1.268	0.099	1.9361	0	1.268	0.8279	-33.882	12.8081	0.163
江铜 CWB1	4.272	4.966	0	4.91	-0.638	-0.0728	127.532	0.86025	0.964
长虹 CWB1	3.27	2.791	0.7643	2.02	1.250	0.1724	38.623	1.17162	0.866

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

2、溢价率---相对比较合理，价值显现

从市场溢价率来看，权证溢价率平均值为 31.86%，相对于前月 39.42%有所减少，这是由于上月市场震荡上涨，权证不涨而下跌，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，部分具有一定的投资价值，在市场大幅度震荡下，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，关注江铜 CWB1。

图 2 权证溢价率比较



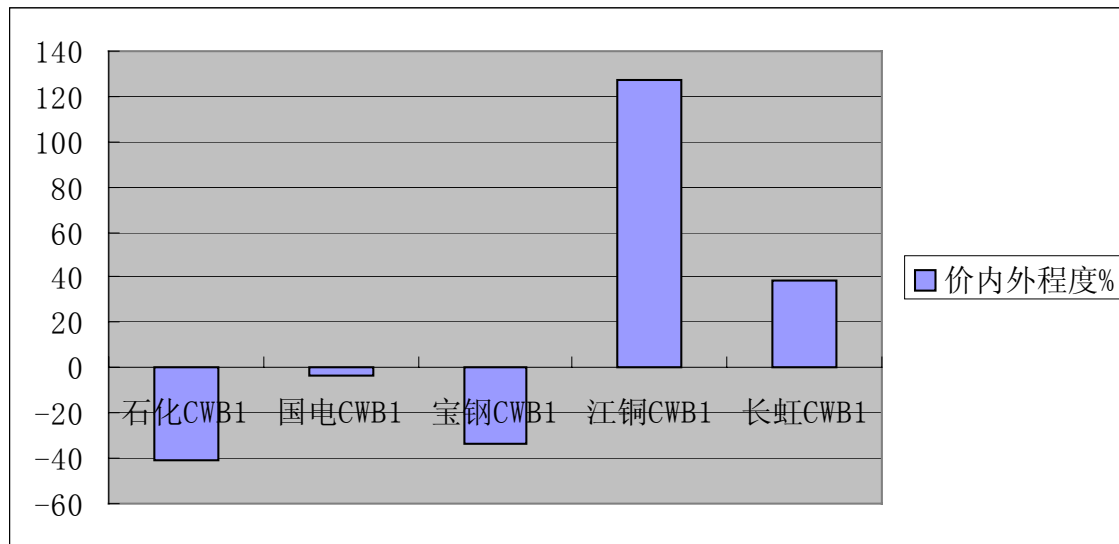
资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

3、价内外程度—价内程度增加

从价内外程度看，价内外程度比率为 32.198%，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，由于上月正股震荡上涨，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。目前江铜 CWB1、长虹 CWB1 是价内权证，其余权证是价外权证，

而宝钢 CWB1 是相对深度价外权证，投资者要注意风险。国电 CWB1 等是相对轻度价外权证，如果正股上涨，该权证有可能成为价内权证。

图 3 权证价内外程度比较

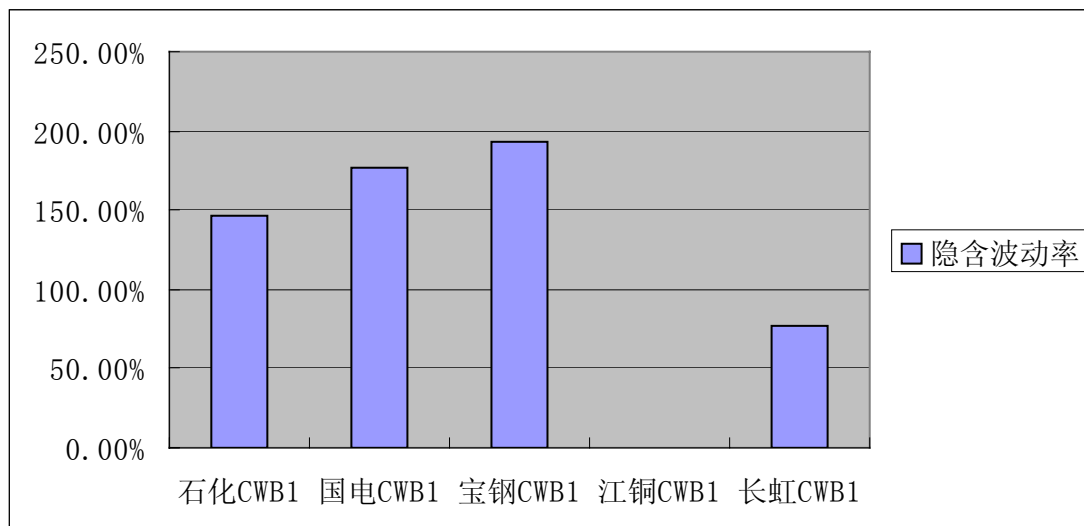


资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

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 118.6%，比前期有所减少，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，如宝钢 CWB1 权证隐含波动率高达 193.61%，可见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。

图 4 权证隐含波动率比较

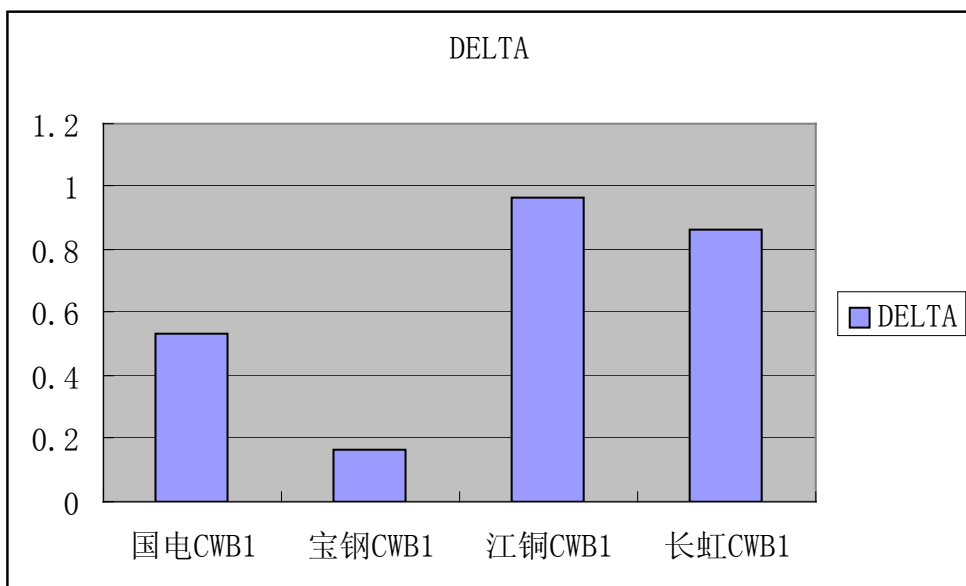


资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

5、权证行权的可能性（Delta）--增加

从图 5 可以看出，权证市场 Delta 值的平均值为 0.631，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，投资者可积极关注。

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，相对于前月，权证市场估值水平结构性比较高，溢价率相对下降，行权可能性增加。但 3 月份我们认为积极的权证投资策略可能收益大于风险，投资者可关注。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，以把握时点。

三、三月份权证市场投资建议与策略

估计 3 月 A 股市场处于震荡状态，权证市场也可能是震荡，但交易性机会可能会出现，风险偏好投资者可积极关注，同时控制风险。目前 4 只权证中，一类是具有内在价值的价内权证，包括长虹 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 2 月 26 日理论价格为 4.966 元，溢价率为-7.28%，但市场交易价格为 4.272 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，目前只有国电 CWB1，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，主要指宝钢 CWB1，风险比较大，到期前成为价内的可能性比较小，已蕴含了很大的风险，投资收益与风险不匹配，普通投资者尽量不要操作。

3 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、长虹 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：深度价外权证或即将到期的权证，包括国电 CWB1、宝钢 CWB1 等，已蕴含了很大的风险，估值比较高，建议投资者回避，防止追高风险，这些权证基本上无投资价值，尽量不要涉及。

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
国电 CWB1	合理	谨慎
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）= $\text{标的价格} / (\text{权证价格} / \text{行权比例})$ ，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。