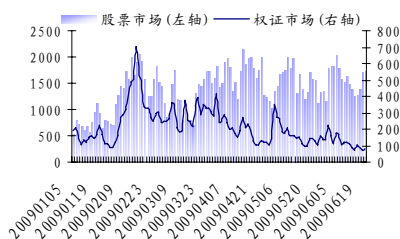
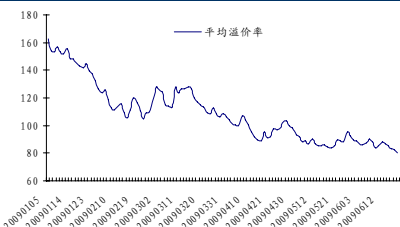


2009 下半年权证市场投资策略

两市场成交金额对比



权证市场平均溢价率



相关报告

《A 股或强势震荡，关注政策消息受益证—2009 年 6 月权证市场投资策略》
 2009 年 5 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。

- 虽然 2009 年上半年 A 股股票市场成交活跃，指数呈现出震荡上行的态势，但是由于权证数量的减少，权证市场日均成交量与日均成交金额双双出现大幅下滑。
- 对权证市场中 17 只权证 2008 年下半年和 2009 年上半年日均换手率进行统计，发现日均换手率大幅超过 2008 年下半年的权证全部为已到期权证，日均换手率与 2008 年下半年基本持平的大多为近期即将到期的权证，日均换手率小于 2008 年下半年的大多是距离到期日较远的权证。这说明，一方面，权证过高的估值和有限的投机空间制约了权证市场的交易，导致权证成交清淡，换手下降，气氛相对不大活跃。另一方面，即将到期权证的炒作成为权证市场关注的焦点。
- 我们认为造成权证市场缺乏吸引力的原因有以下 2 个方面：1、权证市场规模逐渐减小。2、整体过高的溢价率制约了权证市场的交易。上半年权证市场成交金额的大幅萎缩预示着权证市场下半年整体仍可能较为低迷，下半年权证市场整体溢价率仍会以下跌为主，但是由于整体市场环境的变化，个别权证仍将出现投资机会。
- 各国政府采用宽松的货币政策为市场注入了大量的流动性，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。随着经济的好转，投资者对通货膨胀的预期也逐渐增大。在通货膨胀预期下，大宗商品价格已经出现了一定幅度的上涨，考虑到经济的稳定，流动性在短期内不会出现大幅下降，在这种背景下，通货膨胀预期下的受益权证成为我们关注的焦点。
- 建议投资者在下半年可重点关注通货膨胀预期下的受益权证：江铜 CWB1 和宝钢 CWB1。
- 建议回避溢价阿胶 EJC1。阿胶 EJC1 距离到期日还有 15 个交易日，随着行权期的不断临近，阿胶 EJC1 溢价率会逐渐归零，同时阿胶 EJC1 全部行权将使得公司总股本在目前的基础上增加 25%，对每股收益造成较大影响。建议投资者不要参与该溢价权证炒作。如果其出现折价，投资者可择机介入，以期在权证进入行权期后实现无风险套利。

市场焦点：政策受益权证

市场交投大幅下降，即将到期权证受关注

截止 2009 年 6 月 19 日，上证综指收于 2880.49 点，与 2008 年 12 月 31 日的 1820.81 点相比，大幅上涨 58.20%。虽然 2009 年上半年 A 股股票市场成交活跃，指数呈现出震荡上行的态势，但是由于权证数量的减少，权证市场日均成交量与日均成交金额双双出现大幅下滑。2009 年上半年权证市场总成交量为 9498.97 亿份，日均成交量为 85.58 亿份，与 2008 年下半年日均成交量 123.78 亿份相比，大幅下降 30.86%（从 2008 年 7 月 1 日至 12 月 31 日，下同）；上半年权证市场总成交金额为 23757.91 亿元，日均成交金额为 214.04 亿元，环比下跌 17.48%；上半年权证市场的日均换手率为 97.52%，环比大幅下降 22.69%。

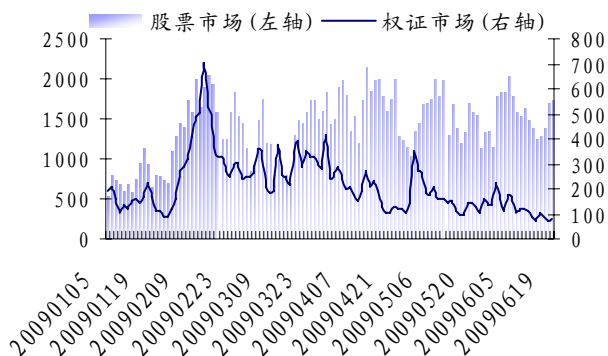
表 1 权证市场成交情况统计

	2008 年下半年	2009 年上半年	变化幅度
总成交量(亿份)	15596.74	9498.97	—
日均成交量(亿份)	123.78	85.58	-30.86%
总成交金额(亿元)	32682.61	23757.91	—
日均成交金额(亿元)	259.39	214.04	-17.48%
日均换手率(%)	126.14	97.52	-22.69%

资料来源：WIND、国海证券研究所

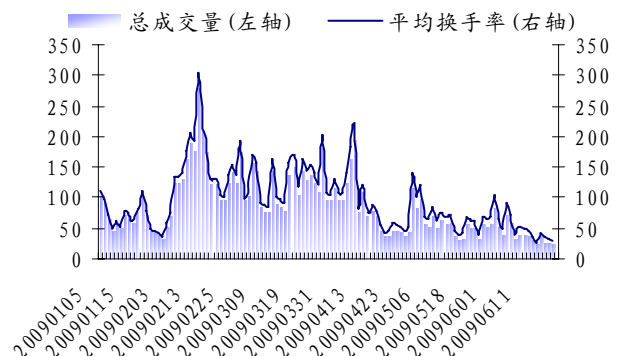
对比上半年权证市场日成交金额与股票市场日成交金额，两者成交量自 3 月份以后发生背离，权证市场总成交量相对股票市场出现大幅下降。

图 1 上半年两市场成交金额



资料来源：WIND、国海证券研究所

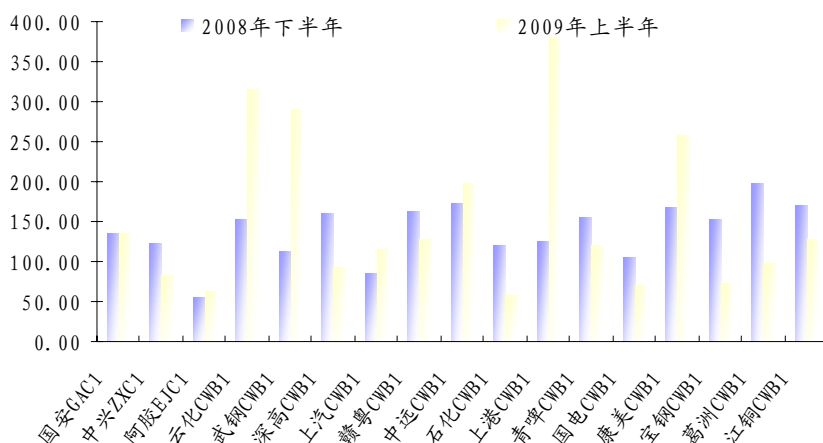
图 2 上半年权证市场成交量、平均换手率



资料来源：WIND、国海证券研究所

对权证市场中 17 只权证 2008 年下半年和 2009 年上半年日均换手率进行统计,如图 3 所示,发现日均换手率大幅超过 2008 年下半年的权证全部为已到期权证,如武钢 CWB1、上港 CWB1、康美 CWB1 和云化 CWB1;日均换手率与 2008 年下半年持平的大多为近期即将到期的权证,如阿胶 EJC1、中远 CWB1 和国安 GAC1;日均换手率小于 2008 年下半年的大多是距离到期日较远的权证。这说明,一方面,权证过高的估值和有限的投机空间制约了权证市场的交易,导致权证成交清淡,换手下降,气氛相对不大活跃。另一方面,即将到期权证的炒作成为权证市场关注的焦点。

图 3 权证市场日均换手率对比



数据来源: WIND、国海证券研究所

政策受益权证涨幅居前

2009 年上半年,在 A 股市场维持震荡上升行情的背景下,权证市场也呈现出震荡上升的态势,但上升幅度远远小于正股。17 只权证中除了除已到期的云化 CWB1、上港 CWB1 和武钢 CWB1 权证外,其余权证均实现上涨。如表 2 所示,位居权证市场涨幅榜(截止 2009.6.19,下同)前三位的是江铜 CWB1、阿胶 EJC1 和上汽 CWB1,它们的涨幅分别为 123.91%、58.67%和 44.64%。剔除已到期权证,位列涨幅榜末位的是中兴 ZXC1、石化 CWB1 和深高 CWB1,它们的涨幅分别为 4.12%、9.63%和 15.60%。2009 年上半年,权证标的股票价格平均涨幅(剔除已到期权证标的股票)为 72.87%,而权证价格平均涨幅(剔除已到期权证)只有 33.31%,且 2009 年上半年仅有 2 只权证的涨幅超过其正股的涨幅,权证没有发挥其高杠杆优势。分析其原因,可能是因为权证溢价率相对过高,投资者的心态比较谨慎,利用权证交易“T+0”的优势,权证投资者在取得一定

的收益之后会很快获利了结，使得权证的杠杆效应没有充分发挥出来。

分析权证上半年涨幅统计表可以发现，上半年涨幅居前的权证多属于政策受益板块或通胀预期受益板块，如：受益于有色行业振兴规划及通胀预期的江铜 CWB1、受益于医改的阿胶 EJC1 和受益于汽车业振兴规划的上汽 CWB1。

表 2 权证上半年涨幅统计表（截止 2009.6.19）

权证简称	权证价格季度涨幅(%)	权证简称	权证价格季度涨幅(%)
江铜 CWB1	123.91	宝钢 CWB1	20.36
阿胶 EJC1	58.67	深高 CWB1	15.60
上汽 CWB1	44.64	康美 CWB1	10.14
中远 CWB1	35.59	石化 CWB1	9.63
国安 GAC1	27.24	中兴 ZXC1	4.12
青啤 CWB1	25.18	云化 CWB1	-33.50
赣粤 CWB1	22.81	上港 CWB1	-98.45
国电 CWB1	22.76	武钢 CWB1	-99.80
葛洲 CWB1	22.47		

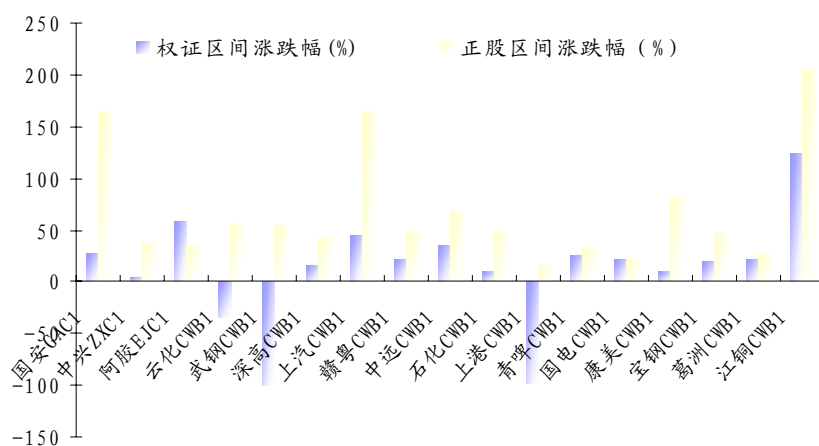
数据来源：WIND、国海证券研究所

表 3 权证 6 月份涨幅统计表（截止 2009.6.19）

权证简称	权证价格月度涨幅(%)	权证简称	权证价格月度涨幅(%)
江铜 CWB1	12.29	赣粤 CWB1	-3.38
阿胶 EJC1	11.81	上汽 CWB1	-5.06
宝钢 CWB1	-0.74	石化 CWB1	-5.53
葛洲 CWB1	-0.80	国安 GAC1	-6.14
国电 CWB1	-1.40	中兴 ZXC1	-6.86
青啤 CWB1	-2.22	中远 CWB1	-8.35
深高 CWB1	-2.81		

数据来源：WIND、国海证券研究所

图 4 权证价格、正股价格 1 季度涨幅（截止 2009.6.19）



数据来源：WIND、国海证券研究所

权证市场整体缺乏吸引力

权证市场估值水平出现下降

随着权证标的股票价格的上升，权证市场中价内权证的数量也大幅增加。2008 年 12 月 31 日，权证市场中仅有阿胶 EJC1 一只价内权证，而到 2009 年 6 月 19 日，权证市场中的价内权证上升至 3 只，它们是阿胶 EJC1、葛洲 CWB1 和江铜 CWB1。

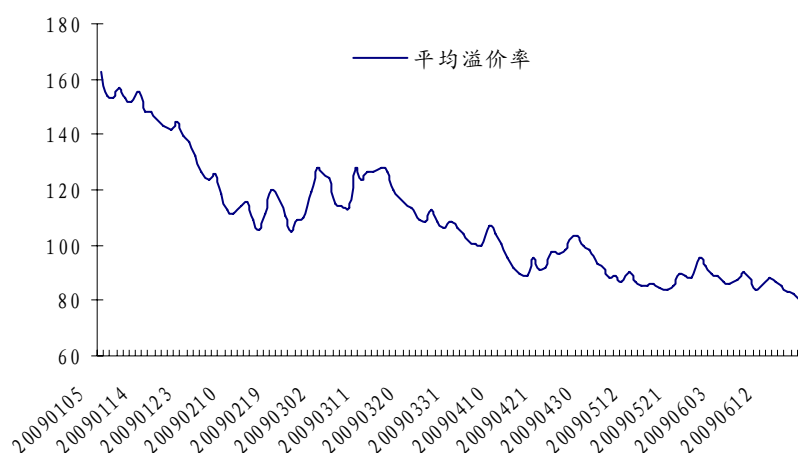
截止 2009 年 6 月 19 日，权证市场的平均溢价率为 80.16%，与 2008 年 12 月 31 日的 170.21%相比，大幅回落 52.91%。从图 6、图 7 权证溢价率变化发现，每只权证溢价率都呈现下降趋势。其中江铜 CWB1 从 2009 年 5 月 19 日开始出现负溢价，直到目前仍然保持负溢价状态，负溢价率为 9.76%。

权证市场缺乏吸引力

2009 年上半年，权证市场整体成交低迷，与股票市场成交持续活跃的情况形成鲜明的反差。权证市场整体成交量、成交金额、日均换手率和溢价率都呈现下降态势、投资者对权证市场的关注程度和参与程度都有所降低。我们认为造成权证市场缺乏吸引力的原因有以下方面：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，而权证市场并没有新增权证上市，导致整个权证市场规模萎缩，重要性降低。2、整体过高的溢价率制约了权证市场的交易。虽然权证具有 T+0 的交易特点，同时没有印花税成本，但是权证最重要的高杠杆优势却由于过高的溢价率没有得到发挥，大部分权证涨幅竟然低于正股涨幅，而风险又高于正股，对资金缺乏吸引力。

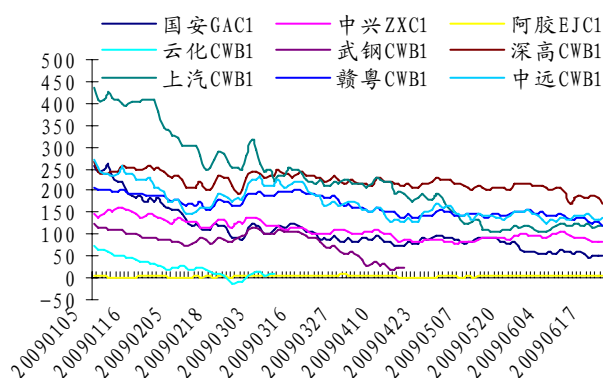
上半年权证市场成交金额的大幅萎缩预示着权证市场下半年整体仍可能较为低迷，我们认为下半年权证市场整体溢价率仍会以下跌为主，但是由于整体市场环境的变化，个别权证仍将出现投资机会。

图 5 权证市场平均溢价率



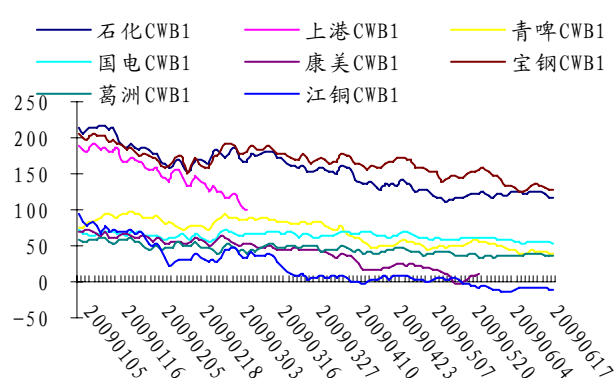
数据来源：WIND、国海证券研究所

图 6 权证溢价率



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7 权证溢价率



资料来源：WIND、国海证券研究所

通货膨胀预期下的权证配置

为了阻止经济的继续下滑，各国政府采用宽松的货币政策为市场注入了大量的流动性，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。随着经济的好转，投资者对通货膨胀的预期也逐渐增大。在通货膨胀预期下，大宗商品价格已经出现了一定幅度的上涨，我们认为考虑到经济的稳定，流动性在短期内不会出现大幅下降，在这种背景下，通货膨胀预期下的受益权证成为我们关注的焦点。

经过与宏观策略研究员的交流，我们认为下半年A股市场仍有上涨空间，虽然权证市场总体权证成交清淡，但是个别权证仍然存在投资机会。我们建议投资者在下半年可重点关注通货膨胀预期下的受益权证：江铜CWB1和宝钢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，特别是加大了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。江西铜业作为中国最大的综合性铜生产企业，在全国拥有两座最大的已开采露天铜矿、一座最大规模的铜冶炼厂以及中国最大的井下铜矿山中的一座。公司铜金属储量约占全国已探明可供工业开采储量的三分之一，自产铜精矿含铜金属量约占全国的四分之一。我们认为丰富的自有矿山也会使该企业在预期的通货膨胀中受益，铜价的上涨会增厚江西铜业的业绩，并带来公司估值水平的快速提升。目前江铜 CWB1 仍处于负溢价阶段，具有很强的抗跌效用，随着正股业绩的提升，直接为江铜 CWB1 提供上行动力。

宝钢 CWB1，其正股为宝钢股份。随着国内基础设施建设和工业生产增速的加快，钢材市场需求出现明显增长，需求的增长推动钢铁市场开始复苏。宝钢股份作为国内钢铁业龙头，在冷轧薄板、宽厚板和高档线材等方面具有明显的比较优势，产品结构中以高附加值的汽车板、家电板、造船板、压力容器钢等高档专用材为主，且占据着较大的市场份额。2009 年国际铁矿石谈判目前仍在进行中，铁矿石价格的下降没有悬念，导致占公司成本最大比例的铁矿石价格有所下降，且 2009 年将被锁定，而在通货膨胀预期下，钢铁价格可能会出现上涨趋势，成本的下降和产品价格的上升将改善公司盈利预期，使得正股估值水平提高，直接为宝钢 CWB1 提供上行动力。

回避溢价阿胶 EJC1

阿胶 EJC1，此权证的最后交易日为 2009 年 7 月 10 日，最新行权价格为 5.434 元，行权比例为 1，即投资者每拥有 1 份权证则可以以 5.434 元的价格认购 1 股东阿阿胶。截止 2009 年 6 月 19 日，此权证的价格为 13.82 元，正股东阿阿胶的价格为 18.35 元，因此此权证为价内权证，相应溢价率为 4.93%。距离到期日还有 15 个交易日，随着行权期的不断临近，阿胶 EJC1 溢价率会逐渐归零，也就意味着阿胶 EJC1 相对正股出现下跌，同时假设阿胶 EJC1 全部行权，将使得总股本在目前的基础上增加 25%，股本的巨大扩张对每股收益的影响是相当大的，在业绩被极大稀释的情况下，会导致正股出现下跌，我们建议投资者不要参与该溢价权证炒作。如果其出现折价，投资者可择机介入，以期在权证进入行权期后实现无风险套利。

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。