

614

F837.125

416

感悟巴菲特

洞悉股王之道·弘扬理性投资

See Into Warren Buffett

闫福 编著

河北人民出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

感悟巴菲特/闫福编著. —石家庄: 河北人民出版社, 2002.4

ISBN 7-202-03098-5

I. 感… II. 闫… III. 投资-研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 007059 号

丛 书 名 股民加油站丛书
书 名 感悟巴菲特
编 著 闫 福

责任编辑 马 丽
美术编辑 李 欣
封面设计 馨 宇
责任校对 曹玉萍

出版发行 河北人民出版社 (石家庄市友谊北大街 330 号)
经 销 新华书店
印 刷 河北新华印刷一厂
开 本 850×1168 毫米 1/32
印 张 8.875
字 数 150,000
印 数 1—3,000
版 次 2002 年 4 月第 1 版 2002 年 4 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 7-202-03098-5/F·337
定 价 12.80 元

版权所有 翻印必究



目 录

序言	(1)
第一章 四大定律 保驾护航	(1)
◎ 企业定律	(1)
◎ 管理定律	(6)
◎ 财务定律	(12)
◎ 市场定律	(18)
◎ 案例分析：吉列公司	(21)
第二章 特色投资 独具一格	(29)
◎ 盯住企业	(30)
◎ 集中投资	(34)
◎ 以静制动	(39)
第三章 幸运之神为何衷情巴菲特	(44)
◎ 个人魅力	(44)
◎ 仙人指路	(62)
◎ 独树一帜	(77)
第四章 为什么受伤的总是我？	(108)
◎ 才疏学浅	(108)
◎ 盲人骑瞎马	(111)
◎ 暴富心理 异想天开	(113)



◎ 贪婪恐惧 感情用事·····	(116)
◎ 热衷短炒 投机过度·····	(118)
第五章 我们应该向巴菲特学习什么·····	(123)
◎ 拥有一种投资哲学·····	(124)
◎ 要投资不要投机·····	(133)
◎ 注重价值 扬长避短·····	(137)
◎ 克制情绪 保持理性·····	(139)
◎ 注重长线 长短结合·····	(142)
◎ 耐心是金 贵在坚持·····	(146)
◎ 收益目标要积极稳妥·····	(151)
◎ 投资组合 宁缺毋滥·····	(153)
◎ 学习 学习 再学习·····	(156)
◎ 学习巴菲特的几点误区·····	(164)
第六章 透视企业价值 练就火眼金睛·····	(172)
◎ 上市公司综合素质分析·····	(172)
◎ 仔细阅读招股说明书·····	(179)
◎ 透视上市公司的年报·····	(196)
◎ 企业会计数据分析·····	(207)
◎ 借助财务分析把企业看个透·····	(232)
◎ 如何给企业的股票估值·····	(246)
◎ 用批判的眼光分析你的股票·····	(256)
附录一：巴菲特的投资理念和投资方法·····	(262)
附录二：经得起时间检验的坦普顿准则·····	(265)
附录三：主要参考资料·····	(268)
后记·····	(270)



第一章 四大定律 保驾护航

按照巴菲特的说法，全面收购一个企业与购买该企业的股票，基本上没有区别。在他的投资哲学里，最明显的特色是他清楚地了解到，拥有股份就是拥有那家公司，而不是只拥有一张纸。他说：“因为我把自己当成企业经营者，所以我成为更优秀的投资人，因为我把自己当成是投资人，所以我成为更优秀的企业经营者。”为了确保投资取得成功，巴菲特从企业及其管理、财务和市场四个方面对所投资的企业的人选条件做了严格务实的规定。这就是著名的巴菲特企业四大定律学说。这四大定律就像一个护身符，为巴菲特平安出入股市提供了有利保障。

◎ 企业定律

在巴菲特的投资生涯中，他的投资决策始终视一家企业的运营状况而定。在他看来，股票投资表面上是买股票，实际上是把钱投资于一家企业。因此，如果人们买股票时，不对所投资的企业进行深入细致的分析，仅仅根据



公司股票在市场上一些表现，那么一旦市场出现波动，股价下跌，他们就会显得惊慌失措，六神无主。因为他们不了解企业的投资价值到底是多少，所以对股票价格的未来涨跌幅度自然是心中无数。巴菲特建议，人们在投资的时候，要把自己看成企业分析家，而不应该是市场分析师或总体经济分析师，更不是有价证券分析师。在实际的投资运作中，巴菲特总是集中精力尽可能多地了解企业的深层次因素。这些因素不但包括企业的业务现状，还包括企业的历史和未来。

企业的业务必须简明易懂

在股票市场上，赔钱的原因往往是由于当事人买入了他们本身并不了解的公司的股票。如果每个人都集中精力在自己所熟悉和深谙的公司股票上，投资失误的可能性就会大大减少。不幸的是，相当一部分投资者分不清本身能力的界限，盲目投资自以为懂得其实是一窍不通的公司，结果大都输得很惨。

巴菲特认为，投资者财务上的成功与他对自己所做投资的了解程度成正比。由于上市公司数量繁多，提供的产品和服务类型更是五花八门，因此并不是所有的企业，都是投资者根据自己的知识和经验所能了解的。这就意味着，一定时期，大多数投资者所能涉及的企业往往只能是上市公司中的一小部分。但不管是否如此，人们的投资都必须建立在对企业全面了解的基础上，只有这样，实际的投资操作才能有的放矢。中国有句老话：不熟不做。巴菲



特的投资哲学就是：“不熟不做，不懂不做。”

多年来，巴菲特曾经投资过如家具厂、纺织品公司、银行、保险公司、石油和矿产开采公司等类别广泛的企业，无论是控股，还是作为企业的少数股东，巴菲特对所投资企业的盈利、费用、现金流量、劳资关系、价格弹性及资本需求、分配与运用等情况都非常清楚。为了能很好地了解一家企业，他总是有意识地把自已的选择限制在他自己的理解力能够达到的范围。巴菲特强调，最重要的不是一个人的能力范围有多广，而是要认清我们能力的界限。几十年来，他所拥有的企业全都在他的“竞争优势圈”内，他都有高度的了解，而圈外的企业，即使是发展潜力巨大，他也不会涉足。

企业过去的经营状况必须稳定

成功的过去往往意味着一个美好的未来。如果投资者打算购买一家上市公司的股票，他必须弄清该企业是否能够经得起时间的考验。如果一家企业在过去的成长中，始终保持良好的经营作风和一贯的经营业绩，那么这样的企业常常也能承受住未来市场风风雨雨的考验，并给投资者带来良好的回报。巴菲特认为，那些多年来生产同样的产品、提供同样的服务的企业，往往会有较好的投资回报。基于这种考虑，巴菲特通常拒绝投资下面几类公司的股票：刚刚成立的企业；正在解决某些难题的企业；由于以前的计划不成功而准备改变经营方向的企业。

新企业成立时间短，无法根据它的短暂过去推测其未



感悟巴菲特

来。面临某些重大难题需要解决的企业，如正在进行资产重组的公司，其未来的发展也具有很大的不确定性。而因过去的计划不成功而改变经营方向，本身就反映了企业决策的草率和随意，将来有可能出现更大的经营失误。巴菲特解释说：“我们并不知道如何解决有困难的企业所面临的问题，只是尽量避免投资这些有问题的企业。我们之所以取得目前的成就，是因为我们关心的是寻找那些我们可以跨越的一英尺障碍，而不是去拥有什么飞越七英尺障碍的能力。”

美国可口可乐公司是世界最著名的汽水生产企业，多年来一直被巴菲特重仓持有。几十年来，可口可乐公司一直专注于汽水市场，这种在产品经营上始终如一的经营作风，使它在市场开拓、产品的形象设计、广告宣传、管理等方面的努力都聚焦在一个单一的产品上，与一些注意力分散的多头管理相比，取得了令世人震惊的经营绩效。世界各地无数次的市场实验表明，虽然没人能够分辨得出自己刚喝过的是可口可乐、百事可乐，还是一些其他类似的汽水，但众多的消费者都热衷于选择自己心目中的可乐品牌。世界最大的百货公司——美国沃尔玛百货公司曾进行过一次试图把自己的可乐汽水打入由可口可乐和百事可乐占领的市场的尝试。通过调查，他们发现，美国和英国的消费者分不清他们所喝的到底是可口可乐、百事可乐，还是沃尔玛的 Sam's choice。受此鼓舞，公司决定在它的几千家分公司外面，摆设自己的品牌汽水，并将它摆在更靠近入口的地方，而且又以可口可乐的半价来吸引顾客。结果，让他们失望的是，尽管他们煞费苦心，但还是打不进



可口可乐和百事可乐的市场。

企业必须具有良好的发展前景

巴菲特认为，最值得投资的企业，必须具有很好发展前景的企业，而这样的企业又是拥有市场特许经营权的企业。所谓市场特许经营权，是指公司销售的产品或服务具有独占性和差异性，这样的产品一般具有三个方面的基本特征：有市场需求甚至强烈的需求；市场没有比较接近的替代产品；没有受到政府的管制。具备特许经营权的企业，很多情况下，它们可以有规则地提高它们的产品或服务的价格，而不用担心失去市场份额。产品定价的灵活性可以使这些企业获得超乎寻常的利润，并给人们带来丰厚的投资回报。这些企业另一个明显的特点是拥有大量的经济商誉，可以更有效地抵抗通货膨胀的负面影响。相对于普通企业，这些企业可以在经济不景气时，比较容易生存下来并保持活力。

与具有特许经营权的企业相比有着天壤之别的普通商品企业，巴菲特认为这类企业通常是低回报率企业，因而也是最不值得投资的企业。因为这些企业经营的产品与竞争对手往往大同小异甚至雷同，且没有任何经济上的商誉，它们对付竞争对手惟一有效的手段就是降价，但降价又是一把双刃剑，既会打击对手，也会伤及自身，因为降价的结果会严重削减企业的经营利润。这些企业增加利润的惟一办法就是指望出现供货紧张的情形。而这种情况即会出现，一般也只能维持非常短暂的时间。



一般而言，大多数企业是介于上述两类企业之间，他们不是拥有弱势特许权，就是强劲普通商品企业。长期而言，弱势特许权比强势的普通商品企业更有获利的希望。即使是弱势特许权仍有一些定价的能力，可以使企业赚得比平均投资报酬率多的利润。可口可乐在美国被视为弱势特许权企业，但是在国际上，特别是在没有类似替代品的市场上，可口可乐有强势的特许权。因为尽管世界各国汽水厂家不计其数，但可口可乐以其无与伦比的品牌效应，稳稳占据了世界市场 30% 以上的市场份额。而且，随着世界人口生活水平的提高，可口可乐不仅能在现有的顾客群中取得更高的盈利，还能够争取到目前尚没有经济能力购买它们产品的顾客群。

巴菲特只肯选择那些他可以几乎完全确定，在 10 年之内，还是一样保持优势的公司进行投资。比如，可口可乐、迪士尼，甚至竞争异常激烈的百货业里的沃尔玛百货公司。他认为这些企业 10 年后仍是行业里的先锋。但他的好友比尔·盖茨所创办和主管的微软公司，巴菲特因无法判断这家公司的未来前景，尽管其发展潜力很大，但巴菲特还是没有投资。他说：“我很欣赏盖茨的才华，但我不会用资金来支持他。”

◎ 管理定律

巴菲特在考虑收购企业的时候，对管理层的品质非常重视，被收购企业必须有值得他信赖的德才兼备的管理人员。这样的管理人员能永远以公司负责人的态度作为行事



与思考的准则，时刻牢记公司最主要的目标是增加股东权益的价值。同时为了实现这一目标，他们会做出理性的决定。另外，巴菲特对那些能看重自己的责任，完整而翔实地向股东公开所有营运状况，以及不盲目地追随同行行为的管理人员，也极为器重。

归纳起来，巴菲特对管理人员所考虑的因素主要有：管理阶层是否理性；整个管理阶层对股东是否坦诚；管理阶层是否能够对抗法人机构的盲从行为。

管理阶层必须理性

巴菲特对管理层理性的考查主要是看他们对公司的资金如何分配。因为从长远看，资金分配决定了股东投资的价值。巴菲特认为，如何分配公司盈利——继续投资还是分配给股东的决策，是一个逻辑和理性的问题。巴菲特欣赏那些将现金盈余投向能使股东财富最大化项目的经营者，他认为那些在找不到合适项目时，能够将盈余归还给股东的经营者才真正是在为股东服务，才有理性。

如何分配公司的盈利与公司所处的生命周期密切相关。当一家公司沿着自己的生命周期向前发展时，它的成长速度、销售收入、利润和现金流量都会发生很大的变化，这种变化客观上要求对公司的盈利采取不同的分配政策。一般来说，当公司处于发展的第一和第二阶段，即初始发展阶段和迅速成长阶段时，其内部产生的现金往往无法支持公司产品开发和快速发展对资金投入的需要，此时，公司不仅要保留所有的盈利，还要通过借债或发行股



票来筹集发展资金。在第三阶段，即成熟阶段，公司发展速度开始减慢，并产生超过扩展和经营所需要的现金。最后一个阶段，即衰退阶段，公司面临销售和盈余的双重萎缩，但仍能产生过剩的现金。为确保股东权益的最大化，如何分配盈利，这时特别是在成熟阶段，就显得非常重要。

如果将多余的现金用于再投资后，所获收益能超过公司股权资金成本，则公司应把所有的利润用于再投资。相反，如果再投资收益率低于资本成本，则保留盈利进行再投资就是不合理的行为。如果一家公司产出的现金超过维持现有的经营规模对资金的需求，继续增加投资又只能获得平均水平甚至低于平均水平的投资回报率，那么这家公司的管理者在利润分配时就会面临三种选择：

- (1) 再投资于公司现有业务上；
- (2) 购买成长型企业；
- (3) 分配给股东。

这几点是巴菲特判断公司管理层是否富有经营理性的关键所在。既然再投资于公司现有业务上只能获得较低的投资回报，从维护股东权益最大化角度看，这样的投资无疑是错误和不理性的。而对那些希望通过购买另外一家公司来促进自身成长的公司的决策，巴菲特同样持怀疑态度。其原因一是这种做法可能代价太高，得不偿失；二是这样的公司需要整合一家新公司，这就有可能犯损害股东利益的重大错误。

巴菲特认为，对于那些过剩现金不断增加，却无法创造出平均利润水平的公司来说，惟一合理且负责的做法是



将盈余归还给股东。具体做法有两种：提高股利和回购股份。

但是，如果股东利用他们的分红现金进行投资，所获得的投资回报低于由公司利用盈利再投资所产生的投资回报时，把盈利留在公司内部进行再投资对股东显然是更为有利的。多年来，巴菲特在他的投资上获得了很高的回报，由他经营的伯克夏公司虽然一直没有给股东进行现金分红，但有近 90% 的股东对此却非常满意。在巴菲特看来，在公司能获得高收益的情况下，给股东分红等于是给他们提供了错误的服务。

回购股份是把公司盈利返还给股东的第二种方法。从很多方面来讲，回购股份对股东的利益虽然不太直接，也不太具体，但实际报酬率较之现金分红会高出许多。如果股票的市场价格低于其内在价值，那么回购股份对增加股东权益就非常有利。例如，某公司股票市价为 50 美元，内在价值却是 100 美元，那么回购股份就等于花费 1 美元得到 2 美元的内在价值。这样的交易对股东来说，收益是非常可观的。同时巴菲特还认为，公司经理们在市场上积极回购股份，是在表示他们以股东利益最大化为准则，而不是不计效益盲目扩展公司的资产与业务。这种立场向市场发出的利好信号，会增加公司股票对投资者的吸引力，并由此促成公司股票价格的上升，原公司股东因公司回购股份会获得大量的差价收益。



整个管理层对股东必须坦诚务实

巴菲特认为只有完整翔实地公布公司的营运状况，并像公开自己的成功一样勇于讨论自己失败的经营管理者才值得信赖。巴菲特特别敬重那些不利用公认会计准则来隐瞒企业业绩真实情况的管理人员。

财务会计标准只要求以产业分类的方式，公布商业信息。而有些管理者利用这些最低标准，把公司所有的商业活动都归类为同一个产业类别，藉此混淆投资人的视听，使他们无法掌握有关自身利益的每一业务部门的实际经营状况。巴菲特主张无论是否属于一般公认会计原则的资料，需要披露的信息应至少能够回答投资者下列三个问题：

- (1) 公司大约值多少钱？
- (2) 公司将来偿还债务的可能性有多大？
- (3) 管理人员的工作状态如何，是否完成了分配给他们的任务？

巴菲特赞许那些勇于公开讨论失败的企业管理者。按他的说法，大多数公司的年度报告都是虚假的，每个公司的年报都会有错误，只是程度不同。许多管理者在报告业绩时乐观有余，诚信稳健不足。投资这种在经营业绩方面报喜不报忧的企业，一旦虚构的光环破灭，投资者就会因股价的大幅下挫而遭受严重损失。



管理者能够抵抗惯例驱使下的盲从行为

盲从和理性是截然不同的两种处事方法。有许多经营者会因为盲从而失去理性，他们就像盲目行动的旅鼠一样，在实际经营中会自然而然地模仿其他管理人员的行为，而不去考虑那些行为是否能够达到预期效果，这种没有主见的盲目效仿在经营中是极其愚蠢和有害的。

根据巴菲特的说法，企业经营者的盲从行为一般出现在以下几个方面：一个组织或机构拒绝在当前运作方向上做任何改变；就像工作占用了所有可用的时间一样，公司的计划和并购也具体化为用光所有可支配的资金；在每项业务上，不管经理人员的筹划多么不明智，都能很快获得由工作人员悉心准备、内容翔实的关于利润率、策略等方面研究报告的支持；盲目模仿、争相攀比同类公司行为，包括扩张、并购、建立经理奖励制度等。

安于现状、思维惯性及从众心理使一些公司的管理者很难因时制宜地做出不同寻常的符合公司个性发展的决定。安于现状或跟随别的公司会比改变方向轻松。巴菲特深知，无力抵抗习惯性压力的情形，往往很少与股东有关，关键在于经营者是否乐意接受变革。有时，即使管理者认为必须进行改革以避免可能的破产，但对于大多数企业，改革计划很可能因大多数人感到困难而难以执行。最终往往被一个折中的方案所替代：购买一家新公司，而不是正视当前的实际问题。从众心理使得一些公司经营者在看到有其他数家公司采用相同的运作模式时，就会认为自



已采用相同的模式也一定可行，殊不知，正是这种盲从使这类企业在同行处于困境之时，自己也难以摆脱类似的厄运。

在多数情况下，评定管理者的能力，是一种排除量化指标的主观判断行为，但是，还是有些量化的数据可以应用，如股东权益报酬率、现金流量以及营业利润等。

◎ 财务定律

在评价企业的经济效益和经营绩效时，巴菲特有一套基于其个人信条的独特的分析方法。他不太重视企业每年的经营结果，而是把目光集中在四年或五年的财务平均值上。在他看来，企业的盈利情况不可能像行星围绕太阳运行的时间那样一成不变，单一会计年度的盈利状况具有很大的随机性和偶然性，只有观察连续多个会计年度才能对企业的投资价值做出客观的研判。他以下面几个准则作为自己在财务评估方面的指导：集中于股东权益资本收益率，而不是每股收益；计算“股东收益”，以得知正确的价值；能有效控制成本支出，并拥有较高的毛利率；对每1美元的留存收益，确认公司已经产生出至少1美元的市场价值。

重视股东权益资本收益率，而不是每股收益

巴菲特认为，每股收益指标是个烟幕，利用每股收益评价企业的经营业绩会使投资者产生错觉，并会得出不正



确的结论。由于大多数企业都保留上年度盈利的一部分用来增加股权资本，这样当企业每股收益增长与股东权益增长相同时，每股收益的增长显然并不意味着企业经营业绩的增长，如果企业每股收益的增长速度低于股东权益的增长速度，那就意味着企业的经营业绩不仅没有增长，反而较以前还降低了，所以把每股收益的增长与企业经营业绩的增长等同起来有时会对投资决策产生误导。

巴菲特认为，成功的经营管理是获得较高的股东权益报酬率（没有不当的融资与会计上欺骗的方式等），而不只是每股收益的持续增加。所以巴菲特更愿意使用股东权益资本收益率，即企业经营利润对股东权益的比率来评价一家公司的经营业绩。但要想使用股东权益报酬率这个指标，必须对以下几个方面进行调整。

首先，所有可出售的有价证券应该以成本计价，而不是以市价来计算。因为股票价格的变动会对特定企业的股东权益报酬率产生很大影响。例如，如果一年中股价戏剧性地上升，那么公司净资产价值就会增加，即使公司经营利润增加许多，但与增加更多的股东权益相比，股东权益资本收益率也会不增反降。相反，股价下跌会减少股东权益，从而会使平庸的盈利状况看起来比实际好得多。

其次，投资人必须控制那些非经常项目对公司利润的影响。巴菲特在评价企业经营绩效时，将所有的资本利润和损失，以及其他任何可能增加或减少企业利润的非经常性项目排除在外，并设法独立划分出企业各种特定的年度经营绩效。他希望了解在拥有特定的资金可供运用的情况下，企业经营者为公司创造了多少利润，他说，这是评判