

## 权证溢价率再创新高——权证周报

2008年8月29日

### 要点:

1、上周沪深两市震荡下跌，上证指数周收盘于 2397.37，下跌 -0.33%，周振幅 5.55%，成交金额 1610.63 亿，比上周 2173.59 亿有所减少。权证市场周成交金额 967.00 亿，比上周 1145.64 亿有所减少，日平均成交金额 193.4 亿，比上周的 229.13 亿元有所减少。权证市场相对比较低迷，成交清淡。

2、上周云化 CWB1 继续停牌，认购权证 10 涨 8 跌，平均上涨 1.14%，其中中远 CWB1、葛洲 CWB1 分别上涨 9.855%、9.451%，涨幅位于前二位，中兴 ZXC1 下跌最多，达 -6.01%。目前权证溢价率相对比较高，正股上涨，但权证可能上涨比较少，反映不出杠杆效应，投资者要防范追高风险。

3、大多数认购权证为价外权证，没有内在价值，都依赖的是时间价值，目前认购权证的溢价率平均为 116.51%，创历史新高，权证市场整体处于高估值状态。价内权证估值相对比较合理，其价格与正股的走势密切相关，如阿胶 EJC1 有 10.326 元内在价值，钢钒 GFC1 有 5.881 元、马钢 CWB1 有 0.96 元的内在价值。价外权证已呈显出泡沫化特征，依靠资金推动。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，根据正股的走势波段操作，快进快出，普通投资者不要涉及。

4、关注到期权证的风险，如日照 CWB1（95 天）、马钢 CWB1（91 天）等，末日权证在到期前时间价值会迅速流失，溢价率向零逼近，估计权证以下跌的形式完成价值回归，因此高溢价率的价外权证风险很大，投资者应尽量回避。

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)

## 权证溢价率再创新高——权证周报

### 一、上周权证市场回顾

上周沪深两市震荡下跌，上证指数周收盘于 2397.37，全周上证指数下跌-0.33%，周振幅 5.55%，成交金额 1610.63 亿，比上周 2173.59 亿有所减少。两市弱势震荡下跌，估计有望持续一段时间，但阶段性反弹的机会比较大。油价下跌和周边国家市场趋稳，在积极的政策信号支持下，估计市场有望处于震荡阶段。目前是可以寻找投资机会的时机，市场估值水平趋于合理，9 月可能有市场投资机会，投资者可密切关注有潜力的品种，参与市场进行波段投资。

表 1：权证市场成交情况（2008 年 8 月 25 日 - 2008 年 8 月 29 日）

交易日期	成交量(亿份)	成交量变化率(%)	成交金额(亿元)	成交金额变化率(%)	权证余额(亿份)	权证市值(亿元)	权证市场换手率(%)
20080829	105.8984	24.1169	226.7029	30.1578	90.7505	210.8351	117.0831
20080828	85.3215	-1.8226	174.1754	-6.27	90.7505	206.0312	94.3329
20080827	86.9054	7.3822	185.8268	0.0994	90.7505	204.8684	96.0841
20080826	80.9309	3.1324	185.6422	-4.6298	90.7505	203.3587	89.4786
20080825	78.4728	-28.6794	194.6544	-17.2518	90.7505	215.3521	86.7609

权证市场周成交金额 967.00 亿，比上周 1145.64 亿有所减少，日平均成交金额 193.4 亿，比上周的 229.13 亿元有所减少。尽管本周股市震荡下跌，权证市场也比较低迷，成交有所清淡。从权证换手率看，权证市场平均日换手率 96.75%，比上周 117.72%有所减少，反映有短线资金流出权证市场，投资者要防范风险，尤其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。

表 2：权证市场交易情况（2008 年 8 月 25 日-2008 年 8 月 29 日）

证券代码	证券简称	成交均价元	成交量万手	成交额亿元	涨跌幅%	换手率%	正股区间涨跌幅%
031002.SZ	钢钒 GFC1	4.4667	1478.9443	66.0603	-4.9794	204.6537	0.4944
031005.SZ	国安 GAC1	6.0634	997.5137	60.4829	6.1345	692.0437	-4.944
031006.SZ	中兴 ZXC1	8.6321	278.3963	24.0313	-6.0067	350.2414	-8.3207
031007.SZ	阿胶 EJC1	11.0554	245.664	27.1592	-3.0753	196.9569	-3.0866
580010.SH	马钢 CWB1	1.7639	3402.0731	60.0088	-2.9891	353.7384	-3.211
580013.SH	武钢 CWB1	2.4292	2340.8619	56.8635	-3.5561	321.768	-6.5722
580014.SH	深高 CWB1	2.9979	1048.0691	31.4201	1.6932	970.4344	-5.4688
580015.SH	日照 CWB1	4.9374	1002.728	49.509	7.3108	1627.8052	-4.3178
580016.SH	上汽 CWB1	2.9117	882.0811	25.6833	-0.9934	388.9246	-0.7692
580017.SH	赣粤 CWB1	4.254	752.0834	31.9937	6.8547	1333.4812	-3.6247
580018.SH	中远 CWB1	5.8387	691.4444	40.3716	9.8548	1343.9153	1.2802

580019.SH	石化 CWB1	1.2755	9278.507	118.3513	-1.6279	306.2214	2.3023
580020.SH	上港 CWB1	1.857	2512.2936	46.654	1.2247	861.7025	0
580021.SH	青啤 CWB1	3.9593	959.5774	37.9925	0.6571	913.8832	-3.59
580022.SH	国电 CWB1	2.1932	1622.3197	35.5804	-3.2287	379.5211	-0.1949
580023.SH	康美 CWB1	2.6607	2036.7545	54.1923	3.0072	1223.276	-11.543
580024.SH	宝钢 CWB1	1.222	10451.4949	127.7199	0.8078	653.2184	-3.5503
580025.SH	葛洲 CWB1	1.9334	3772.0591	72.9277	9.4514	1250.5583	0.3268

上周云化 CWB1 继续停牌，认购权证 10 涨 8 跌，平均上涨 1.14%，其中中远 CWB1、葛洲 CWB1 分别上涨 9.855%、9.451%，涨幅位于前二位，中兴 ZXC1 下跌最多，达-6.01%。目前权证溢价率相对比较高，正股上涨，但权证上涨比较少，一般投资者不要涉及，积极投资者可波段操作。但要注意的是，由于权证整体溢价率高，权证价格跑不赢正股，这时投资正股可能是最佳选择，但在正股下跌的趋势下不要涉及。上周权证市场低迷，成交稀少。从换手率来看认购权证中上港 CWB1、赣粤 CWB1、日照 CWB1、石化 CWB1、中远 CWB1、深高 CWB1 等小盘权证相对成交活跃，平均换手率为 96.75%，投资者应多加关注，防范风险。

## 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、期限等多层面进行分析。从市场价格与理论价值的比率来看，认购权证市场价格/理论价值平均值为 11.37，较上周 9.38 有所增加，这里值得注意的是日照 CWB1、国安 GAC1、上汽 CWB1、中兴 ZXC1 以及深高 CWB1、赣粤 CWB1、中远 CWB1 和石化 CWB1、上港 CWB1 市场价格远大于理论价值，上港 CWB1 该比率高达 48.49，这是因为本周市场震荡下跌而权证价格却有所上升的缘故，其中上汽 CWB1、国安 GAC1、深高 CWB1、中兴 ZXC1 相对比较高估，被低估的权证有钢钒 GFC1、阿胶 EJC1、云化 CWB1 等。从市场溢价率来看，包括日照 CWB1、国安 GAC1 和深高 CWB1、上汽权证、中兴 ZXC1、赣粤 CWB1、中远 CWB1 等认购权证，其权证溢价率平均值为 116.51%，相对于上周 109.2%有所增加，这是由于本周市场震荡下跌，但权证价格跌相对比较小的缘故，导致上市权证溢价率增加。认购权证除钢钒 GFC1 权证、阿胶 EJC1、云化 CWB1 为负溢价率，大部分权证为价外权证。钢钒 GFC1、武钢 CWB1、马钢 CWB1、云化 CWB1 等权证溢价率为-15.175%，66.18%，19.55%，-11.7%，其中钢钒 GFC1、阿胶 EJC1、云化 CWB1 权证相对具有内在价值，适合积极投资者波段参与，根据正股走势快进快出。

表 3 权证价值评价（8 月 29 日）

名称	收盘价	理论价格	隐含波动率	正股价格	行权价格	内在价值	时间价值	溢价率	价内外程度	杠杆倍数	剩余期限
宝钢 CWB1	1.248	0.434	106.999	6.52	12.5	0	1.248	130	-47.84	2.612	673
石化 CWB1	1.269	0.524	89.564	10.22	19.49	0	1.269	115.538	-47.563	4.027	551
马钢 CWB1	1.785	1.167	179.959	4.22	3.26	0.96	0.825	19.55	29.448	2.364	91
上港 CWB1	1.901	0.039	217.334	4.43	8.28	0	1.901	129.819	-46.498	2.33	189
葛洲 CWB1	2.015	0.746	185.083	6.14	9.19	0	2.015	115.309	-33.188	1.524	499
国电 CWB1	2.188	0.807	107.607	5.12	7.5	0	2.188	89.219	-31.733	2.34	630
武钢 CWB1	2.468	0.89	141.598	7.25	9.58	0	2.468	66.179	-24.322	2.938	230
康美 CWB1	2.706	0.334	280.734	7.51	10.77	0	2.706	115.473	-30.269	1.388	269
上汽 CWB1	2.99	0.109	178.682	6.45	26.97	0	2.99	364.496	-76.085	2.157	496

深高 CWB1	2.943	0.06	214.317	4.84	13.48	0	2.943	239.318	-64.095	1.645	426
青啤 CWB1	3.983	1.518	118.233	20.41	28.06	0	3.983	76.512	-27.263	2.562	416
赣粤 CWB1	4.318	0.238	148.033	9.04	20.53	0	4.318	174.867	-55.967	2.094	548
钢钒 GFC1	4.389	5.627	0	8.13	3.266	5.881	-1.492	-15.175	148.928	2.24	104
日照 CWB1	5.02	0.428	277.405	11.08	14.15	0	5.02	73.014	-21.696	2.207	95
国安 GAC1	6.315	0.992	203.156	10.19	17.692	0	6.315	135.392	-42.403	1.619	391
中远 CWB1	5.975	0.655	195.325	21.36	39.66	0	5.975	141.62	-46.142	1.787	361
中兴 ZXC1	8.45	1.234	120.162	30.3	55.582	0	8.45	123.109	-45.486	2.521	541
阿胶 EJC1	10.779	10.85	96.12	15.76	5.434	10.326	0.453	2.874	190.026	1.462	322

云化 CWB1、阿胶 EJC1、钢钒 GFC1 认购权证有折价程度，从理论上讲，看好该权证中长期走势的投资者，应该卖出正股，换入权证，以降低持股成本，提高投资收益，进行无风险套利，但实践上很难做到，这是因为距离权证到期还有一段时间，如果正股下跌，这种套利也会导致损失。在没有卖空机制的情况下，市场对于权证的定价很大程度上依赖于对股价走势的预期。但权证市场目前整体依然处于高估值状态，认购权证平均溢价率 116.51%，但在上半年市场表现低迷之时，权证品种的下跌幅度都低于相关正股，较正股有更好的抗跌性，使得溢价率很高，如深高 CWB1、上汽 CWB1、赣粤 CWB1 就是具有代表性的高溢价率权证，属于深度价外权证。如上汽 CWB1 溢价率高达 364.5%，毫无内在价值，已呈显出泡沫化特征。可以看出，目前权证溢价率过高，走上价值回归之路在所难免。这是因为在中国权证市场中出现高溢价率，是由于在目前中国的市场制度下，正股市场和权证市场的分割，权证产品的稀缺性使得其具有投机价值仍能表现出较高的市场价格，换句话讲，权证市场是由市场人气推动的，这样市场价格高于理论价值也就很自然了。如果市场人气愈旺，权证投机价值愈高，其市场价格也就愈高，表现为权证的溢价率水平愈高。根据统计，低溢价率权证跟正股走势高度相关，而高溢价率权证则主要受市场人气推动。高溢价率的权证品种价格已经出现严重高估，市场人气很难长期维持，未来市场的低迷有可能加速高溢价率品种价格的回归。从理论上讲，当权证溢价率过高时，如果能够融资对相应权证进行大规模“创设”，可以获取无风险收益，推动高溢价率权证价格回归理论价格；当然投资者也可通过融券机制，卖出高溢价权证，同时买入正股，以获取无风险收益。当权证溢价率过低时，投资者可以通过融券卖出正股，并买入价格低估的权证，获取无风险收益。由于我国证券市场目前并没有融资融券机制，长时期的高溢价率权证是难以存在的。但权证是有期限的，到期能否行权，关键是看是否具有内在价值，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，因此高溢价率的价外权证风险很大，走上价值回归在所难免。

我们认为，市场在大幅度下跌后处于一个弱势震荡阶段，如果市场转好，权证的溢价率可能下跌，这时投资权证可能不是一个好机会，而投资正股是一个选择。当然，权证的交易性机会仍在，积极投资者可关注，一般投资者不要涉及。

表 4 权证动态价值评价（8 月 29 日）

名称	收盘价	理论价格	DELTA	GAMA	VEGA	THETA	RHO
宝钢 CWB1	1.248	0.434	0.367	0.074	3.245	-0.55	2.692
石化 CWB1	1.269	0.524	0.313	0.049	4.397	-0.897	3.197
马钢 CWB1	1.785	1.167	0.878	0.161	0.399	-0.557	0.572
上港 CWB1	1.901	0.0392	0	0	0	0	0
葛洲 CWB1	2.015	0.746	0.541	0.074	2.771	-0.818	2.372

国电 CWB1	2.188	0.807	0.455	0.118	2.558	-0.416	2.466
武钢 CWB1	2.468	0.89	0.435	0.107	2.143	-1.192	1.319
康美 CWB1	2.706	0.334	0.365	0.111	2.361	-0.906	1.476
上汽 CWB1	2.99	0.109	0.068	0.028	0.971	-0.234	0.439
深高 CWB1	2.943	0.06	0.065	0.049	0.649	-0.144	0.289
青啤 CWB1	3.983	1.518	0.449	0.032	8.429	-2.3	6.76
赣粤 CWB1	4.318	0.238	0.125	0.043	2.225	-0.344	1.299
钢钒 GFC1	4.389	5.627	1	0	0.001	-0.061	0.761
日照 CWB1	5.02	0.4282	0	0	0	0	0
国安 GAC1	6.315	0.992	0.324	0.057	3.713	-1.109	2.409
中远 CWB1	5.975	0.655	0.239	0.026	6.481	-1.971	3.669
中兴 ZXC1	8.45	1.234	0.233	0.019	11.073	-1.818	7.677
阿胶 EJC1	10.779	10.853	0.959	0.006	1.243	-0.797	3.086

大部分权证都是价外权证，价内外程度比率为-15.12%，从杠杆比率来看，权证的杠杆比有所增加，其中认购权证杠杆平均值为 2.212，比上周 2.291 有所增加。目前认购权证中杠杆倍数最高的是石化 CWB1，为 4.027。从内在价值看，认购权证中钢铁、消费品等具有投资价值，如阿胶 EJC1 有 10.326 元内在价值，钢钒 GFC1 有 5.881 元、马钢 CWB1 有 0.96 元内在价值，大部分权证都依赖的是时间价值。目前大盘在大幅度下跌后有望震荡，投资者可关注未来有表现的权证如武钢 CWB1、钢钒 GFC1、国电 CWB1、马钢 CWB1、云化 CWB1、石化 CWB1、中兴 ZXC1 等。关注到期权证的风险，如马钢 CWB1、钢钒 GFC1、日照 CWB1 等，权证到期处于价内，则具有行权价值，反之，则不具有行权价值。但末日权证在到期前时间价值会迅速流失，溢价率向零逼近，价格向内在价值回归，这时即使行权，也是要亏损的，建议在正的溢价率下不要行权，在二级市场卖出，投资者注意风险。

### 三、下周权证市场展望及投资建议

上周 A 股市场震荡下跌，估计未来市场有可能处于弱式震荡趋势，投资者可积极挖掘潜力股，中长线投资者可积极寻找有潜力的品种。从权证操作来看，我们建议一般投资者不要参与，积极投资者可挖掘价值低估的权证，进行波段操作。从估值水平看，钢铁类认购证最具优势，钢钒 GFC1 均处于负溢价状态，这类品种适合作为对投资正股的替代品，这样可以降低投资正股的成本，在权证表现好于正股时获得超过投资正股的收益，但要关注正股的走势。上周正股下跌，权证价格下跌比较少，使得溢价率有所增加，这时投资权证可能收益率下降，甚至亏损，建议一般投资者不要参与。从理性的角度看，权证溢价率处于下降趋势，投资者要注意其中的风险。其中云化 CWB1 由于具有整体上市概念而有投资价值，投资者可积极关注，其在二级市场的走势比较稳健，相对较强，但目前停牌。

如果市场持续低迷，认股权证高溢价率可能使其像认沽权证一样只有投机价值，特别是到期权证，将以权证价格下跌来完成价值回归过程。投资者在操作时对高溢价率品种应谨慎选择，以规避高溢价率回归的市场风险。目前市场权证的溢价率都比较高，使得市场认购权证的内在价值有所下降，风险比较大，但交易性机会仍然存在。如果市场转好，建议投资者关注小盘权证，进行波段操作。值得一提的是，在 A 股市场趋势未明朗之前，投资者应把控制风险放在首位，积极投资者适度参与，波段操作，可关注估值水平相对较低的权证，普通投资者不要参与。

权证短期投机性可能随 A 股弱势而减弱，如果市场持续活跃，可能权证的涨幅不及正股，其溢价率可能持续下跌。如果正股不能持续上涨，这些高估值的权证品种的风险非常大，

投资者应回避风险。价内权证估值相对比较合理，其价格与正股的走势密切相关，而价外权证完全是靠资金推动的，风险比较大。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，波段操作，快进快出，但要防止追高风险，普通投资者不要涉及。

**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