

# 股票价值决定与财务报表分析

鲁桂华

2006年1月4日至2007年10月16日,上证指数从1 180点上涨至6 124点,涨幅达527%并创下历史新高。火爆的股市行情吸引着越来越多的居民入市投资,仅2007年头4个月A股投资者开户数每月增长200万户,4个月开户总数超过1 000万户,并超过了此前4年的总和。然而,短期内广大个人投资者的投资与分析技能、投资理念与风险意识并没有与股市行情、投资热情同步增长,牛市巨大的投资收益早已让其忘却了行情下跌的风险。他们缺乏理智的分析与思考,多的是盲目、跟风与贪婪。股市自然不会是日日艳阳天的,自2008年1月15日起,上证综指一路狂泻,在短短6个交易日内最多下跌了993.08点,最大跌幅为18.04%,平均每天下跌3%,着实给广大个人投资者上了一堂生动的投资风险课。投资者投资分析技能与风险意识相对于资本市场发展的滞后,也导致中央政府在抑制股市泡沫与维系股市行情两个相悖的政策目标之间艰难地进行着抉择,以防止市场风险向政府的转嫁。2007年11月19日温家宝总理在新加坡国立大学发表演讲时提及,“要对股民进行风险教育和风险提示,要使股民懂得买股票可能挣,也可能赔”,即反映了中央政府的这一忧虑。

使投资者掌握必要的财务报表分析技能,对于提高其投资水平与风险

意识无疑是有帮助的。正是基于这一理解,笔者将通过一系列文章介绍基本的财务报表分析技能。本文是这一系列文章的起点,将从理论与经验两个层面分析股票价格的主要决定因素并进而讨论如何通过财务报表的分析来识别这些因素。

## 股票价值与净资产报酬率

股票价值决定于什么?我们不妨通过一个简单的例子来求解这一复杂的问题。假设A企业预期未来的投资报酬率为20%,即该企业1元钱的投资预期未来每年能够赚取0.20元的利润;而全社会等风险的投资机会预期每年只能赚取10%的报酬率,即1元的投资未来每年只能赚取0.10元的预期利润。那么,其他投资者想要赚取0.20元的利润,需要投资多少?

所谓投资,从现金流量的特征来看,是为了赚取未来现金流量而在当期做的现金预付。当前预付的现金即投资的价值。股票、债券等金融投资如是,建厂房、并购其他企业亦如是。由于全社会等风险投资机会的预期报酬率仅为10%,其他投资者为了赚取0.20元的利润,就需要在当期预付2元现金,或者说,其他投资者愿意为0.20元的利润支付2元的价格,A企业1元的投资,就具有2元的市场价格。如果

A企业预期未来每年的投资报酬率为30%,即其1元的投资未来每年能够赚取0.30元的利润,那么其1元的投资将具有3元的市场价格。综合上面的分析,投资的价值与预期的投资报酬率之间存在着如下关系:

投资的价值/投资额=预期的投资报酬率/全社会等风险投资机会平均的报酬率

上式即构成我们研究股票价格决定因素的依据。从总额来看,上市公司的净资产或股东权益即股东的投资额,上市公司的股票总市值即股东投资的市场价值。以每股为考察对象,股东的投资额为每股净资产,股东投资的市场价值即股票价值。预期的投资报酬率即上市公司预期的净资产报酬率,定义为上市公司的净利润除以股东权益或账面净资产。由此我们得到一个简单的股票价格决定模型:

股票价格/每股净资产=预期的净资产报酬率/全社会等风险投资机会平均的报酬率

股票价格相对于每股净资产的比率,即业界通常所用的市净率。而根据已有的研究,净资产报酬率服从随机游走,或者说预期未来的净资产报酬率就是当前的净资产报酬率,那么上面的关系式又可以表示为:

市净率=股票价格/每股净资产=净资产报酬率/全社会等风险投资机会

平均的报酬率 (1)

我们称式(1)所示的模型为市净率决定模型,亦可称之为股票价格决定模型,这一模型告诉我们:

结论一:如果全部上市公司的风险水平相差不大,那么对于所有上市公司而言,(1)式的分母相差不大,全部上市公司平均的市净率即全部上市公司平均的净资产报酬率与全社会等风险投资机会的平均报酬率之间的比率。如果上市公司是全部公司的一个足够好的代表,那么全部上市公司平均的净资产报酬率就大致等于全社会等风险投资机会平均的报酬率了,所以,从中长期考察,平均的市净率水平大致在1倍左右。

结论二:对于等风险的上市公司,(1)式中的分母(全社会等风险投资机会的平均报酬率)是相等的,那么净资产报酬率越高,公司股票的市净率就越高,股东等量的投资就具有更高的市场价值。正因为如此,上市公司的净资产报酬率才成为美国华尔街的证券分析最为关注的财务指标之一。

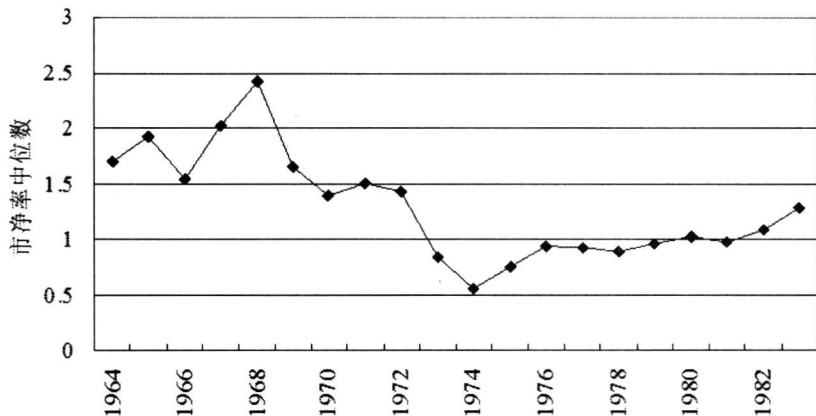


图1 市净率的时间序列特征

◆ A股市场: 1994-2006 ■ 红筹股: 2002-2006 ▲ 美国: 1968-1985

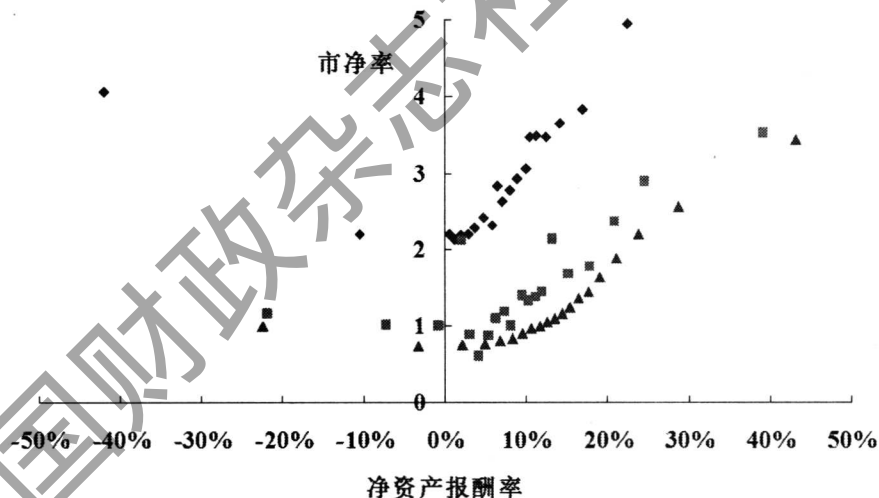


图2 市净率的截面特征

### 来自资本市场的经验证据

(1)式所示的股票价格决定模型是理论分析的结果,那么,这一理论在多大程度上与股票市场的现实情况相吻合呢?

首先,我们用美国市场的经验数据检验结论一。图1报告了美国股市1964~1983年间全部上市公司市净率的中位数。不难发现,每年市净率的中位数在1的上下波动,20年平均的市净率大致也在1倍左右,这与股票价格决定模型的预期是一致的,即全部上市公司长期中平均的净资产报酬率与全社会等风险的投资报酬率大致相当。

其次,我们分别用美国股市1968~1983年、香港股市2002~2006年和我国内地股市1994~2006

年的数据来检验结论二。首先将三个市场全部的样本公司依净资产报酬率从低到高的顺序分成等比例的20个组,再分别计算各组净资产报酬率、市净率的中位数,最后以净资产报酬率为横轴、以市净率为纵轴,将三个市场市净率与净资产报酬率的关系报告在图2中。

从图2来看,美国股市、香港股市的市净率与净资产报酬率的关系曲线基本相同,以净资产报酬率为10%为分界点分为两段。当净资产报酬率为10%时,两个市场的市净率约为1,这说明两个市场上市公司平均的净资产

报酬率大致在10%的水平上。我们称净资产报酬率低于10%的组为微利与亏损组,这些公司清算的可能性相对较高,因此股票价格接近于公司的每股清算价值,而每股净资产的账面价值与清算价值相对较为接近,因此微利与亏损组的市净率约为1倍左右,如图2中,市净率与净资产报酬率的关系曲线在这一段约为一条水平线,这与清算概率假说是一致的。我们称净资产报酬率大于等于10%的样本组为盈利组,盈利组的净资产报酬率越高,市净率越高。从图2来看,当净资产报酬率为20%时,市净率约为2倍,当净资产

报酬率为30%时,市净率接近3倍。这一结果表明,前面理论分析部分的结论二得到了香港、美国股市经验数据的支持。

从图2来看,我国内地股市市净率与净资产报酬率的关系曲线也呈现出两个阶段的特征。不同于美国与香港股市等成熟市场,我国内地股市微利与亏损组的市净率非常高,其中净资产报酬率最低的组,净资产报酬率约为-50%,即股东1元的投资每年烧掉一半左右,这类公司的市净率居然达到4倍以上!这就是业界所谓的“垃圾股”现象。但我们也发现,即使在定价效率可能存在问题的我国内地股市,盈利组的市净率与净资产报酬率也存在明显的正相关关系,随着净资产报酬率的上升,市净率也随之上升。前面的结论二在我国内地市场也是成立的,只是我国内地市场市净率的水平明显高于更为成熟的美国市场与香港市场,并且市净率随着净资产报酬率的上升而上升的速度也要快于美国与香港市场。

概言之,无论是理论分析还是经验分析都能得到这样的结论:股东投资的价值或股票的价值,与上市公司的净资产报酬率高度正相关。当上市公司的净资产报酬率高于社会平均水平时,股票价格就会高于账面价值,或者说股东1元的投资就能够卖到更高的价格。因此,根据财务报表进行投资分析或价值分析,以净资产报酬率作为起点,既具有理论基础,亦具有经验证据的支持。

### 杜邦分解价值分析框架

股票价格与净资产报酬率高度正相关,所以净资产报酬率是价值分析的起点。但净资产报酬率决定于哪些因素?我们如何通过会计报表解读导致净资产报酬率变动的因素,进而预测未来净资产报酬率可能的变动?杜邦

分解是一个广为接受的财务报表分析框架,这一框架与我们前面讨论过的股票价值决定模型具有逻辑上的一致性。杜邦分解的要义,可以用下面的公式表示:

$$\begin{aligned} \text{净资产报酬率} &= \text{净利润} / \text{净资产} \\ &= (\text{净利润} / \text{净销售}) \times (\text{净销售} / \text{总资产}) \\ &\quad \times (\text{总资产} / \text{净资产}) \end{aligned} \quad (2)$$

杜邦分解的主要意义在于,它将净资产报酬率变动的因素分解为三个方面:

1、市场结构与竞争战略——净利润与净销售的比率(销售净利润率),即1元的销售收入能够赚取多少净利润。首先,销售净利润率决定于市场结构。显然,竞争性行业的利润相对较薄,而垄断性行业的利润相对较厚。其次,销售净利润率还决定于企业的竞争战略。以彩电行业为例,四川长虹无疑是行业的领导者,它总能领先于竞争对手推出新产品,在竞争激烈的彩电行业,长虹的新产品是没有竞争者的,因而新产品将给长虹带来相对于竞争对手而言更丰厚的销售利润。为进一步研判销售净利润率的变动,我们可以进行结构百分比利润表分析。

2、技术特点与内部管理——净销售与总资产的比率(总资产周转率)。首先,总资产周转率取决于技术特点,房地产开发企业的资产周转显然较面粉加工企业要慢,而地处西北的房地产开发企业因为有效施工周期较短,其资产周转一定慢于东南沿海的房地产

开发企业。其次,总资产周转率取决于企业的内部管理,如生产设备经常出现故障,应收账款催收不够积极,都有可能导导致总资产的周转放缓。显然,不同的资产类别,周转速度不尽相同,我们可以进一步分析总资产周转速度的变化,以研判总资产周转率变动的因素。

3、融资政策与财务风险——总资产相对于净资产的比率(权益乘数),即股东1元的投资驱动几元的总资产。权益乘数反映公司的融资政策,债务融资越激进,权益乘数越大,财务风险亦越高。在经济衰退时,高杠杆或高举债的企业,其业绩滑坡程度更为明显。我们可以进一步分析企业短期的流动性、长期的债务结构等,进一步对企业融资政策的取向及其财务后果展开分析。

概言之,净资产报酬率与股票价格正相关,因此进行价值分析,首先要认清哪些因素导致净资产报酬率的变动,这些因素未来是否仍然发挥影响,在此基础上研判未来净资产报酬率变动的方向与程度。而杜邦分解给我们提供了一个识别净资产报酬率变动因素的基本框架,这一框架将导致净资产报酬率变动的因素分成市场与竞争策略因素、技术与内部管理因素和融资政策等几个方面。在本系列稍后的文章中,我们将逐一展开讨论。

(作者单位:中央财经大学会计学院)

责任编辑 闵超

