

## 权证溢价率创新高 (101.73%)，风险高依旧

### —权证周报

2008年8月15日

#### 要点:

1、上周沪深两市震荡下跌，上证指数周收盘于 2450.61，下跌 -5.95%，周振幅 8.86%，成交金额 1678.12 亿，比上周 2110.68 亿有所减少。权证市场周成交金额 607.25 亿，比上周 553.18 亿略有增加，日平均成交金额 121.45 亿，比上周的 110.64 亿元有所增加。权证市场大幅度下跌，成交低迷，人气涣散。从权证换手率看，权证市场平均日换手率 67.12%，比上周 57.44%减少，短线资金有流出权证市场迹象。

2、上周云化 CWB1 继续停牌，认购权证除钢钒 GFC1 上涨 3.46% 外全线下跌，平均下跌-7.169%，其中青啤 CWB1、马钢 CWB1 分别下跌-12.5%、-11.81%，跌幅最大。周五权证市场在钢钒 GFC1 带领下有所上涨，其中钢钒 GFC1 上涨 27%，以涨停板报收，换手率达 117.11%。投资者要防范即将到期和溢价率比较高的权证如日照 CWB1、马钢 CWB1，可能走上价值回归之路。

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 101.73%，权证市场整体处于高估值状态，已呈现出泡沫化特征。权证市场主要是靠人气和资金推动，只能把握交易性机会，把控制风险放在首位，波段操作，快进快出。

4、关注到期权证的风险，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，若溢价率过高，正股在期限内若不可能大幅度上涨，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，投资者应注意。

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)

## 权证溢价率高达 101.73%，风险依旧——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 2450.61，全周上证指数下跌-5.95%，周振幅 8.86%，成交金额 1678.12 亿，比上周 2110.68 亿有所减少。两市弱势震荡下跌，估计有望持续一段时间。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 11 日 - 2008 年 8 月 15 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(%)
20080815	99.4824	126.153	194.5499	100.7461	90.7505	209.3347	109.9895
20080814	43.9889	-15.009	96.9134	-3.958	90.7505	198.1415	48.6349
20080813	51.7569	-10.853	100.9073	-13.1779	90.7505	199.3217	57.2233
20080812	58.0578	15.4954	116.2231	17.8119	90.7505	204.8863	64.1897
20080811	50.2685	12.5875	98.6514	4.146	90.7505	202.8064	55.5777

权证市场周成交金额 607.25 亿，比上周 553.18 亿略有增加，日平均成交金额 121.45 亿，比上周的 110.64 亿元有所增加。尽管本周股市震荡下跌，权证市场也大幅度下跌，成交低迷，人气涣散。从权证换手率看，权证市场平均日换手率 67.12%，比上周 57.44% 大幅度减少，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。

本周云化 CWB1 继续停牌，认购权证除钢钒 GFC1 上涨 3.46% 外全线下跌，平均下跌-7.169%，其中青啤 CWB1、马钢 CWB1 分别下跌-12.5%、-11.81%，跌幅位于前二位。目前权证溢价率相对比较高，正股上涨，但权证反而下跌，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。周五权证市场在钢钒 GFC1 带领下有所上涨，其中钢钒 GFC1 上涨 27%，以涨停板报收，换手率达 117.11%。从换手率来看认购权证中上港 CWB1、钢钒 GFC1、赣粤 CWB1、日照 CWB1、石化 CWB1、中远 CWB1、深高 CWB1 等成交活跃，平均换手率为 359.57% 比上周 244.28% 高，投资者应多加关注。

表 2：权证市场交易情况（2008 年 8 月 11 日-2008 年 8 月 15 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 %	振幅 %	正股涨跌 幅%
031002.SZ	钢钒 GFC1	4.1718	1821.6768	75.9958	3.4623	179.802	27.36	-5.0125
031005.SZ	国安 GAC1	5.3052	353.7115	18.765	-11.3972	296.131	18.81	-8.3192

031006.SZ	中兴 ZXC1	8.5355	215.8042	18.42	-8.7638	244.049	14.65	-18.6321
031007.SZ	阿胶 EJC1	11.0755	158.612	17.5671	-9.5854	107.944	16.28	-4.8847
580010.SH	马钢 CWB1	1.9182	2539.0166	48.7026	-11.8085	264	17.43	-2.8825
580013.SH	武钢 CWB1	2.6468	2233.55	59.1182	-8.0611	307.017	14.99	5.0518
580014.SH	深高 CWB1	2.8799	508.1288	14.6336	-3.2124	470.49	18.03	0.381
580015.SH	日照 CWB1	3.9224	324.9427	12.7457	-7.6051	527.504	17.6	-9.1615
580016.SH	上汽 CWB1	2.8894	391.5472	11.3132	-7.3039	172.64	17.59	-7.0345
580017.SH	赣粤 CWB1	3.8768	263.7561	10.2253	-6.3799	467.653	10.83	3.6132
580018.SH	中远 CWB1	5.2288	213.8745	11.1831	-6.8158	415.694	18.05	-1.3158
580019.SH	石化 CWB1	1.2413	6484.6123	80.4931	-4.7256	214.014	11.13	-5.6637
580020.SH	上港 CWB1	1.6652	887.7814	14.7829	-5.5586	304.504	14.01	-4.386
580021.SH	青啤 CWB1	3.6722	483.6442	17.7604	-12.5	460.614	17.26	-7.2606
580022.SH	国电 CWB1	2.1075	1229.2871	25.9074	-7.4188	287.576	12.42	3.0797
580023.SH	康美 CWB1	2.1991	949.9257	20.8901	-10.7461	570.526	17.19	-7.8071
580024.SH	宝钢 CWB1	1.2422	9525.6428	118.3252	-6.1397	595.353	14.81	-0.7082
580025.SH	葛洲 CWB1	1.7185	1769.922	30.4163	-4.4826	586.786	15.33	-11.9253

## 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 8.17，较上周 7.261 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 42.69，这是因为本周市场震荡下跌而权证价格也大跌的缘故，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 101.73%，相对于上周 95.62% 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-4.088%，50.05%，17.74%，-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 15 日）

代码	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
580024.SH	宝钢 CWB1	1.223	0.534	96.104	7.01	12.5	0	1.223	113.21	-43.92	2.866	687
580019.SH	石化 CWB1	1.25	0.601	83.484	10.66	19.49	0	1.25	106.285	-45.305	4.264	565
580020.SH	上港 CWB1	1.699	0	196.882	4.36	8.28	0	1.699	128.876	-47.343	2.566	203
580025.SH	葛洲 CWB1	1.726	0.739	155.46	6.13	9.19	0	1.726	106.232	-33.297	1.776	513
580010.SH	马钢 CWB1	1.897	1.323	165.703	4.38	3.26	1.12	0.777	17.74	34.356	2.309	105

580022.SH	国电 CWB1	2.109	1.061	88.959	5.69	7.5	0	2.109	68.875	-24.133	2.698	644
580023.SH	康美 CWB1	2.201	0.42	197.488	8.03	10.77	0	2.201	88.941	-25.441	1.824	283
580013.SH	武钢 CWB1	2.589	1.317	119.84	8.11	9.58	0	2.589	50.049	-15.344	3.132	244
580014.SH	深高 CWB1	2.802	0.097	185.492	5.27	13.48	0	2.802	208.956	-60.905	1.881	440
580016.SH	上汽 CWB1	2.919	0.136	167.572	6.74	26.97	0	2.919	343.457	-75.009	2.309	510
580021.SH	青啤 CWB1	3.675	1.634	105.68	20.82	28.06	0	3.675	70.077	-25.802	2.833	430
580015.SH	日照 CWB1	3.912	0	191.201	11.7	14.15	0	3.912	54.376	-17.314	2.991	109
580017.SH	赣粤 CWB1	3.874	0.346	125.09	9.75	20.53	0	3.874	150.297	-52.509	2.517	562
031002.SZ	钢钒 GFC1	4.841	5.17	0	7.58	3.266	5.216	-0.375	-4.088	132.088	1.893	118
580018.SH	中远 CWB1	5.332	0.819	163.571	22.5	39.66	0	5.332	123.662	-43.268	2.11	375
031005.SZ	国安 GAC1	5.333	1.217	158.857	10.8	17.69	0	5.333	113.034	-38.955	2.032	405
031006.SZ	中兴 ZXC1	8.266	1.836	99.935	34.5	55.582	0	8.266	95.189	-37.93	2.934	555
031007.SZ	阿胶 EJC1	11.12	12.158	0	17.33	5.5	11.83	-0.709	-4.091	215.091	1.558	336

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 101.73%，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 343.457%，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，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 15 日）

代码	名称	最新价	理论价格	剩余期限	DELTA	GAMA	VEGA	THETA	RHO
580024.SH	宝钢 CWB1	1.223	0.534	687	0.404	0.071	3.623	-0.6	3.18
580019.SH	石化 CWB1	1.25	0.601	565	0.337	0.048	4.783	-0.95	3.63
580020.SH	上港 CWB1	1.699	0.0398	203	0	0	0	0	0
580025.SH	葛洲 CWB1	1.726	0.739	513	0.539	0.074	2.783	-0.79	2.4
580010.SH	马钢 CWB1	1.897	1.323	105	0.889	0.135	0.415	-0.51	0.67
580022.SH	国电 CWB1	2.109	1.061	644	0.515	0.108	2.877	-0.46	3.06
580023.SH	康美 CWB1	2.201	0.42	283	0.411	0.107	2.634	-0.96	1.8
580013.SH	武钢 CWB1	2.589	1.317	244	0.522	0.094	2.494	-1.31	1.79
580014.SH	深高 CWB1	2.802	0.097	440	0.091	0.058	0.927	-0.2	0.45
580016.SH	上汽 CWB1	2.919	0.136	510	0.079	0.03	1.153	-0.27	0.54
580021.SH	青啤 CWB1	3.675	1.634	430	0.465	0.031	8.766	-2.31	7.28
580015.SH	日照 CWB1	3.912	0.6521	109	0	0	0	0	0
580017.SH	赣粤 CWB1	3.874	0.346	562	0.16	0.047	2.859	-0.43	1.8
031002.SZ	钢钒 GFC1	4.841	5.17	118	1	0.001	0.004	-0.06	0.86
580018.SH	中远 CWB1	5.332	0.819	375	0.272	0.026	7.423	-2.17	4.48
031005.SZ	国安 GAC1	5.333	1.217	405	0.361	0.055	4.14	-1.2	2.86
031006.SZ	中兴 ZXC1	8.266	1.836	555	0.295	0.019	14.38	-2.21	11.2
031007.SZ	阿胶 EJC1	11.121	12.158	336	0.964	0.005	1.24	-0.77	3.31

大部分权证都是价外权证，价内外程度比率为-11.386%，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 2.47，比上周 2.411 有所增加。目前认购权证中杠杆倍数最高的是石化 CWB1，为 4.264。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 11.83 元内在价值，钢钒 GFC1 有 5.216 元、马钢 CWB1 有 1.12 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，上周钢钒 GFC1 随着正股的走势而大起大落，特别是周五暴涨，达到涨停板 27%。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。

**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