

Warren Buffett

and the Interpretation of Financial Statements
The Search for the Company with a Durable Competitive Advantage

巴菲特教你读财报

股神巴菲特的制胜秘诀：
想获得高投资回报，一定要学会读财报！

[美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克 著



看懂公司财报，
就能找到
最值钱的股票！

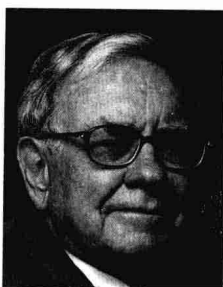


MACITICPRESS

Warren Buffett

and the Interpretation of Financial Statements

The Search for the Company with a Durable Competitive Advantage



巴菲特教你读财报

[美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克◎著
李凤◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

巴菲特教你读财报 / (美) 巴菲特, (美) 克拉克著; 李凤译. —北京: 中信出版社, 2009. 4

书名原文: Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements

ISBN 978-7-5086-1455-7

I. 巴… II. ①巴…②克…③李… III. 公司—会计报表—会计分析 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 024095 号

Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements by Mary Buffett and David Clark

Original English language edition copyright © 2008 by Mary Buffett and David Clark

Simplified Chinese translation copyright © 2009 by China CITIC Press

Published by arrangement with the original publisher, Scribner, an imprint of Simon & Schuster, Inc.

ALL RIGHTS RESERVED.

巴菲特教你读财报

BAFEITE JIAONI DU CAIBAO

著 者: [美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克

译 者: 李 凤

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 12.25 字 数: 84 千字

版 次: 2009 年 4 月第 1 版 印 次: 2009 年 4 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2008-6115

书 号: ISBN 978-7-5086-1455-7/F·1558

定 价: 30.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

导 读

刘建位

想知道股票值多少钱：首先要知道公司值多少钱

大家都知道巴菲特投资股票的策略是价值投资，什么是价值投资？

巴菲特解释是：“用 40 美分购买价值 1 美元的股票。”股票价格是不是 40 美分，一看就知道。但股票价值是不是 1 美元，看不见，摸不着，只能估计。因此，价值投资的前提是估算股票价值的多少。

价值估算得越准，投资成功的概率就越高。这里说的准，不是准确到几毛几分。巴菲特说：“我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但这也只限于一个价值区间，而决非那些貌似精确实为谬误的数字。”^①

^① Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1999.

估计价值区间，重要的不是最高价值，而是对这只股票的最低价值估计是否准确。

如果到商场买东西，尽管你不知道东西究竟值多少钱，但如果你知道基本的价格，而你买的价格比你估算的最低价值还要便宜许多，你就知道你买的价格到底便宜不便宜了。和你买东西一样，最重要的是知道价值的下限，这样你就能给自己设定一个买入的价格底线。

那么，如何知道一只股票值多少呢？

简单！前提是你知道这家公司整体值多少钱。

股票，是公司所有股权的一小部分。如果说公司的全部股权是一张大饼的话，一只股票，就是其中的一小份股权，而且每一只股票都是完全相同的，有相同的利润分配的权利。

大饼可以分开吃，公司却必须整体存在。但股票的奇妙之处在于，公司继续整体存在，但股权像大饼可以分成很多很多小份，一小块就是一股，公司给你一份拥有股份的产权凭证，就是股票。

买卖股票，形式是股票过户，但本质是买卖股权。如同你买卖房子一样，形式是产权证过户，但本质上是房子的产权转移了。因此巴菲特一再强调，买股票就是买公司。

要估算每股股票值多少钱，一个方法是知道整个公司值多少钱，然后再除以股份总数就行了。如同先算出一张大饼值多少钱，再除以你总共分了多少份，就知道一份值多少钱。

可能你又要问了，我怎么估计这家公司值多少钱呢？

你首先要知道内在价值的定义和估算方法。

巴菲特简单有效的估值方法：像估算债券一样估算股票价值

巴菲特对内在价值定义如下：“内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了唯一的逻辑手段。内在价值可以简单定义如下：它是一家企业在余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。”^①

“在写于50年前的《投资价值理论》中，约翰·伯尔·威廉姆斯提出了价值计算的数学公式，这里我们将其精炼为：今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的、以适当的利率贴现的现金流入和流出。请注意这个公式对股票和债券来说完全相同。尽管如此，两者之间有一个非常重要的，也是很难对付的差别：债券有一个息票（coupon）和到期日，从而可以确定未来现金流。而对于股票投资，投资分析师则必须自己估计未来的‘息票’。另外管理人员的能力和水平对于债券息票的影响甚少，主要是在管理人员如此无能或不诚实，以至于暂停支付债券利息的时候才有影响。与债券相反，股份公司管理人员的能力对股权的‘息票’有巨大的影响。”^②

大家应该明白了，在巴菲特看来，股票就是利息不固定的债券而已。

^① Warren E. Buffet: “An Owner’s Manual” to Berkshire’s to Berkshire’s shareholders. June 1996.

^② Warren Buffett: the Chairman’s Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1992.

估计公司的整体价值、估计股票的价值和估计债券的价值在方法上是一样的。公司每年的利润、股票享有的利润如同债券的利息。但在操作上却有很大的不同，公司利润和股票享有的利润每年都是变动的，而债券每年的利息却是固定的。

而预测公司未来几年的利润究竟会有多少，简直太难了。

一个很笨却很有用的方法是，放弃那些盈利很不稳定、很难预测的公司，只寻找未来现金流量十分稳定、十分容易预测的公司，这类公司有三个特点：一是业务简单且稳定，二是有持续竞争优势，三是盈利持续稳定。那些过去很多年盈利，长期保持持续稳定的公司，未来现金流量也很有可能继续保持稳定。

这正是巴菲特认为防止错误估计未来现金流量的非常保守，却非常可靠的方法：“尽管用来评估股票价值的公式并不复杂，但分析师，即使是经验丰富且聪明智慧的分析师在估计未来现金流时也很容易出错。在伯克希尔，我们采用两种方法来对付这个问题。第一，我们努力固守我们相信可以了解的公司。这意味着这些公司的业务本身通常具有相当简单且稳定的特点，如果企业很复杂，而产业环境也不断在变化，那么我们实在是没有足够的聪明才智去预测其未来现金流量，碰巧的是，这个缺点一点也不会让我们感到困扰。对于大多数投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们真正明白自己到底知道什么。只要能够尽量避免犯重大的错误，投资人只需要做很少几件正确的事情就足以保证盈利了。第二，亦是同等重要的，我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。如果我们计算出一只普通股的价

值仅仅略高于它的价格，那么我们就不会对买入产生兴趣。我们相信这一安全边际原则——格雷厄姆非常强调这一原则——是成功投资的基石。”^①

既然这些公司的盈利像债券一样稳定，我们就可以用类似于债券的简单估值方法进行估值。是不是很简单？这正是巴菲特选股的秘诀。

巴菲特的选股秘诀：寻找利息持续增长的“股权债券”

20世纪80年代末期，巴菲特在哥伦比亚大学作演讲时透露了他的选股秘诀。他只选择那些具有持续性竞争优势的公司，这类公司的股票相当于一种股权债券。

所谓股权债券，就是说本质上是股票，拥有公司部分股权，能够享有相应的利润分成。但形式上像债券，每年可以享有的利润像债券利息一样稳定。公司的税前利润相当于债券所支付的利息。

但不同于普通的债券，股权债券所支付的利息稳定，但并不是固定的，而是年复一年地保持增长态势，股权债券的内在价值自然也在不断地攀升，最终会推动公司股价在长期内持续增长。原因很简单，巴菲特知道，股市长期而言是一台称重机，最终会反映公司的内在价值增长。

听起来似乎有些复杂。其实就像你买债券一样，是复利，也就是

^① Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1992.

利滚利。表面看起来，利率是不变的。但你每年的利息到了第二年，就成了新增的本金，这样你的本金总额其实越来越多，尽管利率不变，其实你的利息总额每年越来越多，按照最初的本金来算，你的实际利率越来越高。

巴菲特寻找的具有持续性竞争优势的优秀公司，其实就是一个按照复利模式，而且利率水平相当高的赚钱机器。

举个简单的例子，假如你第一年股票投资 1 美元，每年投资收益率是 20%。第二年，你的本金就是最初的 1 美元加上第一年的盈利 0.20 美元，一共 1.20 美元。第二年年底，收益率还是 20%，你新增的盈利就是 1.20 美元乘以 20%，是 0.24 美元。就这样，第三年、第四年，利滚利，一直持续滚下去。

猜一猜，10 年之后，你的本利合计是多少？6.19 美元。

你下一年按 20% 的收益率新增的盈利是多少？1.238 美元。

按你最初的本金 1 美元计算，收益率高达 123% 以上。

这样一只一年赚 1.238 美元的股票，值多少钱？

用一只一年赚 5% 的长期公司债券或者债券来衡量，其价值为 1.238 美元除以 5%，等于 24.76 美元。相对于你最初投入的 1 美元本金，升值了 24 倍以上。

再举一个真实的例子。

20 世纪 80 年代末期，巴菲特开始以平均每股 6.5 美元的价格购入可口可乐公司股票，该公司的税前利润为每股 0.70 美元，相当于每股 0.46 美元的税后利润。从以往数据来看，可口可乐公司一直保

持着每年 15% 左右的利润增长率。由此，巴菲特认为他买到的是可口可乐公司的股权债券，这种债券能为他每股 6.5 美元的投资最初带来 10.7% 的税前回报率，同时他也认为该回报率今后将以每年 15% 的速度增长。

那巴菲特投资于可口可乐公司的股权债券，结果怎么样呢？

可口可乐公司的税前利润以每年大概 9.35% 的增长率增长，截至 2007 年其每股收益为 3.96 美元，相当于税后每股 2.57 美元。这意味着，巴菲特初始投资的每股 6.5 美元的可口可乐公司股权债券，在 2007 年支付了每股 3.96 美元的税前回报给他，这相当于 60% 的税前年回报率和 40% 的税后回报率。

股票市场一旦看到这些回报率，终有一日会重估巴菲特的股权债券价值，反映出其增长价值。

2007 年，可口可乐公司赚取 3.96 美元的每股收益，相当于每股 2.57 美元的税后利润。按照 6.5% 的长期公司债券利率计算，其每股股票价格应在 60 美元 ($\$3.96 \div 0.065 = \60)。2007 年，可口可乐公司的股票市场价格在 45 ~ 64 美元间波动。

巴菲特知道，如果他买入一家具有持续性竞争优势的公司，随着时间的推移，股票市场最终会重估公司的股权债券，其市场价值大约等于每股盈利除以长期公司债券利率。的确，股票市场风云莫测，投资者们有时太过悲观，有时又太过乐观，但最终决定长期投资实际经济价值的就是长期利率。

分析股票的前提是分析财务报表

我们已经知道巴菲特想要寻找的是什么样的公司，目标确定了，下一步就是如何找到具有持续竞争优势和持续盈利的公司。

唯一的办法就是阅读财务报表。

上市公司每年都要向股东公布上一年的年度财务报告，简称年报。在年报中，公司向股东汇报过去一年的经营情况，其中最重要的是财务报表，所有的财务数据都在财务报表中反映。

巴菲特阅读最多的是企业的年度财务报告。

“我阅读我所关注的公司年报，同时我也阅读它的竞争对手的年报，这些是我最主要的阅读材料。”^①

“你必须阅读无数家公司的年度报告和财务报表。”

“有些人喜欢看《花花公子》，而我喜欢看公司年报。”

巴菲特认为分析企业会计报表是进行价值评估的基本功：

“你必须了解财务会计，并且要懂得其微妙之处。它是企业与外界交流的语言，一种完美无瑕的语言。除非你愿意花时间去学习它——学习如何分析财务报表，你才能够独立地选择投资目标。”

“当经理们想要向你解释清楚企业的实际情况时，可以通过会计报表的规定来进行。但不幸的是，当他们想弄虚作假时，起码在一些行业，同样也能通过报表的规定来进行。如果你不能辨认出其中的差

^① Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1993.

别，那么你就不必在资产管理行业中混下去了。”^①

分析财务报表其实很简单

分析巴菲特赖以成为世界巨富的投资策略，可以归纳为一句：寻找具有持久竞争优势，能够保持盈利持续增长的优秀企业，以低于价值的价格买入。

巴菲特选股的成功秘诀在于两大关键点：

如何辨别一家公司是不是具有持久竞争优势的优质企业？

如何估算这家具有持久竞争优势的优秀公司值多少钱？

学习好不好，用分数说话。

公司好不好，用数字说话。

要回答这两个价值投资决策的关键问题，必须分析财务报表。

巴菲特通过财务报表挖掘出具有持久竞争力的优质企业。企业的财务报表可以反映出，这是一个会让你一贫如洗的平庸企业，还是一个拥有持久竞争优势、让你腰缠万贯的企业。

其实很多投资者都明白分析财务报表的重要性，但大家都担心分析报表需要很多专业知识，自己根本不懂财务，要学会太难了。

其实分析财务报表很简单。

第一，只用小学算术。

第二，只需要看几个关键指标。

^① [美] 珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第121页。

第三，只需要分析那些业务相当简单，报表也相当简单的公司。

本书就是用简短的篇幅，告诉你巴菲特分析公司财务报表选择优秀公司股票的方法。

本书主要分成四个部分，前三个部分分别教你如何阅读损益表、资产负债表、现金流量表，一步步教会你如何通过一些简单有效的财务指标分析出具有持续竞争优势的优秀企业。而最后一个部分则教你如何用最简单的债券估值方法，给这类公司的股票进行估值，并告诉你根据估值结果决定买入和卖出时机的方法。

真的非常简单。

不信，就让我们一起开始吧！

专家介绍：刘建位：中央电视台《理财教室》节目主讲人、汇添富基金管理有限公司首席投资理财师，著有《学习巴菲特》等畅销书。本书特邀刘建位为全书及每部分撰写专家导读。

目录

导读 刘建位 / VII

序言 / 1

第1章 让巴菲特成为世界首富的两大发现 / 7

第2章 让巴菲特成为超级富豪的企业类型 / 8

第3章 巴菲特的淘金之地 / 14

第4章 “持续性”是巴菲特打开金库的钥匙 / 17

第5章 财务报表概述：淘金之地 / 19

第6章 巴菲特在哪里发现财务信息 / 21

第一部分

损益表

第7章 巴菲特从哪里开始着手：损益表 / 26

第8章 收入——资金来源的渠道 / 29

第9章 销售成本——对于巴菲特来说越少越好 / 31

- 第 10 章 毛利润/毛利率：巴菲特寻求长期赢利的关键指标 / 33
- 第 11 章 营业费用：巴菲特的关注点 / 36
- 第 12 章 销售费用及一般管理费用 / 38
- 第 13 章 研究和开发费用：为什么巴菲特要避而远之 / 41
- 第 14 章 折旧费：巴菲特不能忽视的成本 / 44
- 第 15 章 利息支出：巴菲特不想看到 / 47
- 第 16 章 出售资产收益（损失）及其他 / 50
- 第 17 章 税前利润：巴菲特惯用的指标 / 52
- 第 18 章 应缴所得税：巴菲特怎么知道谁在说真话 / 54
- 第 19 章 净利润：巴菲特的追求 / 56
- 第 20 章 每股收益：巴菲特怎么辨别成功者和失败者 / 59

第二部分

资产负债表

- 第 21 章 资产负债表概述 / 67
- 第 22 章 资产 / 70
- 第 23 章 流动资产周转：钱是如何赚取的 / 73
- 第 24 章 现金和现金等价物：巴菲特的困惑 / 74
- 第 25 章 存货：公司需采购的原料和公司需出售的产品 / 78
- 第 26 章 应收账款净值：别人欠公司的钱 / 80
- 第 27 章 预付账款和其他流动资产 / 82
- 第 28 章 流动资产合计和流动比率 / 84
- 第 29 章 房产、厂房和机器设备：对巴菲特来说越少越好 / 86
- 第 30 章 商誉 / 89
- 第 31 章 无形资产：衡量不可测量的资产 / 91

- 第 32 章 长期投资：巴菲特成功的秘密之一 / 93
- 第 33 章 其他长期资产 / 95
- 第 34 章 总资产和总资产回报 / 96
- 第 35 章 流动负债 / 98
- 第 36 章 应付账款、预提费用和其他流动负债 / 99
- 第 37 章 短期贷款：它如何摧毁一家金融机构 / 101
- 第 38 章 一年内到期的长期贷款及其可能带来的问题 / 104
- 第 39 章 负债合计和流动比率 / 106
- 第 40 章 长期贷款：优秀公司很少有的东西 / 108
- 第 41 章 递延所得税、少数股东权益和其他负债 / 111
- 第 42 章 负债合计和债务股权比率 / 113
- 第 43 章 股东权益/账面价值 / 117
- 第 44 章 优先股、普通股和资本公积 / 119
- 第 45 章 留存收益：巴菲特变得超级富有的秘密 / 122
- 第 46 章 库存股票：巴菲特喜欢在资产负债表上看到的 / 126
- 第 47 章 股东权益回报率：第一部分 / 128
- 第 48 章 股东权益回报率：第二部分 / 130
- 第 49 章 杠杆问题和可能的骗局 / 132

第三部分

现金流量表

- 第 50 章 现金流量表：巴菲特查看现金之处 / 138
- 第 51 章 资本开支：致富秘诀之一就是减少它 / 142
- 第 52 章 股票回购：巴菲特增加股东财富的免税途径 / 145

第四部分

衡量具有持续性竞争优势公司的价值

- 第 53 章 巴菲特的股权债券创意如何使他致富 / 152
- 第 54 章 持续性竞争优势带来的持续增长回报 / 157
- 第 55 章 衡量具有持续性竞争优势公司价值的其他途径 / 159
- 第 56 章 巴菲特如何确定购买一家理想企业的最佳时机 / 162
- 第 57 章 巴菲特如何确定卖出时机 / 164

附录

- 具有持续性竞争优势公司的资产负债例表 / 167
- 不具有持续性竞争优势公司的资产负债例表 / 168
- 具有持续性竞争优势公司的损益例表 / 169
- 不具有持续性竞争优势公司的损益例表 / 170

术语汇编 / 171

致谢 / 179