

如何在震荡市中优选认购权证

——1-2月份认购权证走势回顾及后市判断

- 2007年以来认购权证交易呈现如下特征:第一,从估值来看,认购权证估值合理,溢价率普遍降低。第二,从涨幅来看,权证涨幅超越正股,杠杆效应显著。第三,从流动性来看,权证显著高于正股。
- 低价值权证估值、上涨幅度、流动性均明显高于高价权证;钢铁板块的涨幅、流动性、估值相对较高;钢铁、电力、较新上市权证成为热点品种。
- 投资权证为上佳选择。理由是:权证正处于估值低位;涨幅超过正股,杠杆效应明显;流动性强,T+0交易更适应震荡环境中的风险控制。
- 2007年最值得投资的权证分别为侨城HQC1(77.06%)、伊利CWB1(46.44%)、五粮YGC1(25.04%)。而国电JTB1、首创JTB1则由于正股价格已经到位,后续走势具有一定风险。

国泰君安研究所

一、认购权证交易特征分析

截至3月7日,市场共有13只认购权证。我们选择2006年第四季度、2007年1-2月作为研究区间。2006年末市场呈单边上涨特征,2007年1-2月市场趋于宽幅震荡,基于上述两个阶段的比较分析,既能体现认购权证交易特征随时间的变化规律,又能体现其在不同市场环境中的运行特征。

1、总体运行特征
(1)估值:权证与正股联动性增强,估值合理,甚至低估

a、与正股联动性逐步增强,估值趋于理性
从权证价格与理论价值比较看,与2006年末相比,2007年1-2月认购权证价格与理论价值之比有一定程度的降低,认购权证的交易价格已逐步接近其理论价值,市场对权证投资日趋理性。宝钢GFC1、首创JTB1被市场赋予较高估值,其他权证价格与理论价值的溢价幅度大多在20%以下。在2月27日股市大跌、而后2月28日反弹时,权证价格与理论价值的相对幅度保持了相对稳定(见图1)。

b、溢价率呈普遍降低趋势,负溢价有扩大现象

认购权证溢价率今年以来出现了普遍且显著降低迹象,高溢价、合理溢价、负溢价权证均概莫能外。负溢价权证主要为高价权证,如万华HXB1、五粮YGC1、伊利CWB1、邯钢JTB1、包钢JTB1,虽也出现过负溢价,但趋势上有消除迹象,而高价的万华HXB1、五粮YGC1的负溢价仍有持续可能(见图2)。

(2)涨幅:权证涨幅超越正股,杠杆效应显著

随着股市板块热点转换及正股表现的变化,2007年1-2月认购权证的表现与2006年第四季度有较大不同。2007年1-2月,涨幅最大的权证多为钢铁、电力权证或较新上市权证,分别为国电JTB1、中化CWB1,以及马钢CWB1、包钢JTB1等。而2006年第四季度,涨幅最大的权证多为市值相对较大的绩优蓝筹股权证,如雅戈QCB1、五粮YGC1、万华HXB1等。

从权证与正股表现比较看,除侨城HQC1外,2007年1-2月权证累计涨幅均超越正股,显

示了明显的杠杆效应。杠杆效应较突出的权证多为钢铁、电力等正股表现较好的权证,而侨城HQC1、五粮YGC1、万华HXB1等走势较弱的蓝筹股权证杠杆作用相对较小。

在股市大跌或大涨时期,权证杠杆效应尤其淋漓尽致。2月27日,上证指数大跌8.84%,除马钢CWB1外,其他权证跌幅都显著超越正股。2月28日,上证指数反弹3.94%。虽然仅有马钢等3只权证正股收复前日失地,但有4只权证回收前日失地。除包钢JTB1外,2月28日权证与对应正股的涨幅之比均高于2月27日大跌其相对于正股的跌幅。

(3)流动性:权证显著高于正股,钢铁类权证受关注

从权证活跃度对比来看,2007年1-2月,权证交易比2006年第四季度更为活跃。从权证与正股成交金额对比来看,2007年1-2月,权证相对于正股的活跃度较2006年第四季度有所下降,但是,除万华HXB1的交易额低于正股外,其余权证的成交金额仍超过正股。与正股相比,高价权证的成交相对不活跃,而低价钢铁等权证成交较为活跃。此外,与大跌日相比,反弹日权证活跃度明显增强。

2、市场板块运行特征

(1)低/高价板块:分化明显,低价板块为市场焦点

我们将市场上现有认购权证分为两类:将价格高于10元

的权证作为高价权证,其余权证作为低价权证。从估值、涨幅、流动性来看,2007年1-2月,低价权证均显著超过高价权证。值得注意的是,高价权证板块的负溢价现象较为明显。

(2)行业板块:钢铁权证板块更受市场追捧

我们将低价值权证划分为钢铁(4只)、电力(2只)、其他(中化CWB1、雅戈QCB1、首创JTB1)板块,以挖掘板块共性特征。从估值来看,2007年1-2月钢铁板块估值基本与电力板块持平,但低于其他板块;从涨幅来看,为钢铁、电力、其他板块;从流动性来看,钢铁板块权证相对于正股表现最为活跃,但就权证换手率而言,则其他板块更为活跃。

二、正股及行业估值与预测

1、估值:高价权证对应的蓝筹正股与所属行业有估值优势

我们采用各大券商对于A股2007年盈利预测的均值,比较13只认购权证与其对应正股所属行业的2007年PE。与行业相比,在2007年动态PE上有一定估值优势的正股有五粮液、华侨城A、伊利股份、雅戈尔略有估值优势。综合来看,估值优势较大的正股为高价权证对应的蓝筹正股,如五粮液、华侨城A等。

2、认购权证正股评级与预测

(1)正股价格预测与潜在上

涨空间:高价权证对应的蓝筹正股机会较大

我们统计了2007年1-2月对认购权证正股进行评级的券商机构的2007年预测目标价以及推荐理由,并按照3月6日收盘价格测算正股的潜在上涨空间。在行业分析师预测基础上,我们进一步发现,2007年潜在上涨空间最大的股票为华侨城A(55.08%),然后是伊利股份(35.50%)、雅戈尔(33.63%)、烟台万华(32.88%),而国电电力、首创股份已达到2007年目标价(见图3)。

(2)基于正股的权证潜在上涨空间:高价权证机会较大

在上述正股2007年预测价基础上,我们测算认购权证的潜在涨幅。其中,对于2007年底之前到期的权证按权证到期时、正股达到预测目标价计算内在价值,2007年底之后到期的权证,按2007年底时、正股达到预测目标价计算理论价值。由于当前权证估值合理,因此权证潜在涨幅的排序与正股基本对应。2007年潜在上涨空间最大的权证分别为侨城HQC1(77.06%),然后是万华HXB1(62.57%)、伊利CWB1(46.44%)、雅戈QCB1(33.28%),而马钢CWB1(1.26%)、邯钢JTB1(6.45%)潜在上涨空间较小。由于正股已达目标价,因此国电JTB1(-34.89%)、首创JTB1(-41.74%)可能面临较大调整风险(见图4)。值得注意的是,这里只是粗略测算,因为权证到期日与行业分析师给出正股目标价的预测区间是不尽一致的。对于临近2007年底以及2008年以后到期的权证,本测算具有较大参考价值。

上述对于正股、权证涨幅空间的判断,是基于3月6日数据测算的。随着股市震荡加剧,权证机会可能经常出现,投资者可参照我们给出的正股目标价、权证目标价值测算,寻找机会进行价值投资。

三、基于权证、正股综合判断

2007年以来认购权证与正股联动性增强,估值合理,万华HXB1、五粮YGC1、侨城HQC1

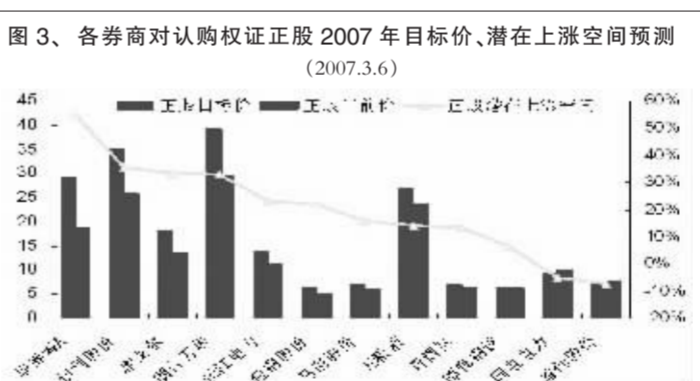
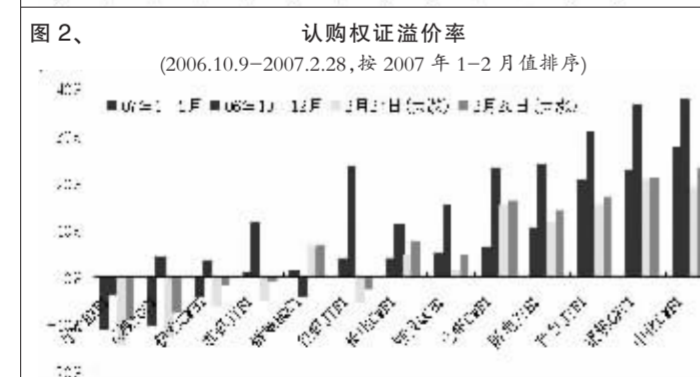
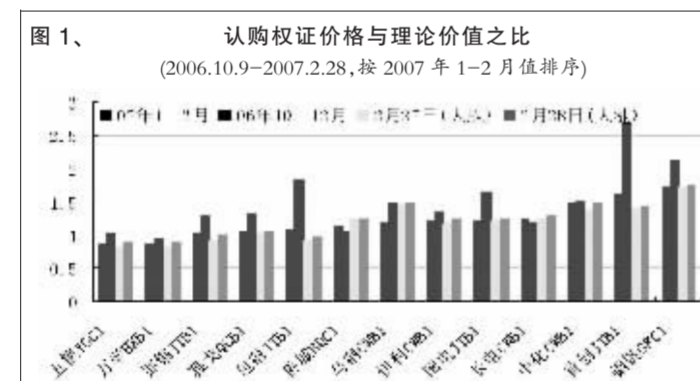
等高价权证还持续出现负溢价现象。对于看好认购权证正股走势的投资者而言,存在两种选择:投资于权证,抑或投资于正股?我们认为,投资于权证为上佳选择。理由是:无论是历史纵向还是国际横向,权证正处于估值低位;涨幅超过正股,杠杆效应明显;流动性强,T+0交易更适合震荡环境中的风险控制。

从2007年1-2月的观察来看,钢铁、电力、新上市的低价值权证成为市场热点,马钢CWB1、包钢JTB1、宝钢GFC1、邯钢JTB1、国电JTB1、中化CWB1受到追捧。而基于蓝筹正股的高价权证,如万华HXB1、五粮YGC1、侨城HQC1、伊利CWB1似乎淡出投资者眼球。不过,基于各券商分析师对认购权证正股及所属行业的基本面分析,上述现象将在未来得到扭转。

由于现有权证将从2007年3月底开始陆续到期,因此,并非所有正股的2007年内涨幅均能在对应权证上体现。如包钢JTB1、邯钢JTB1、首创JTB1等将于近期到期,其正股短期内能否上涨,甚至达到目标价尚难判断,当然权证表现也就难以判断。考虑权证到期因素对价值实现的影响,我们认为,2007年最值得投资的权证分别为侨城HQC1(77.06%)、伊利CWB1(46.44%)、五粮YGC1(25.04%)。万华HXB1、雅戈QCB1虽然将于2007年内到期,但考虑到其正股当前价格距离目标价格有较大空间,因此也值得关注。而国电JTB1、首创JTB1则由于正股价格已经到位,后续走势具有一定风险,需谨慎。

上述对于正股、权证涨幅空间的判断,是基于3月6日数据测算的。随着股市震荡加剧,权证机会可能经常出现,投资者可参照我们给出的正股目标价、权证目标价值测算,寻找机会进行价值投资。

(执笔:蒋瑛琨 孙佳宁 彭艳)



券商研究机构对上市公司一致预期大幅调整品种追踪

(2月9日至3月9日)

股票代码	股票简称	持续上榜天数	一致预期				2006年一致预期净利变动(%)			2007年一致预期净利变动(%)			总市值占比(%)	流通市值占比(%)
			2006年EPS	2006年PE	2007年EPS	2007年PE	4周变化率	12周变化率	26周变化率	4周变化率	12周变化率	26周变化率		
000793	华闻传媒	6	0.11	106.42	0.31	36.62	42.99	58.8	27.36	19.78	28.52	40.52	0.11	0.38
600806	交大科技	2	0.18	59.85	0.32	34.07	12.97	14.28	9.81	9	17.5	16.49	0.02	0.03
601628	中国人寿	8	0.51	64.83	0.69	48.19	8.32	15.07	15.07	8.3	15.07	15.07	6.72	0.56
000932	华菱管线	2	0.44	14.84	0.61	10.68	7.87	12.06	26.38	10.92	19.9	36.18	0.11	0.17
600588	用友软件	23	0.76	49.21	0.98	38.29	6.87	16.21	17.73	4.46	20.02	21.37	0.06	0.15
601318	中国平安	6	0.99	47.16	1.32	35.08	6.44	2.15	2.15	11.2	7.32	7.32	2.42	0.74
600973	宝胜股份	6	0.62	32.6	0.88	22.97	5.51	5.54	10.56	5.85	5.88	12.9	0.02	0.05
600497	驰宏锌锗	10	4.67	19.62	6.35	14.43	4.64	6.85	7.11	6.39	14.17	21.57	0.14	0.25
600508	上海能源	8	0.63	15.03	0.81	11.73	4.32	-0.84	-4.42	16.06	15.78	12.11	0.05	0.07
000767	漳泽电力	6	0.31	23.64	0.42	17.31	3.8	-4.94	-4.17	8.8	-10.79	-6.55	0.07	0.08
600694	大商股份	10	1.03	36.05	1.44	25.73	3.75	4.16	1.22	10.17	13.94	10.72	0.08	0.23
601991	大唐发电	2	0.51	22.68	0.59	19.27	3.65	5.2	5.06	3.94	4.74	4.51	0.47	0.07
601111	中国国航	8	0.32	22.05	0.3	23.84	3.52	9.25	26.06	8.06	19.86	40.92	0.64	0.26

说明: 研究机构对上市公司经营的预期进行了大幅调整,这具有较高信息含量和再研究价值。同时我们已剔除了因微利、异常预测所引发的异常调整品种。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

信息评述

央行再抛 1010 亿定向票据

为了抑制流动性,央行近日向部分公开市场业务一级交易商发行1010亿定向票据,这是2007年以来央行第一次发行定向票据,也是自去年5月以来第五次发行这种带有惩罚性质的央票。

海通证券:

对于目前流动性过剩的问题,存款准备金率现在确实还有调整空间,我们认为央行至

少还会上调存款准备金率两到三次。

另外,其他的调控措施也有望陆续推出。

平安证券:

央行定向发行1010亿元三年期央票,加大流动性回收意图十分明显。在连续上调存款准备金率后,央行从今年1月下旬开始增加三年期央票的发行,从流动性回收效果上看,相当于不断微调上调存款准备金率。而此次定向1010亿元三年期央票的发行,相当于上调存款准备金率0.3%。不同的是,上调存款准备金率是面向全部存款类金融机构,而定向央票则是针对特定的一些商业银行,针对性强,其目的显然在于加强对这些商业银行的贷款资金管理。

国家外汇投资公司筹备提速

对即将成立国家外汇投资公司,国内外都极为关注。在3月9日两会举行的新闻发布会上,财政部部长金人庆也承认,国家外汇投资公司正在筹建组织过程中。

中金公司:

第一,视成立的方式和规模的不同,成立国家外汇投资公司对于货币政策会产生不同的影响。第二,外汇投资管理公司的成立对人民币汇率有着双重影响,一方面,它将有效降低外汇储备积累速度,缓解人民币升值压力。但另一方面,外汇储备积累速度的放缓减小了汇率升值对外汇

备的缩水效应,有利于人民币升值速度的加快。第三,如果向社会发行人民币长期债券,预计债券的利率水平将高于法定存款准备金利率,这对银行应该是利好。第四,我们认为国家外汇投资公司应当限于投资境外,而投资范围将包括股票、债券、货币市场工具、直接控股、不动产、自然资源等。

申银万国:

如果外汇投资公司首批可以募资2000亿美元,那它就可能成为全球最大的外汇投资公司,其运作对国际金融市场的影响将受到密切跟踪和关注。能源、金融和社会保障作为中国最需要

发展的领域,有可能成为投资公司的投资重点。从年内看,集中发债筹资有可能对股市和债市带来负面影响,流动性作为股市驱动因素的作用有可能被弱化,除非居民储蓄的持续分流可以弥补这种影响。

海通证券:

国家外汇投资公司一旦成立,将打破目前的货币创造机制,对流动性产生重要影响。公司成立初期,通过发债一次性购买大量外汇储备,相当于央行一次性

回收等量人民币,对市场的一次性冲击非常大。譬如发债2000亿美元,就相当于回收1.6万亿人民币。另外,对货币乘数和货币政策传导也会产生重大影响。

联合证券:

一次性发行2000-2500亿美元的债券对于市场资金来说影响较大,对于回收流动性而言存在矫枉过正之嫌。因此,首批发行并不意味着一次性发行,而可能是循序渐进地、依照实际情况采取的措施。此外,“联汇公司”的

成立将减轻央行发行票据的负担,从债券市场角度看,当前每周操作两次的公开市场操作力度可能将减弱,央票供给也将减少。不过,“联汇公司”发行人民币债券的期限多长,利率如何确定都还是未知数,因此,对债券市场的影响也有待细则出台才能判断。

行业评析

两税合并对医药商业公司业绩影响

本次两会的一个重要议题就是内外资企业所得税合并,相对于医药行业,各个细分行业和落实到具体公司上会有较大差异。

光大证券:

从细分行业看,医药商业企业由于税收优惠较少,企业所得税普遍按33%执行,因此医药商业企业受益要相对较大。我们从四家重点医药商业公司财务数据中看到,目前实际税率最高的是国药股份(34%)和南京医药(33%),因此两税合并后受益较大的应该是国药股份和南京医药;一致药业税率相对较低,主要是因为母公司享受

深圳特区15%的所得税优惠。但是一致药业主要子公司——国控广州税率为33%,因此两税合并后,国控广州所得税下降是提升公司业绩的主要因素之一;上海医药中部分工业企业按15%征收所得税,商业企业主要按33%缴纳。初步测算两税合并很可能将提升国药股份和南京医药净利润10-15%左右,而一致药业和上海医药影响相对较小,只有5-6%左右。

我国钢铁企业将掀起并购潮

上周末,两会代表和委员对钢铁业的并购问题给予高度关注,多位代表和委员对钢铁并购整合发出积极的信号和建议。

天相投顾:

我国目前仅是一个钢铁大国,还远未成为钢铁强国。今年两会代表和委员对钢铁企业的整合重组给予高度关注,相信在国外钢铁并购热潮有增无减、国内淘汰落后产能、节能降耗的要求下,

国内钢铁行业的并购重组将迎来实质性进展,并在未来五年及更长的时间内成为国内钢铁行业发展的主旋律之一。在此背景下,我们提示行业并购整合带来的包钢、邯钢、攀钢、马钢、鞍钢、本钢、济钢、莱钢等公司的投资机会。

欧盟 2009 年起节能灯将取代白炽灯

欧盟春季首脑会议达成协议,欧洲各国将于2009年全面用节能荧光灯取代高耗能的白炽灯,以减少温室气体的排放。

平安证券:

电光源鼻祖白炽灯即将于2009年退出欧洲历史舞台,这对于促进全球节能环保具有划时代

的意义。这必将影响到我国电光源行业未来的发展,维持对上市公司佛山照明推荐、雪莱特和浙江阳光中性的投资评级。