

股市理论与实战丛书

权证知识 与实战

汪中秋 朱雪松 王都发 编著 ■



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

权证知识与实战/汪中秋, 朱雪松, 王都发编著. 北京: 经济管理出版社, 2006

ISBN 7-80207-506-8

I. 权... II. ①汪... ②朱... ③王... III. 股票—证券投资—基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 008740 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京交通印务实业公司

经销: 新华书店

责任编辑: 谭 伟

技术编辑: 杨 玲

责任校对: 超 凡

880mm × 1230mm/32

8.75 印张

196 千字

2006 年 4 月第 1 版

2006 年 8 月第 2 次印刷

定价: 25.00 元

书号: ISBN7-80207-506-8/F·426

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

前 言

自从诞生了金融衍生产品后，人们的投资领域变得更加广阔。历经数百年发展的金融衍生产品已成为了一个庞大的家族，权证产品正是这个家族里面最耀眼的明珠。

市场中绝大多数投资者炒作权证都是以短线甚至超短线操作为主，避险和套利的需求不多。因此，本书从实战中以短线投机为主线，用浅显叙述和大量例证来探索权证的基本理论和交易实务，希望让投资者对权证有个清楚的概念，并从中获取厚利，成为一个成功的投资者。

本书中我们介绍了十几种行之有效的权证交易策略，并通过大量交易实例来讲解。

本书中的许多内容参考了台湾黄须白的《认购权证操作实务》、郑静筠的《认购权证研究》、李建新的《证券策略投资论》、贺强、徐海乐的《我国权证交易的历史教训》等书，在此对以上诸位表示感谢。

由于时间短促，写作任务繁重，本书难免有不妥之处，还望广大读者与股民朋友们不吝赐教。

编者

2006 年 1 月

~ 1 ~

目 录

第一章 权证产品的发展历史和现状	(1)
一、我国初期权证产品的发展	(1)
二、我国权证产品存在的弊端	(4)
三、我国早期权证的经验和教训	(6)
四、海外权证产品的历史和现状	(8)
五、香港权证产品状况和评价	(14)
第二章 权证产品基础知识	(19)
一、权证的概念	(19)
二、权证的基本要素	(20)
三、权证的分类	(24)
四、影响权证价格的因素	(27)
五、权证收益与风险分布	(29)
第三章 权证产品的价值评估	(32)
一、衍生产品定价的方法	(32)
二、权证产品价值评价	(35)
三、权证产品内在价值与等价比例的确定	(41)
四、权证产品指标	(45)

五、引申波幅.....	(48)
六、权证产品风险组合管理.....	(50)
第四章 权利金	(53)
一、权利金与权利金比率.....	(53)
二、权利金比率与溢价.....	(55)
三、杠杆比率的困惑.....	(58)
第五章 权证产品的除权和除息	(63)
一、权证产品的除权.....	(63)
二、权证产品的除息.....	(67)
第六章 权证产品多头操作策略	(71)
一、有限风险多头操作策略.....	(71)
二、无限风险多头操作策略.....	(83)
第七章 权证产品空头操作策略	(89)
一、有限风险空头操作策略.....	(89)
二、无限风险空头操作策略.....	(98)
第八章 权证产品中性操作策略	(104)
一、有限风险中性操作策略	(104)
二、无限风险中性操作策略	(119)
第九章 宝钢、长电、武钢权证剖析	(123)

一、宝钢股份股权改制方案剖析	(123)
二、长江电力股权改制方案剖析	(127)
三、武钢股份股权改制方案剖析	(130)
 第十章 交易所权证投资者入市指南	(141)
一、权证入市必知	(141)
二、权证投资词汇	(143)
 第十一章 投资权证产品的心理分析和资金管理	(153)
一、心理结构分析	(153)
二、资金管理	(156)
 第十二章 期权简介及交易实务	(160)
一、期权简介	(160)
二、期权的基本策略	(164)
 第十三章 《权证业务管理暂行办法》解读	(172)
一、总则	(172)
二、权证的发行上市	(173)
三、权证的交易行权	(179)
四、罚则	(183)
五、附则	(184)
 第十四章 权证实战解说	(186)
一、宝钢权证	(186)

二、武钢权证	(223)
三、鞍钢权证	(250)
四、钢钒权证	(262)
深圳市华美天衡投资顾问有限公司简介	(273)

第一章 权证产品的发展 历史和现状

自从诞生了金融衍生品种后，人类的投资领域和投资产品变得越来越精彩。金融衍生品种历经数百年的发展，已成为一个品种丰富的领域。权证是这个领域中最耀眼的明珠之一。权证作为一种投资工具，有着不可比拟的特性和优越性，曾令多少投资者神往。从历史的发展进程分析，权证产品在全球各地的投资市场红红火火，并且在数年内获得了重大的发展。例如，香港的权证市场现正处于如火如荼的鼎盛时期。

一、我国初期权证产品的发展

权证在我国资本市场中曾有过短暂的发展历史。作为一种创新性的交易工具，为活跃我国证券市场起到了极大的作用。由于我国的国情和证券市场各时期的特殊作用，以前我国证券市场中流通的权证主要是优生权证，它在发展过程中形成了不同的具体形式。在我国，初期权证产品交易过程几经演变和发展。根据不

同时间段和不同标的物，产生了五类权证产品。

（一）长期权证

长期权证是指流通期一般在 1 年以上的权证，它是以时间单位长短划分。在资本市场中最早推出的长期权证是深圳市场中的一家宝安权证，它是由深宝安股份有限公司在 1992 年 10 月 30 日向全体老股东发放的，期限规定为 1 年时间，发行数量为 2640 万张。宝安权证的流通期在 1992 年 11 月 5 日至 1993 年 11 月 2 日期间，行权期在 1993 年 9 月 1 日至 1993 年 11 月 5 日，每张宝安权证可以认购 1 股宝安股票，认股价为 20.00 元。

（二）个人股配股权证

相对于长期权证来说，这是一种短期权证，是由上市公司在分红配股时向公司个人股东派发的权证。权证的认股比例为 1:1，股票的配股价格等于行权价。个人股配股权证可以分为 A 股配股权证和 B 股配股权证两种。例如，深圳中浩股份有限公司在 1993 年 7 月份分红配股时，同时发放了 A 股权证和 B 股权证。

（三）公股转配权证

公股转配权证和个人股配股权证一样，都属于一种短期权证，是由上市公司在分红配股时，由国家股东或法人股东以收取一定手续费的方式，按股权比例转让给个人股东的配股权证。公股转配权证不能独立流通，其在流通以前要以收取手续费的方式转让给个人股东，与个人股东配股权证合为一种权证上市交易，因此，又称为混合权证。通过该权证认购的配股，可以全部上市流通。

例如，原株洲火炬股份有限公司在 1994 年进行配股时，就采用了这种权证方式，并且实现了国家股有偿转让配股权。

（四）分离运作权证

分离运作权证是一种运作方式比较特殊的权证。在混合权证到期后，个人权证部分缴款认购配股、停止交易，而国家股转配权证则部分正长时间独立挂牌交易。这种权证在延长之前也是一种短期混合权证，在延长期演变为长期公股转配权证。例如，1995 年深圳证券登记有限公司制定了《国家股、法人股转配股权证分离运作方案》，按照此方案分离运作的权证有原海发 A 权、轻工 A 权、闽东 A 权等。

（五）公私并存配股权证

这种权证是指同一家上市公司在同一次分配股中将权证按照个人股东和国家股东的比例，分为“私权”与“公权”两种，即分为 A1 权和 A2 权两种独立的权证。这两种权证同时上市、同时摘牌、短期流通、独立交易，摘牌后即认购配股，A1 权不再独立流通，A2 权认购的配股暂时不能上市。

首次提出将权证明确分为 A1 权与 A2 权直接上市的是原海南港澳实业股份有限公司。福建福发股份有限公司和原江苏悦达股份有限公司的配股方案都是采用了这种“公私并存”的配股权证。

二、我国权证产品存在的弊端

在我国初期证券市场中，由于条件限制、经验不足等原因，权证产品的积极作用在市场中并未得到很好的发挥，反而产生了许多问题。具体表现如下几个方面：

（一）将权证作为投机工具炒作，长期权证长时间大幅度地偏离其理论价格

一般来讲，在权证交易过程中，在各种要素的影响下，权证价格在二级市场中高于实现权证的内在价格。在一定的条件下这是正常的现象。但是在权证交易的二级市场中，长期大幅度地高于权证其内在的价格却是非常不正常的现象。

例如宝安权证，从1992年11月5日上市至1993年11月2日停止交易，其二级市场中的价格一直都大大地超过其内在的价值，并且有时出现异常的大幅度的偏离。宝安权证上市时的开盘价为4.00元，最高曾炒作到近24.00元，最后在摘牌时跌至2.35元。这种价格严重地脱离价值的市场表现，都是由于在二级市场中过度炒作，投机成分十分浓厚的表现。这就使宝安权证成为单纯博取差价的投机工具，从而给市场带来危害。

(二) 权证交易炒作价格与权证行权期到来前的价格波动异常

我国股市在刚创立时期，由于人为的过度干扰，股票经常出现暴涨暴跌现象，权证交易更是如此。

例如 1994 年 11 ~ 12 月，股市指数连续下滑，而权证被市场暴炒成风，有些权证的价格竟然被炒得远远高于认股股票的价格。如原深中意复牌日，A 权开盘价格为 5.00 元，而中意股票开盘价仅为 4.01 元，权证价格高于股票价格的 25%。某些短期的 A2 权在流通期将结束前，其价格竟然跌至最低价 1 分。如深市连大冷 A2 权上市价为 1.65 元，最高暴炒价为 2.50 元；辽物资 A2 权上市价为 2.50 元，暴炒最高价为 5.00 元；而在 1995 年 1 月 25 日收盘时，两只权证价格均跌至 1 分。特别是 A2 权，因认购的公股不能上市流通，认购后长期被占压，其价格跌至 1 分，从而使权证失去了认股的意义，同时也宣告认股行为的完全破产。权证的这种价格异常波动直接导致了权证产品的失败。

(三) 短期权证价格暴涨暴跌，出现不正常的长期化现象

配股权证都是短期权证，由于深圳股市采用分离运作的办法，不合理地使短期配股权证中的国家股转配权证部分延期 1 年，演化为长期权证。由于权证交易期限延长，引起了权证价格的暴涨，例如 1994 年 11 月 3 日，因市场传出延期的消息时，中意 A 权一日上涨 52.78%，有可能延期的 6 只权证列入当日股市涨幅前 6 名。而 1995 年 12 月初，因为 6 只权证快到摘牌时间，大部分权

证价格已跌破 0.30 元。而后来，市场又传出延期消息，使 6 只权证价格全面暴涨，大部分权证价格暴涨到 1.50 元以上。但市场又传出权证不延期的消息，6 只权证全都暴跌，有 5 只权证价跌至 1 元以下。12 月 16 日，报纸上突然正式刊登 6 只权证延期半年的消息，18 日权证价格又出现暴涨，6 只权证价格被炒至 1.8 元以上。1996 年 6 月底，6 只权证又因出现摘牌的谣言引起暴跌暴涨，最终被停止交易。

（四）权证分为 A1 权和 A2 权，A2 权直接上市，这造成严重的操纵市场行为和不公平现象

A2 权完全是我国的特色权证，A2 权的出现，使我国权证形成了空前的不正常现象。A2 权由公股股东直接上市交易，其数量较大，而且又集中在少数大庄家手中，这为机构大户操纵市场打开了方便之门。例如，原福州东百 A2 权共计 1165.43 万张，其中有 981.29 万张控制在福州市财政局手中，占总比率的 84.2%，这为庄家操纵市场、左右权价提供了得天独厚的条件。福州东百 A2 权上市的开盘价为 3.20 元，当日冲高 4.78 元，收市价 3.95 元，这使价值仅为 1 元的公股通过一次分配就能牟取暴利。

三、我国早期权证的经验和教训

我国早期权证在经历了短期的疯狂炒作之后，最后逐渐退出了市场，并且带来了很多消极的影响。总结其经验和教训，主要

有以下几个方面：

（一）同股不同价，国有股不流通

在我国股市初期阶段，国有股难以上市的情况下，公司配股时，国家股既无现金，又不想放弃权利。在这种情况下便异化出转配股权证，又因为国有股转配部分不能上市，这便出现了分离运行的延期权证。由于国有股不上市，使上市公司股份分为可流通股和不可流通股，这使权证最终分离为 A1 权与 A2 权，从而引发了一系列问题。

（二）政策多变，无章可循

在我国刚刚创建证券资本市场之时，十分缺乏与权证有关的相应法律、法规，这使有关权证的政策制定及权证设计带有一定的随意性。正因为政策多变、无章可循，使得权证市场产生了暴涨暴跌的现象。例如 1994 年 10 月 29 日，证监会公布的公股转配部分暂不上市的通知使市场中的权证暴涨 40%。分离运作、延长转权期的消息使深市权证暴涨 3 天，其后有关转配权证不延期的政策出台后，又使市场产生了大幅度的暴跌。政策多变、无章可循是权证暴涨暴跌的根源。

（三）有法不依，执法不严

有法不依、执法不严是在权证初期交易市场中普遍存在的一种现象。例如转权延期的政策还未正式出台，但其消息早已被少数大户掌握，并且在暗中低位吸货，完成筹码收集工作。当政策明朗时，其他散股民民争相抢购，这些大户们则在高位暗中大力

派发手中筹码，以便牟取足够的暴利。一般情况下，权证盘子较小，这使机构大户极容易操纵权证的价格。机构大户不但操纵权证价格，而且还操纵股价以提高权证价格。例如，海发股票在1994年10月18日离收市仅1分钟时，突然出现66万股买盘，瞬间股价由6.00拉到15.60元收盘，涨幅高达15%。人为选市带动权证价格猛涨，从而为派发手中权证创造条件。

（四）权证种类繁多

权证产品创建初期，权证设计复杂，种类混乱。这种复杂的状态不但使监管者难以监管，而且给少数庄家提供了浑水摸鱼的机会。同时，这也给大众散户投资者提供了云里雾里的错觉，并且导致了权证市场严重的投机现象和混乱的局面。

权证产品再次推出，是完善我国资本市场中的一项重要举措。前事不忘，后事之师。我们必须吸取历史上的经验和教训，将防范权证交易中的过度投机和建立市场规则作为监管的重点，这样才能保证权证交易产品的健康有序发展和不断壮大。

四、海外权证产品的历史和现状

（一）海外权证产品的发展历史

1. 美国

认构权证最早起源于美国，1911年由美国电力公司首创发

行。1920 年，认股权证曾被广泛使用，到 1970 年 4 月 13 日，由美国电话电报公司所发行的认购权证，以附认购权证之公司债方式募集了 15.7 亿美元。之后，市场开始重视权证产品的威力，并且在纽约证券交易所上市挂牌交易。在 1970 年，认购权证大力发行，1973 年由 Black & Scholes 发表了选择权定价的模式，使认购权证市场迅速成长和扩大。1980 年以后，认购权证的发行和交易在市场中呈现大幅的增长，但是与期权相比，权证在美国的发展的节奏要慢些。

2. 欧洲

英国在 1970 年发行认购权证，并在 1984 年发行第一个附认购权证公司债，这使其成为欧洲最早发行权证产品的国家。1984 年法国也开始发行认购权证，其后权证在德国资本市场中急剧扩大，从而使其成为欧洲国家中规模最大者。1984 年瑞士的第一个认购权证在瑞士银行发行，飞利浦公司发行了荷兰最早的认购权证。法国的第一个附认购权证公司债在 1987 年出现。

到目前为止，欧洲的权证总量排名世界第一，并且将来在一定时期内的霸主之位不会动摇。

3. 亚洲

1973 年，由香港国际土地公司首先发行附认购权证公司债，并在香港证券交易所上市，亚洲的第一个权证产品就此产生了。1981 年日本开始发展认购权证市场，1985 年允许公司债与认购权证分开单独交易，1990 年认购权证发行机构多达 200 余家。新加坡于 1986 年开始发行认购权证，并成为当时亚洲最大的认购权证市场。1989 年，韩国和泰国也发行了权证。马来西亚在 1991 年发行三种认购权证。中国台湾在 1997 年以前就已存在着权证交易，

1997年8月20日, 大华证券首先发行了以国巨为标的证券的大华01认购权证, 并于同年9月4日在台湾证券交易所挂牌交易。

(二) 海外权证产品的现状

1. 全球近年来权证交易状况

权证产品自产生以来便成为了金融衍生工具中一个不可缺少的部分, 在投资领域中扮演一个重要的角色。根据国际交易所联合会的统计资料, 在56个会员交易所中, 已有42个交易所推出了各式权证产品。目前, 认股权证已经成为海外交易所仅次于股票、债券的第三种最常见的交易品种。在世界权证交易所中, 德国和中国香港权证市场的发展最能吸引全球投资者的眼球。

表 1-1 2002 ~ 2005 年 8 月全球权证品种一览表

交易所	挂牌数量				交易量 (百万美元)			
	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年
美洲								
美国交易所 Amex		18	17	15				
白慕大 Bermuda		1	1	1		1 6	0 85	5 8
布宜诺斯艾利斯 Buenos Aires	2	2	2	2		0 2	0	0
墨西哥 Mexico	15	13	3	11	111 6	72 4	33 18	34 87
加拿大 TSX Group	65	60	44	27	554 2	714 6	513 87	151 2
欧洲、非洲 中东								
意大利 Borsa Italiana	4059	3021	2594	3571	30723 90	16468 3	12318 5	17317 31
德国 Deutsche Borse	32204	27297	21431	18059	28085 20	44384 0	45987 9	26468 08
泛欧 Euronext		4991	3770	4595		6910 0	10344 8	15241 52
赫尔辛基 Helsinki			231	190		530 5	543 12	462 03
爱尔兰 Irish		0	5	10			4 55	1 89
南非 JSE South Africa	351	210	239	306	276 7	2249 8	218 22	638 25
伦敦 London	452	644	545	311	371 5	443 3	419 67	
卢森堡 Luxembourg	2803	2414	1795	1537	3 7	86 3	55 77	0 36
奥斯陆 Oslo	71	72	68	26	28 3	320 0	33 28	25 01