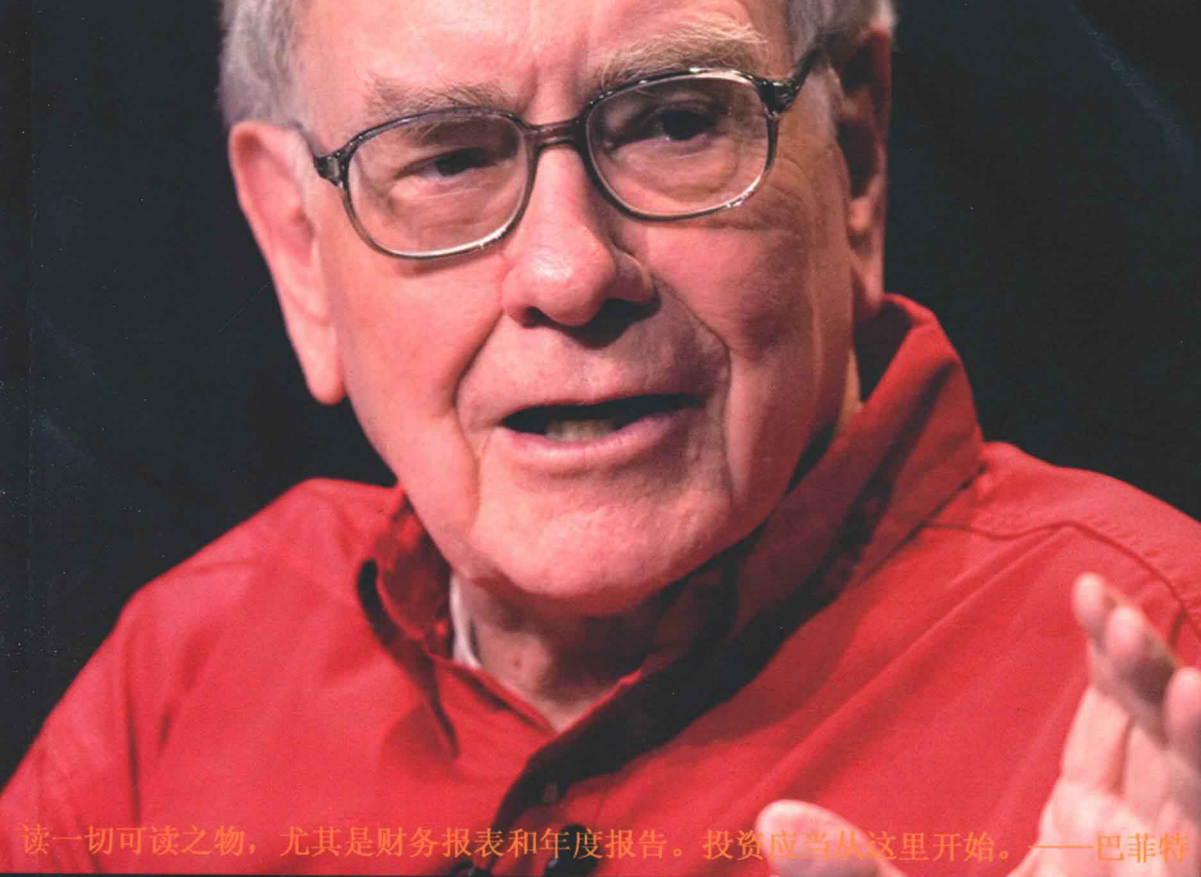




巴菲特

严行方 ● 著

这样读年报

不要贪婪，要投资那些始终把股东利益放在首位的企业。

不要跟风，要投资资源垄断型行业。

不要投机，要投资易了解、前景看好的企业。



中国致公出版社

严行方◎著

巴菲特



这样读年报

读一切可读之物，尤其是财务报表和年度报告。投资应当从这里开始。

——沃伦·巴菲特



中国致公出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

巴菲特这样读年报 / 严行方著. — 北京: 中国致公出版社, 2011. 5

ISBN 978 - 7 - 5145 - 0055 - 4

I. ①巴… II. ①严… III. ①投资 — 通俗读物 IV. ①F830. 59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 045065 号

巴菲特这样读年报

著 者: 严行方

责任编辑: 安 庆

出版发行: 中国致公出版社

(北京市西城区德胜门东滨河路 11 号西门 电话 66168543 邮编 100120)

经 销: 全国新华书店

印 刷: 北京蓝创印刷有限公司

印 数: 1—4000 册

开 本: 787 × 1092mm 1/16 开

印 张: 17

字 数: 220 千字

版 次: 2011 年 5 月第 1 版 2011 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5145 - 0055 - 4

定 价: 35.00 元

版权所有 翻印必究



TONGRENGE BOOKS
同人肉图书

目 录

代序：跟巴菲特学读年报	 5
-------------	---------

第一章 注重上市公司长期绩效

长期绩效与投资业绩关联度高	 9
影响长期绩效的关键因素	 12
长期绩效离不开明星经理人	 15
长期绩效与经济护城河有关	 17
长期绩效与利润上交有关	 20
长期绩效与税务负担有关	 23
长期绩效主要着眼于企业自身	 26
销售利润率越高越赚钱	 29
伯克希尔的长期绩效实例	 32

第二章 通过年报看公司口味

从财务年报看公司特点	 35
考察管理层是否又红又专	 38
公司在整个行业中的地位	 41
公司的所有权和经营权形态	 44
公司重大事项的决策过程	 46
投资收益如何实现最大化	 49
看公司具有怎样的商业关系	 52
公司如何与同行展开竞争	 55
独立董事是否真正起作用	 58

第三章 公司业务经营有何特点

公司业务经营有哪些特点	 61
是做大生意还是小生意的	 64
从三个方面考察竞争优势	 67
公司的主营业务是否突出	 70
公司经营受哪些负面影响	 73
公司经营有哪些关联企业	 75
业务受宏观经济影响的程度	 78
实际业绩决定财务数据	 81
浮存金在伯克希尔的地位	 84

第四章 会计准则变动造成的影响

会计报表的汇总差异	 87
会计准则变动导致业绩悬殊	 90
会计准则变动影响税务负担	 93
扣除认股权因素的影响	 95
有没有控股权大不一样	 98
关注注册会计师保留意见	 101
会计准则变动的相关注释	 104
看财务年报叙述是否坦诚	 107
账务调整并不影响内在价值	 111

第五章 会计政策令人费解的地方

企业购并案的会计处理	 113
市价核算容易导致业绩波动	 116
重整损失或一次性摊销	 119
股票期权应当作费用看待	 121
恶意设计的高管薪酬制度	 124
金融衍生品的特殊核算	 127

识别财务年报中的常见骗术	 129
识别财务年报中的常见陷阱	 132
盈利中的企业照样会破产	 135

第六章 相关成本全部纳入了吗

过高的成本就像定时炸弹	 139
降低费用意味着增加利润	 142
相关成本是否都纳入了收益	 145
看公司管理费用是否过高	 148
成本核算是积极还是保守	 151
降低成本有没有做到努力	 153
特别注意账外潜在成本	 156
成本高低要看具体数据	 159
成本过高有时候也有优势	 162

第七章 公司是否在回购股票

回购股票的本质也是买股票	 165
回购股票与派发红利有点像	 168
回购股票具有节税效应	 171
回购股票能提高股东利益	 173
回购股票应当是有条件的	 176
股价越低越利于回购股票	 179
回购股票也可能不利于股东	 182
回购股票会影响会计方法	 185
关注留存收益的盈利能力	 188

第八章 未来获利能力究竟如何

买股票应看未来获利能力	 191
该公司获利有什么秘密武器	 194

盈利能力分析的三项内容	 197
获利能力从财务年报来判断	 200
股票获利与买入成本有关	 203
庞大的投入意味着丰厚获利	 206
股市疯狂不表明获利能力强	 208
理性的公司行为很重要	 211
赚钱不吃力，吃力不赚钱	 214

第九章 未来经营风险有多大

有些业务本来就意味着风险	 217
看舍不舍得扔掉烫手山芋	 220
公司管理层有没有风险意识	 223
无论如何债务不能过高	 226
防止被无底洞投入拖垮	 228
把风险控制在可控范围内	 231
特别警惕金融衍生产品	 234
注意财务数据中的可疑之处	 237
管理层的薪酬有方向标作用	 240

第十章 内在价值胜过账面价值

读年报读的主要是内在价值	 243
关注内在价值意味着理性投资	 246
内在价值看不见也摸不着	 249
内在价值和账面价值的关系	 252
经营业绩并不全都在年报上	 254
考核方法影响着内在价值	 257
内在价值必须考虑安全边际	 260
内在价值究竟怎么算出来	 263
顶点总是在不知不觉中出现	 265

代序

跟巴菲特学读年报

巴菲特的成功，很重要的一点是他知道自己买的是什么；而他之所以能做到这一点，又归功于他酷爱阅读上市公司年报。除此以外，他每天还要读四五本书。他认为，投资股票应当从阅读开始。

每年都有几万名投资者从全球各地赶到位于美国奥马哈市的伯克希尔公司总部，参加它的年度股东大会，亲耳聆听巴菲特的投资智慧。在2007年的那次股东大会上，一位已经连续10年参加大会的17岁男孩第一个发问道：“怎样才能成为一名伟大的投资者？”巴菲特的回答简单而直接，他掷地有声地说：“读一切可读之物。”

巴菲特介绍说，他在10岁时就读完了奥马哈市公共图书馆所有书名中有“金融”字样的书，有的甚至还读过两遍。从此以后，他每年都要阅读成千上万份上市公司年报。他说：“我读年报就像其他人读报纸一样，每年都读成千上万，我不知道我读了多少。”读年报时，他对人员、工厂、产品介绍等内容一带而过，也不关心公司管理层对未来收益所作的预测。他认为，这些“挤眉弄眼”的资料不可信，一旦业绩预测无法完成公司就会做假账，这对投资者的误导更大。所以，投资者只需考察该公司过去的业绩就行了，这不但简单明了，而且据此得出的结论更可靠。

巴菲特的全球代言人罗伯特先生2004年访华时，特地介绍了巴

菲特认为投资者应当具备的以下三项技能：

一是会计技能。会计是一种通用商务语言，有助于塑造出聪明而不是冲动的投资者。两者的区别是：聪明的投资者能够通过阅读财务年报发现企业内在价值，而冲动的投资者看重的只是股票交易的价格。

二是阅读技能。巴菲特说，如果他对某家公司的财务年报愣是看不明白，就一定会想这家公司的诚信度是不是不够，或者在刻意隐瞒什么，这样的公司他绝不会投资一分钱。

三是耐心技能。巴菲特认为，投资者一生中真正值得投资的股票不会超过六只，所以一定要有耐心。机会一旦出现，就要大量买入并长期持有。而判断这种机会出现的途径，主要就是阅读年报。

巴菲特认为，好的财务年报应当像家信一样简单、明白、平实，不能有过多无关紧要的修饰，对所有投资者想了解的内容都要有明确交代。

关于这一点，他每年亲自起草的伯克希尔公司年报就堪称典范，其中除了数据就是对事实的描述，不但没有自吹自擂，而且还总是显得过于保守，一再提醒股东们“明年的运气可不会像今年这样好”。

他认为，每家公司年报要表达的内容不同，就像姑娘找对象时每一位男朋友展示自己的角度不同一样，有的标榜有体育才能，有的自称长得帅，有的则说自己很聪明，有的还吹嘘自己如何如何有钱……他认为这些都不要紧，关键是你自己要把握好。

就读公司年报而言，这里的关键是能够从根本上考察其内在价值，寻找到价值被严重低估的公司，然后以合理的价格买入。无论外部因素如何影响、股市中弥漫着什么消息，你都要自始至终坚持这么做。

这方面比较经典的案例是，巴菲特阅读了中国石油公司 2002 年年报后认为，该公司的内在价值应该有 1000 亿美元，而当时它的市

值却只有 350 亿美元，所以认定该股票是值得投资的；而当他读了 2003 年的年报后更坚定了这一判断，于是在没有拜访公司管理层、没有阅读其他参考材料的情况下，毅然投资 5 亿美元在香港股市买入中国石油 H 股。

上市公司财务年报的内容非常丰富，包括会计数据摘要、股本及股东变动、公司治理、董事会报告、财务报告等。限于专业能力和时间，一般投资者很难面面俱到地阅读，但这又是必需的。现在，本书就从巴菲特怎样阅读并利用财务年报出发，结合中国股市实际，尽可能多地引用巴菲特的原话来阐述他的核心理念和具体手法，希望能够对中国投资者利用财务年报研判企业投资价值有一定帮助。

请记住：向巴菲特学习的途径有很多，但一切必须从读年报开始！

第一章

注重上市公司长期绩效

长期绩效与投资业绩关联度高

我们以营业利益除以股东权益（股权投资以原始成本计）来评估企业单一年度的绩效。至于长期评价的标准，则须加计所有已实现或未实现的资本利得或损失。而一直以来，后者历年来的平均数都比前者还要好。最主要的原因是前段所提那些无控制权的公司盈余持续累积，反映在其市值增加之上。

——沃伦·巴菲特

[巴菲特读年报的关注点]

巴菲特认为，阅读财务年报时有必要关注所买股票的长期绩效如何，因为这直接关系到自己的投资业绩。上市公司的长期绩效和投资者的投资业绩之间有着密切关系。所以，价值投资者关注自己手中拥有股票的长期业绩如何非常重要。

巴菲特在伯克希尔公司 1980 年年报致股东的一封信中说，伯克希

尔公司是用经营利润来除以股东权益（这时候的股权投资用原始成本来计算）来评估企业单一年度经营绩效的。而至于长期评估的标准，则还必须在此基础上增加已经实现和没有实现的资本利得或损失。也就是说，企业的长期绩效应当包括经营业绩和投资业绩两部分。而一直以来，伯克希尔公司的投资业绩比经营业绩更好，究其原因在于伯克希尔公司那些没有控制权的公司的盈利状况持续累积，已经逐渐反映在股票价格上了。

巴菲特的意思是说，一家上市公司的长期绩效应当包括两部分，一部分是它通过经营得到的盈利水平；另一部分是它在股市中的市场价值增值部分。从长远来看，包括这两部分在内的企业业绩与投资者的获利水平关系非常密切。

众所周知，股票价格的变化很难预测。对于散户投资者来说，有时候高价买进股票就意味着他已经把该上市公司今后几年甚至十几年的盈余积累提前收获了。但巴菲特认为，这种股票价格过高或过低的情形并不常见，在多数情况下，或者说将来某个时期，股票价格必定会反映上市公司的内在价值。只要该公司的长期绩效在不断增长，那么投资者即使以过高的价格买入该股票，只要假以时日，将来仍然能获取投资收益的。只不过，在这种情况下，这部分投资收益会因为当初买入价格过高而抵扣掉相当部分从而变得很小。巴菲特形容说，这就好像“在蛋糕上多得到一点糖霜”。

巴菲特以伯克希尔公司为例说，自从他掌管伯克希尔公司 16 年来，公司每股账面净值（其中伯克希尔公司所属保险业务的股权投资，是以市场价值来进行计算的）已经从原来的 19.46 美元增长到 400.8 美元，年增长率 20.5%。

巴菲特认为，这些数据表明，伯克希尔公司的长期绩效还是相当不错的。更不用说，伯克希尔公司所属的保险业务能够持续地把保险浮存金投资在一些伯克希尔公司虽然不具备控股权，但却经营良好、每年都有许多盈利的公司上面了。按照这样的趋势看，伯克希尔公司的长期投资回报率将会大大超过账面投资回报率。

比如说，只要巴菲特愿意，他随时可以卖出手上的股权，然后买进

免税的长期国债，这样，公司账面上的盈利水平马上就能增加 3000 万美元。不过，他从来就没有想到要去这么做，为什么？归根到底还在于由于这些企业的长期绩效良好，伯克希尔公司能够从它们身上获取比长期国债利率更高的投资回报率。

有鉴于此，巴菲特把目光更多地放在考察企业的长期绩效上是非常有道理的。这就像骑自行车一样，你把目光放在远处，初看起来并不关心脚下的地形路面，但实际上是一种最安全的方式。相反，如果你把目光紧盯着地面就麻烦了。这正印证了一句老话：“人无远虑，必有近忧。”如果没有长期眼光，而是只看短期内的业绩如何，等到企业实质发生了重大变化，要想再挽回局面就可能来不及了。

所以巴菲特提醒股东们说，大家在阅读伯克希尔公司财务年报时不能单看财务报表上记载的盈利水平，因为这并不是股东们实际赚到的钱。只有当市场购买力增加时，才表明股东们能够真正获得多少盈利。

巴菲特的意思是说，如果股东们看到财务年报上有盈利，就急功近利地想分掉，实际上这时候能够分到的盈利只能买“两个”汉堡包。正确的观念应当是用长远眼光来看问题，也就是说，如果从长远来看，这时候的盈利不分掉而是继续放在伯克希尔公司周转，按照这样的长期绩效，股东们到最后将会得到“10 个”汉堡包。

换句话说，从短期来看你从公司已经拿到了分红，可实际上这种分红是因小失大；虽然你觉得短期内自己更有钱，实际上这并不表明你可以吃得更饱。因为高通货膨胀在那里明摆着，投资者只有每年取得的投资回报率都高于通货膨胀率，才表明有真正的实际收入。

巴菲特打个比方说，每一位纳税人都好像在一个向下滑行的电动扶梯上往上奔跑一样，只有你的奔跑速度超过电梯下滑速度，你才可能不断往上走。否则，就只能是越跑越往后退。

例如，如果某位投资者年投资回报率高达 20%（这是一般人很难达到的），而不幸的是他的这种投资回报要缴纳 50% 的个人所得税，而当年的通货膨胀率却高达 12%。这实际上就表明他当年的实际报酬率依然是负的。而这时候如果这家公司不分红，他就不需要缴纳这部分所得税，从而能够借助于上市公司良好的长期绩效，变得真正有盈余。

【巴菲特读年报心得】

投资者应当特别关注投资对象的长期绩效。如果投资到一家长期盈利的企业，即使今后不额外追加资金公司盈利也会不断增加。这就像工薪阶层储蓄一样，即使没有加薪每年的收入也会慢慢增加的。

影响长期绩效的关键因素

就像是在过去年报中一再跟各位解释的，对于我们的保险事业来说，真正重要的，第一是我们因此取得的保险浮存金，第二就是取得它的成本，这两点相当重要。大家必须了解，浮存金虽然不会反映在公司净值之上，但却是伯克希尔实质价值构成的关键因素之一。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特读年报的关注点】

巴菲特认为，阅读财务年报时关注上市公司的长期绩效，必须特别关注影响长期绩效的关键因素有哪些。只有对这些因素加以重视，才能更好地把握长期绩效的变动方向和变动幅度，衡量投资风险大小。对于伯克希尔公司来说，其中最关键的因素是保险浮存金的规模和成本。

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司 1996 年的保险业务大放异彩，无论是政府雇员保险公司这样的初级保险，还是“霹雳猫再保险业务”这样的巨额灾害保险，表现都很杰出。不过就像他在过去年报中一向解释的那样，在看待伯克希尔公司的保险业务时，最重要的是看通过保险业务能够取得多少保险浮存金，同时就是看取得这些保险浮存金的成本大小。大家必须了解，保险浮存金虽然不会反映在伯克希尔公司净值上，可却是影响伯克希尔公司内在价值的关键因素之一。

巴菲特的意思是说，投资者在阅读财务报表时，要特别关心影响这些数据大小的关键因素。对于伯克希尔公司来说，伯克希尔公司通过保险业务取得的保险浮存金大小及其成本高低，会在相当程度上影响伯克希尔公司的长期绩效。虽然这些数据不一定会反映在伯克希尔公司年报上，却是投资者必须追根溯源要了解清楚的。

巴菲特进一步解释说，保险浮存金是保险公司运营中产生的一项资金，它不属于本公司所有，却可以暂时被本公司使用。保险业务的运作规律是，客户在进行投保时就需要缴纳保险费用，这构成了保险公司的浮存金收入；而保险公司只有在客户发生事故需要理赔时，才需要支出这笔费用，这构成了保险公司的浮存金成本。这样，两者之间的时间差就可以被保险公司派上用场。在保险期满结束时，如果浮存金收入大于成本，保险公司在这笔保险业务上就是赚钱的；相反，保险公司在这笔保险业务上就是亏损的。

那么从总体来看，伯克希尔公司开展保险业务是赚钱还是亏损的呢？该公司 1996 年的财务年报表明，当年该公司的保险浮存金在加总所有的损失准备、损失费用调整准备、未赚取保费收入后，扣除应付佣金、预付购并成本、相关再保险递延费用，四年来的成本都是负的。换句话说，仅仅拥有这笔巨大的保险浮存金，伯克希尔公司就已经赚钱了。

进一步说，保险浮存金对伯克希尔公司长期绩效的作用究竟有多大？要知道，在巨无霸型企业伯克希尔公司中，大约有一半业务是保险业务。自从 1967 年伯克希尔公司从事保险业务至 1996 年的三十年间，保险浮存金的年平均增长率高达 22.3%。其中大多数年度取得这些浮存金的成本是负的，换句话说，伯克希尔公司取得这些浮存金不但没有付出成本，而且对方还要“贴钱”给你“央求”你使用。

所以，阅读伯克希尔公司财务年报时必须充分考虑这一因素。伯克希尔公司正因为每年都有这几十上百亿美元浮存金的“免费”使用，才取得这样高的投资业绩。尤其是伯克希尔公司 1995 年收购了政府雇员保险公司的另一半股份，从而使得政府雇员保险公司成为伯克希尔公司的全资子公司，从此以后伯克希尔公司每年可以运用的“免费”或