



G 首钢股票的价值分析

蔡喜忠

(河北大学, 河北 保定 071002)

摘要:本文利用收益资本化法和 SAS 9.0 统计软件的统计分析功能对首钢股票进行了价值分析, 并用相关理论对分析结果与首钢股票的市场价格之间的差异进行了解释。

关键词:股票; 收益资本化法; 价值分析

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

文章编号:1007—6921(2006)18—0080—02

1 公司概况

北京首钢股份有限公司是由首钢总公司独家发起, 以社会募集方式设立的股份有限公司。1999 年 9 月 9 日, 中国证券监督管理委员会核准首钢股份在我国首家采用法人配售与上网发行相结合的方式向社会公开发行人民币 A 股股票, 总股本 231000 万股。2003 年 12 月 16 日公司成功发行了 20 亿元可转换公司债券, 12 月 31 日挂牌上市。截止 2005 年 12 月 31 日, 首钢股份总股本 2,310,427,803 股。

首钢股份是以钢铁业为主, 高新技术产业同步发展的上市公司, 高技术含量、高附加值产品产量占产品总量的二分之一。在中国《上市公司》杂志举办的上市公司 50 强评选活动中, 首钢股份以主营业务收入、净利润、资产总额以及年末总市值等项评价指标多次位居前列, 2001 年美国《财富》杂志评选首钢股份为中国上市公司百强企业, 2003 年入选深证成

份指数和深证 100 指数。2004 年中国农业银行北京市分行评定首钢股份为 AAA 级信用企业; 2003、2004 年度深圳证券交易所评选首钢股份为“信息披露先进单位”。

2 价值评估分析

2.1 评估过程简介

股票的价值取决于所有者预期从该资产获得的未来现金流量的现值。股票估价通常采用收益资本化法, 其数学表达式为:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1 + R_t)^t} \quad (1)$$

式中: V 代表股票价值; C_t 是指预计的分红, 本文用每股收益代替; R_t 是投资者要求的收益率; t 代表预测的分红期, 理论上应该是 1 到 ∞ 。

公式(1)中投资者要求的投资回报率需要根据以下公式进行计算:

会计要素的内容更加完善。

2.5 补充资本保全概念, 为价格变动影响下会计要素的确认和计量提供参考依据

资本保全是指保证初始投入资本的安全完整, 是区分企业资本报酬和资本回收的前提, 是正确计算企业利润的参考点。资本保全概念有财务资本保全和实物资本保全两种。根据资本的财务概念, 资本如同投入的货币或购买力, 即企业净资产, 只有当期末净资产超过期初净资产时, 才算赚得利润; 根据资本的实物概念, 资本如同营运能力, 只有当期末的实物生产能力超过期初实物生产能力时, 才算赚得利润。实物资本保全概念要求采用现行成本计量基础, 财务资本保全概念则以历史成本计量基础为主。企业应根据报表使用者的需求, 选择适当的资本保全概念。目前我国的基本会计准则对资本保全概念未予涉及, 因此, 财务会计概念框架必须补充资本保全概念, 以发挥其理论指导作用, 特别是对价格剧烈变动情况下的会计要素的确认与计量的指导作用, 增强会计信息的相关性。

【参考文献】

- [1] 葛家澍. 财务会计理论、方法、准则探讨. 北京: 中国财经出版社, 2002.
- [2] 汤云为, 钱逢胜. 会计理论. 上海: 上海财经大学出版社, 2001.
- [3] 财政部. 企业会计准则. 北京: 经济科学出版社, 2006.
- [4] 葛家澍. 财务会计的本质、特点及其边界. 会计研究, 2003. (3).

美国和英国的财务会计概念结构里不包括会计假设; 国际会计准则委员会的财务会计概念结构中规定了权责发生制和持续经营两项基本假设; 我国基本会计准则规定了会计主体、持续经营、会计分期和货币计量四个基本假设。由此看出, 我国会计假设与国际惯例差距较大, 一方面源自于我国会计环境的特殊性, 另一方面源于我国与西方对何为财务会计概念框架的起点认识上有差异。基于我国国情和会计环境的变化, 新的财务会计概念框架应保留并充实会计假设的基本内容。如网络环境下网上虚拟公司的会计主体的界定及持续经营和会计分期的前提条件的变化; 剧烈物价变动情况下的货币计量前提的变化; 跨国经营情况下的会计主体、货币计量的变化, 这些特殊的会计环境因素在界定会计的基本假定时必须考虑, 可以例证或例外情况的形式加以说明。

2.4 重新划分并定义会计要素, 细化确认和计量标准

国际惯例将会计要素分为存量要素和增量要素, 对于存量要素各国基本相同, 差异较大的是增量要素, 即利润表和权益大项下的具体项目。财务会计概念框架可对会计要素进行重新划分, 资产、负债和所有者权益要素的定义可采用国务院 2000 年颁布的企业财务会计报告条例中的定义, 对其他要素则需重新定义, 并对各要素的确认和计量标准从理论上进行具体阐释。对各要素的外延可以例证的形式作适当的延伸, 以其前瞻性为准则制定和规范新的经济业务的确认和计量提供理论指导。还可考虑增加现金流量表要素, 增强现金流量表的理论性, 使

$$R_i = R_f + (R_m - R_f)\beta_i \quad (2)$$

式中, R_i 表示无风险利率(此处以 5 年期国债利率代替); R_m 市场证券组合收益率, 用 GDP 增长率代替。

公式(2)中的系数 β_i 可用下面的公式回归得出:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

式中: R_{it} 股票实际收益率, 在此采用净资产收益率这一指标; R_{mt} 市场证券组合收益率用 GDP 代替; ϵ_{it} 为修正项。

2.2 具体的估价分析

2.2.1 β_i 的获得

表 1 净资产收益率

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004
净资产收益率%	14.73	15.07	14.21	13.39	13.97	17.47

表 2 GDP 增长率

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004
增长率%	7.6	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1

将 GDP 增长率设为自变量, 净资产收益率设为因变量, 均采用 1999 年到 2004 年的数据, 利用 SAS9.0 统计软件回归分析结果如下:

The SAS System 19:35 Friday, February 17, 2006

Obs	Ri	Rm
1	14.73	7.6
2	15.07	8.4
3	14.21	8.3
4	13.39	9.1
5	13.97	10.0
6	17.47	10.1

The REG Procedure
Model: MODEL1
Dependent Variable: Ri

Parameter Estimates

Variable	DF	Parameter Estimate	Standard Error	t Value	Pr > t
Intercept	1	10.68264	6.07101	1.76	0.1539
Rm	1	0.46475	0.67733	0.69	0.5303

由计算结果可知, 系数为 0.46475。

2.2.1.2 计算 R_i

由表 2 数据可得, R_m (GDP 增长率平均数) 为 8.92%, R_f 取 3.60% (2005 年凭证式第五期五年期国债利率)。将数据代入(2)式, 得投资者要求的投资回报率:

$$R_i = 6.07\%$$

2.2.1.3 计算股票价值

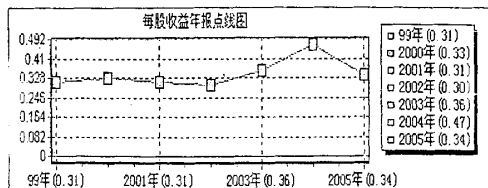


图 1 每股收益年报点线图

(资料来源: <http://www.jrj.com>)

根据首钢每股收益年报数据(图 1)显示分析, 把该股视为零增长股, 则各年股利 C 为一固定常数, 取 $C = 0.33$ 元。此时, 其股票价值可按永续年金折现公式计算:

$$V = \frac{C}{R_i} = \frac{0.33}{6.07\%} = 5.43(\text{元})$$

3 结果分析

从本文的价值评估结果看, 首钢股票的价值应徘徊在 5.43 元左右, 而月 K 线图(图 2)显示从 2004 年 7 月后, 股票价格一路下跌, 该股目前市盈率在 8 倍附近, 股价在 2.60 元~2.80 元, 明显低于所估价值。



图 2 首钢股票的月 K 线

(资料来源: <http://www.jrj.com>)

从市盈率的角度看, 由于钢铁行业利润回落预期, 目前 A 股钢铁行业的市盈率处于历史和全球低位, 除 G 冶特钢为 26.14 倍外, 其余都在 58 倍左右, 平均市盈率在 5 倍, 大大低于国际钢铁股平均市盈率 12~15 倍的水平。



图 3 首钢股票日 K 线

(资料来源: <http://www.jrj.com>)

从重置成本的角度看, 任何一个具有正盈利预期的企业价值应该高于其净资产。但是目前 G 首钢(000959)股票 2005 年每股净资产为 2.62 元, 而日 K 线图(图 3)显示公司的股票价格在 2006 年 2 月 17 日跌破了净资产, 显然公司的价值被明显低估。

目前国家宏观政策和产业政策对钢铁行业影响较大, 且公司的主要盈利产品线材和钢坯市场上出现了供大于求的局面。同时, 多数投资者只关注股改带来的交易性投资机会, 加大了市场的波动风险。因此, 无论是从绝对估值还是从相对估值来看, 目前公司的股票价值都是被低估的。

【参考文献】

- [1] 夏书乐, 刘淑莲. 公司理财学[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2000.
- [2] 火颖, 张汉飞. FCFE 模型进行估价的方法应用[J]. 济南: 山东社会科学, 2004, (5).
- [3] 王秋燕. 资本结构与股票价值分析[J]. 哈尔滨: 商业研究, 2005, (4).
- [4] 李文群. 中国普通股票发行定价模型研究[J]. 贵州: 贵州财经学院学报, 2005, (1).