

六月份权证市场投资策略—把握主题题材权证机会

2009 年 6 月 3 日

要点:

1、五月份股票市场震荡上涨，但权证市场交易相对不大活跃，交易金额和交易量相对有所下滑，根据统计，2009 年 5 月份权证市场总成交量为 945.901 亿份，日均成交量为 52.55 亿份，相对于 4 月份大幅度下滑；五月份权证市场总成交金额为 2683.9348 亿元，日均成交金额为 149.11 亿元相对于四月份也是大幅下滑；五月份权证市场的日均换手率为 65.32%，也比四月份 94.84%下降比较多。总体而言，权证成交清淡，换手下降，气氛相对不大活跃，这一方面可能是由于假日交易时间缩短，另一方面是投资者对权证持谨慎态度，导致交易不大活跃。

2、五月份正股震荡上涨，但权证表现不及正股，正股上涨，而大部分权证下跌。不考虑已经到期退市的康美 CWB1，权证平均下跌 -1.707%，而其正股平均上涨 5.874%，其中，江铜 CWB1、石化 CWB1 涨幅居前，分别达到 5.218%，2.597%；中兴 ZXC1、上汽 CWB1 下跌比较多，分别为 -4.798%、-4.197%。中信国安、上海汽车，江西铜业涨幅分别高达 21.93%，19.09%，17.66%，但权证表现并不好，国安 GAC1、上汽 CWB1 都是下跌的。

3、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，大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，权证整体估值偏高，溢价率平均值 5 月末为 92.48%，相对于前月权证市场估值水平向合理估值接近，市场风险释放。特别是其中江铜 CWB1 权证 5 月 27 日理论价格为 3.921 元，但市场交易价格为 2.702 元，溢价率为 -7.93%，出现倒挂现象，值得投资者关注。

4、六月份股票市场可能处于高位震荡态势，不排除六月份市场存在冲高回落的可能，投资者要谨慎。风险偏好者把握价内权证的结构性价交易机会，特别是具有资源类和通货膨胀预期的股票的权证，如江铜 CWB1、葛洲 CWB1、国安 GAC1 等权证的投资机会。普通投资者不要参与价外权证。估计 6 月份权重蓝筹股上涨动力依然存在，积极投资者可关注石化、宝钢等权证的交易性机会，但要警惕其随时回落的风险。从中长期投资价值看，我们看好江铜 CWB1 权证，重点推荐，目前为仅有的一个负溢价率、到期时间最长的价内权证，具备长期投资价值，特别是正股江西铜业受到铜期货价格的影响，积极投资者可结合正股的走势波段投资，把握其中的投资机会。

上月末权证价值评价

名称	最新	理论价格
国安 GAC1	6.275	1.696
中兴 ZXC1	10.139	1.372
阿胶 EJC1	12.36	11.633
深高 CWB1	3.554	0.006
上汽 CWB1	4.109	0.662
赣粤 CWB1	4.765	0.103
中远 CWB1	6.601	0.069
石化 CWB1	1.699	0.18
青啤 CWB1	4.556	0.991
国电 CWB1	2.855	0.958
宝钢 CWB1	1.495	0.179
葛洲 CWB1	3.011	1.643
江铜 CWB1	2.702	3.921

分析师: 赵 旭

TEL: (8621)6336 7000-267

FAX: (8621)6337 3209

地 址: 上海市延安东路 45 号

20F (邮编 200002)

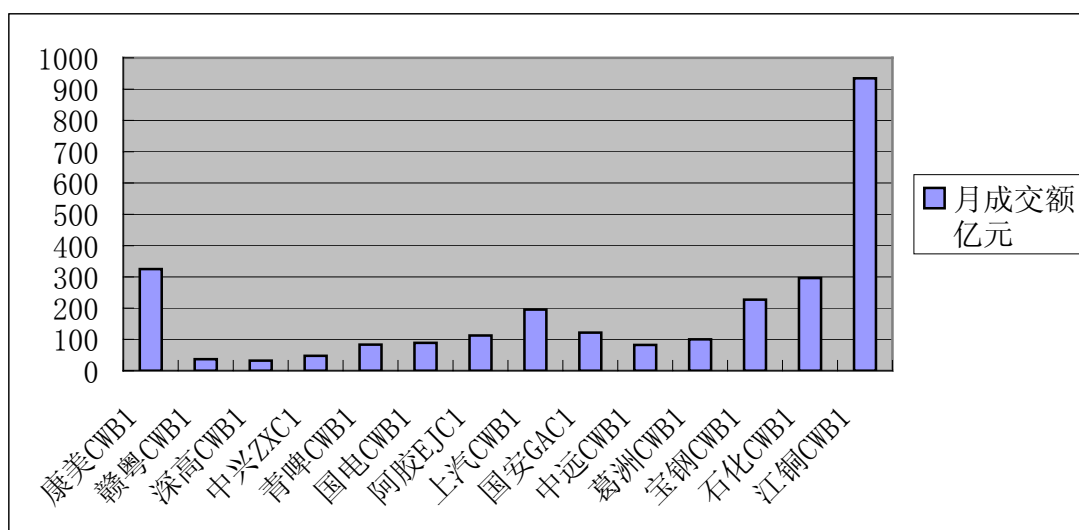
六月份权证市场投资策略—把握主题题材权证机会

一、五月份权证市场走势回顾

1、权证市场交易清淡，成交有所下降

截止 2009 年 5 月 27 日，上证综指收于 2632.93 点，相对于 2009 年 5 月末相比，涨 6.27%。五月份股票市场震荡上涨，逐步走高，但权证市场交易相对不大活跃，交易金额和交易量相对比较平稳，根据统计，2009 年 5 月份权证市场总成交量为 945.901 亿份，日均成交量为 52.55 亿份，相对于 4 月份权证市场总成交量为 1709.8493 亿份，日均成交量为 81.42 亿份大幅度下滑；五月份权证市场总成交金额为 2683.9348 亿元，日均成交金额为 149.11 亿元相对于四月份权证市场总成交金额为 3942.3804 亿元，日均成交金额为 187.73 亿元也是大幅下滑；五月份权证市场的日均换手率为 65.32%，也比四月份 94.84% 下降比较多。总体而言，权证成交清淡，换手下降，气氛相对不大活跃，这一方面可能是由于假日交易时间缩短，另一方面是投资者对权证持谨慎态度，导致交易不大活跃。

图 1 权证市场成交金额比较



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 和已经退市的康美 CWB1 交易量和换手相当活跃，二者五月份换手率分别达到 2003.5061%、5103.84%。其中康美 CWB1 由于即将到期交易活跃，受到投机资金的青睐，换手率比较高也就不难理解了，而中远 CWB1 由于正股的活跃使得其权证换手积极。

表 1 六月份权证市场交易情况统计

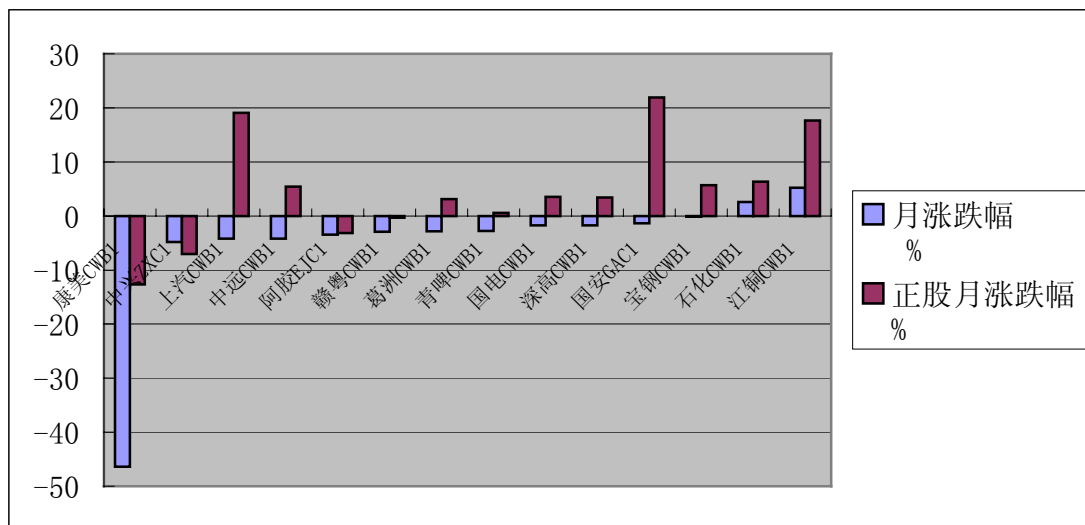
证券简称	月收盘价 元	月成交量 万手	月成交额 亿元	月涨跌幅 %	月换手率 %	正股月涨跌幅 %
康美 CWB1	2.671	8497.9006	325.1178	-46.3762	5103.8442	-12.6506
赣粤 CWB1	4.765	749.1695	36.9578	-2.9136	1328.3555	-0.2982
深高 CWB1	3.554	881.459	32.099	-1.7146	816.1657	3.4221
中兴 ZXC1	10.139	453.9983	47.6843	-4.7981	696.3164	-7.0157
青啤 CWB1	4.556	1742.7654	83.4406	-2.7535	1659.7766	0.5802
国电 CWB1	2.855	3011.9608	88.705	-1.7212	704.6099	3.537
阿胶 EJC1	12.36	868.7084	112.7221	-3.4375	863.426	-3.1501
上汽 CWB1	4.109	4529.3734	195.1843	-4.1968	1997.0782	19.0865
国安 GAC1	6.275	1899.5209	121.5569	-1.3365	1984.6629	21.9277
中远 CWB1	6.601	1198.933	82.1794	-4.1945	2330.2877	5.4217
葛洲 CWB1	3.011	3244.3149	100.4238	-2.8083	1075.5942	3.1221
宝钢 CWB1	1.495	14603.6562	226.9509	-0.1336	912.7285	5.7093
石化 CWB1	1.699	17622.6115	296.2849	2.5966	581.6043	6.3525
江铜 CWB1	2.702	35285.7497	934.6278	5.2181	2003.5061	17.6641

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

2、权证表现明显不及正股

五月份正股震荡上涨，但权证表现并不如意，大部分权证没有跑赢正股，甚至下跌。不考虑已经到期退市的康美 CWB1，权证平均下跌-1.707%，而其正股平均上涨 5.874%，其中，江铜 CWB1、石化 CWB1 涨幅居前，分别达到 5.218%，2.597%。康美 CWB1 由于到期而大幅度下跌了-46.376%，中兴 ZXC1、上汽 CWB1 下跌比较多，分别为-4.798%、-4.197%。目前大部分权证都处于深度价外，溢价率比较高，在时间价值的支撑下，正股上涨，权证上涨落后于正股，使得溢价率下降。可见，在五月份，大部分权证都是下跌的，而其正股表现远好于权证，其中中信国安、上海汽车，江西铜业涨幅分别高达 21.93%，19.09%，17.66%，但权证表现并不好，中远 CWB1、上汽 CWB1 都是下跌的。江铜 CWB1、国安 GAC1、上汽 CWB1 等权证上涨明显不及正股。

图 2 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

3、康美 CWB1 权证具有行权价值

康美CWB1权证最后以2.671元的价格收盘，当日下跌-10.37%，具有行权价值，持有的投资者就要行权。但在康美CWB1认股权证2009年5月19日至25日期间的5个交易日为“康美CWB1”认股权证的行权期间，由于正股康美药业近几个交易日大跌，使得权证的溢价率高达10%，但即使如此，投资者也要行权，否则损失很大。截至2009年5月25日，共计165570052份康美药业股份有限公司认股权证康美cwb1成功行权，剩余未行权的929948份“康美CWB1”认股权证将予以注销。

二、权证市场价值评价

权证价值的评价要从内在价值、溢价率、隐含波动率、价内外程度、期限等多层面进行分析。

表 2 权证价值评价（2009 年 5 月 27 日）

名称	最新	理论价格	隐含波动率	行权价格	内在价值	时间价值	溢价率	价内外程度	市价/理论价格
国安 GAC1	6.275	1.696	2.1242	17.692	0	6.275	0.5775	-14.199	3.7
中兴 ZXC1	10.139	1.372	1.6233	55.582	0	10.139	0.9708	-36.094	7.39
阿胶 EJC1	12.36	11.633	3.2506	5.434	11.476	0.884	0.0523	211.189	1.062
深高 CWB1	3.554	0.006	3.7029	13.48	0	3.554	2.1312	-59.644	592.3

上汽 CWB1	4.109	0.662	1.5035	26.97	0	4.109	1.1287	-45.866	6.207
赣粤 CWB1	4.765	0.103	2.0191	20.53	0	4.765	1.5219	-51.145	46.26
中远 CWB1	6.601	0.069	4.3328	19.62	0	6.601	1.491	-46.483	95.67
石化 CWB1	1.699	0.18	1.4817	19.43	0	1.699	1.1992	-46.577	9.439
青啤 CWB1	4.556	0.991	1.7484	28.06	0	4.556	0.5316	-13.507	4.597
国电 CWB1	2.855	0.958	1.3165	7.5	0	2.855	0.6079	-14.133	2.98
宝钢 CWB1	1.495	0.179	1.7069	12.5	0	1.495	1.5352	-51.12	8.352
葛洲 CWB1	3.011	1.643	1.671	9.19	1.02	1.991	0.3546	22.198	1.833
江铜 CWB1	2.702	3.921	0	15.44	3.268	-0.566	-0.0793	84.65	0.689

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

1、权证内在价值

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 5 月末为 60.04，相对于四月末的 32 有所上升，这是由于正股上涨但权证上涨比较小甚至下跌的缘故。这里值得注意的是国安 GAC1、上汽 CWB1、中兴 ZXC1 以及深高 CWB1、赣粤 CWB1、中远 CWB1 和石化 CWB1 市场价格远大于理论价值，深高 CWB1 该比率高达 592.3，市场价格为 3.554 元，而其理论价格只有 0.006，可以说已毫无内在价值，但江铜 CWB1 该比率小于 1，只有 0.689。可以说大部分权证都无内在价值，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，目前市场上大多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，目前阿胶 EJC1 有 11.476 元内在价值、葛洲 CWB1 有 1.02 元内在价值、江铜 CWB1 有 3.268 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 5 月 27 日理论价格为 3.921 元，但市场交易价格为 2.702 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。从权证市场价格与其理论价值比较来看，阿胶 EJC1、江铜 CWB1、葛洲 CWB1、国电 CWB1 的估值相对较低，具有相对投资价值，投资者可关注，特别是江铜 CWB1。

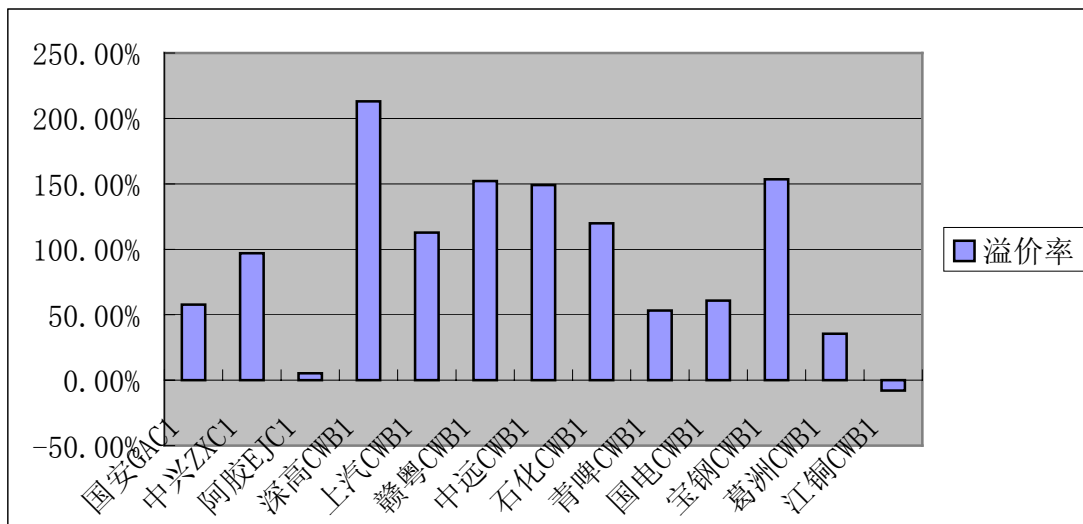
2、从市场溢价率来看

从市场溢价率来看，包括国安 GAC1 和深高 CWB1、石化 CWB1、中远 CWB1 等认购权证，其权证溢价率平均值 5 月末为 92.48%，相对于上月的 93.03% 有所减少，这是由于本月市场震荡上涨，权证正股上涨，但权证上涨相对比较少，导致权证溢价率有所减小。其中深高 CWB1 的溢价率最高，达 213.12%。可见，权证市场目前整体依然处于高估值状态，风险比较大，已显出泡沫化特征，如果市场震荡调整，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权证。

权证溢价率反映的是权证价格偏离标的证券价格的程度，正股价格和权证价格影响溢价率高低，假如权证价格不变，正股价格下跌将导致认购权证溢价率提升。值得注意的是，溢价率的高低同权证到期时间的长短有关系，临近到期的权证溢价率会逐渐收敛到零甚至负溢价。估计六月份市场可能大幅度震荡，则权证溢价率可能会逐步下降，得到某种程度的修正。实际上，低溢价率权证与正股走势高度相关，而高溢价率权证则主要受市场人气推动。

权证是有期限的，若溢价率过高，正股在期限内不可能大幅度上涨，权证只有以下跌的形式完成价值回归。

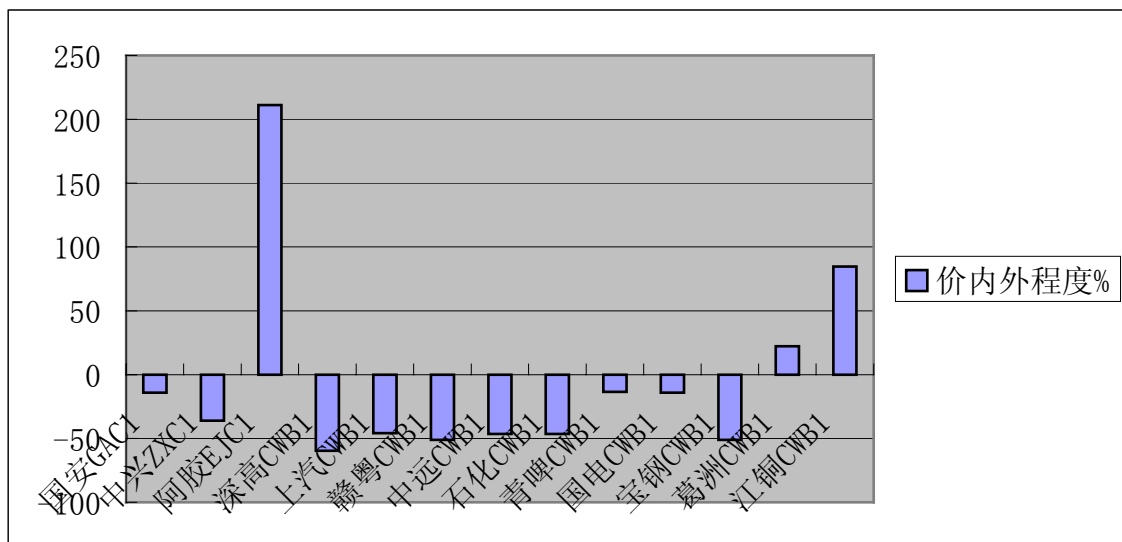
图3 权证溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

3、从价内外程度看

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

从价内外程度看，价内外程度比率为-4.67%，相对于上月末有所减少，部分权证价外程度比较深。目前阿胶 EJC1、江铜 CWB1、葛洲 CWB1 是价内权证，其余权证是价外权证，而上汽 CWB1、中远 CWB1、深高 CWB11 是深度价外权证，投资者要注意风险。国电 CWB1、

国安 GAC1、青啤 CWB1 等是轻度价外权证。

4、从杠杆系数看

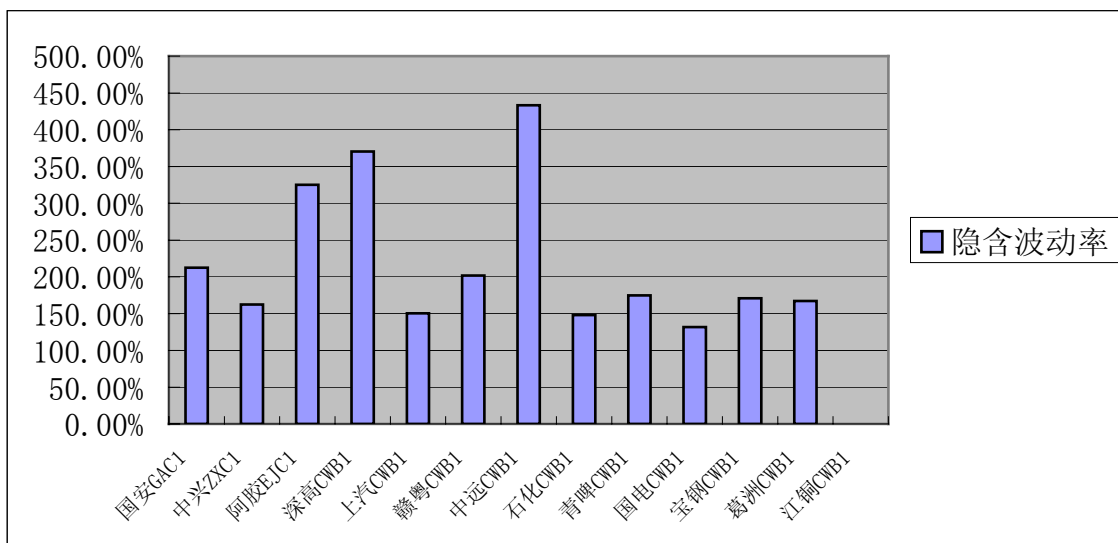
图 5 权证杠杆比较图示

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

杠杆系数衡量的是标的证券价格相对于权证价格的倍数，即用一份标的资产价格可以购入多少份权证。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 2.275，比上月末的 2.0855 倍有所增加。目前认购权证中杠杆倍数最高的是上汽 CWB1，为 3.553。中兴 ZXC1、赣粤 CWB1、上汽 CWB1、江铜 CWB1、国电 CWB1、青啤 CWB1 等，都在 2 倍以上。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。

5、从隐含波动率看

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 203.7%，比上月末的 225.10%有所减少，尽管减轻，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，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。

表 3 权证敏感性评价

名称	最新	理论价格	杠杆倍数	实际杠杆倍数	剩余天数	DELTA	GAMA	VEGA	THETA	RHO
国安 GAC1	6.275	1.696	2.427	1.125	120	0.464	0.066	3.354	-3.701	1.693
中兴 ZXC1	10.139	1.372	2.463	0.618	270	0.251	0.02	9.557	-3.607	5.042
阿胶 EJC1	12.36	11.633	1.368	1.368	51	1	0	0	-0.102	0.647
深高 CWB1	3.554	0.006	1.531	0.016	155	0.011	0.015	0.098	-0.062	0.022
上汽 CWB1	4.109	0.662	3.553	0.703	225	0.198	0.037	3.12	-1.745	1.337
赣粤 CWB1	4.765	0.103	2.105	0.145	276	0.069	0.034	1.13	-0.356	0.433
中远 CWB1	6.601	0.069	1.607	0.085	90	0.053	0.031	0.557	-0.757	0.119
石化 CWB1	1.699	0.18	3.055	0.504	280	0.165	0.049	2.234	-0.847	1.025
青啤 CWB1	4.556	0.991	2.664	1.116	145	0.419	0.05	5.852	-3.979	3.176
国电 CWB1	2.855	0.958	2.256	1.169	359	0.518	0.133	2.446	-0.657	2.212
宝钢 CWB1	1.495	0.179	2.043	0.452	402	0.221	0.08	1.864	-0.52	1.062
葛洲 CWB1	3.011	1.643	1.865	1.465	228	0.786	0.057	2.494	-1.3	3.261
江铜 CWB1	2.702	3.921	2.638	2.333	500	0.884	0.007	5.994	-2.039	10.347

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

从表3可以看出，权证市场的Delta值的平均值从5月初的0.4325逐步下降到上月末的0.388，说明权证到期行权的可能性有所下降，权证波动比较大，权证的行权价值变化比较大，说明权证价值有待挖掘。

总体而言，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，大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，权证整体估值偏高，但随着正股的上涨，部分权证价外程度降低，转为价内，内在价值提升，权证市场估值水平向合理估值接近，市场风险得以释放，积极投资者可关注。对于价外权证，只有交易性机会和脉冲式投机机会，普通投资者要注意其中的风险。

三、六月份权证市场投资策略与机会——关注大盘股和资源类股票的权证的机会

六月份股票市场可能处于高位震荡态势，回落风险不容忽视。从 2008 年 11 月反弹以来，A 股市场估值水平持续提升，但能否持续下去，是否出现高估值泡沫，现在下结论还为时过早。尽管宏观经济有企稳的迹象，但能否持续反弹，各种风险因子依然存在。我们估计，不排除六月份市场存在冲高回落的可能，投资者要谨慎。从这个角度看，六月份股票市场估计

处于一个震荡冲高的态势，A股市场估值重心可能会上移，但上冲后可能回落，震荡幅度比较大，在这种环境下，买入并持有策略可能并不合适，反而可能存在较多的阶段性交易性机会。因此建议风险偏好者把握价内权证的结构性交易机会，特别是具有资源类和通货膨胀预期的股票的权证，如江铜 CWB1、国安 GAC1 等权证的投资机会。

权证投资关键是要波段投资，把握买卖的时机。风险偏好投资者可参与期限比较长、估值相对合理的权证交易性机会，根据正股走势波段操作，但要防止追高风险。日前的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。在目前市场处于震荡的环境下，权证风险相对比较大，普通投资者不要参与价外权证，风险偏好投资者可短线交易，波段操作，快进快出，控制风险，要防止追高风险。积极投资者可关注部分价外权证的短线交易机会，时刻注意热点转换，更应注意权证的投资高风险。估计 6 月份权重蓝筹股可能会保持一定的上涨，上涨动力依然存在，积极投资者可关注石化、宝钢等权证的交易性机会，但要警惕其随时回落的风险。

从中长期投资价值看，我们看好江铜 CWB1 权证，重点推荐，目前为仅有的一个负溢价率、到期时间最长的价内权证，具备长期投资价值，特别是正股江西铜业受到铜期货价格的影响，积极投资者可结合正股的走势波段投资，把握其中的投资机会。

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
国安 GAC1	相对合理	关注
深高 CWB1	高估	回避
上汽 CWB1	高估	短线
中兴 ZXC1	高估	波段操作
赣粤 CWB1	极度高估	回避
中远 CWB1	高估	谨慎
石化 CWB1	高估	关注
青啤 CWB1	高估	谨慎
国电 CWB1	高估	谨慎推荐
宝钢 CWB1	高估	谨慎
葛洲 CWB1	高估	推荐
阿胶 EJC1	适中	推荐
江铜 CWB1	低估	重点推荐

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 = (标的价格 / (行权价 / 行权比例) - 1) × 100%

认沽权证价内外程度 = (1 - 标的价格 / (行权价 / 行权比例)) × 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。

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。

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。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址:上海市延安东路45号工商联大厦20层(邮编200002)

电话:(8621) 6336 7000

传真:(8621) 6337 3209