

海南大学博士科研启动资金资助  
数十位博士、教授推荐的价值投资比较分析力作！

# 千万别“学”巴菲特

——价值投资误区及“巴菲特概念股”比较分析

逸人 著

深度剖析！还你一个真实的巴菲特



南方出版社

海南大学博士科研启动资金资助  
数十位博士、教授推荐的价值投资比较分析力作！

# 千万别“学”巴菲特

——价值投资误区及“巴菲特概念股”比较分析

逸人 著

南方出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

千万别“学”巴菲特/逸人著. —海口: 南方出版社,  
2009.2

ISBN 978-7-80760-355-9

I. 千… II. 逸… III. 股票—证券投资—基本知识  
IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 011658 号

千万别“学”巴菲特

逸人 著

---

责任编辑 王 伟

出版发行 南方出版社

邮政编码 570208

社 址 海南省海口市和平大道 70 号

电 话 (0898) 66160822 传 真:(0898)66160830

印 刷 海南雅迪印刷有限公司

开 本 787mm×1092mm 1/16

印 张 17.5

字 数 300 千字

版 次 2009 年 2 月第 1 版 2009 年 2 月第 1 次印刷

定 价 39.00 元

---

如发现印装质量问题,请与承印厂联系调换

# 自序

## 西来沃伦·巴菲特股神

中国人信神，尤其是信佛。佛教本来倡导的是“四大皆空”，但我们的国人一般都会在特别的日子里涌进观音寺里大大方方地求官、求子、求发财。

世人皆知的“股神”巴菲特仅以我们普通人都有的区区 100 美元起家，几十年光阴里，在没有任何遗产可继承的情况下，便仅凭智慧赚到了天文数字般的 620 多亿美元（2008 年《福布斯》的数据）。当今世界他不称神，谁能称神？

因此，面对天神般的巴菲特，国人信神的基因被激活了。但凡和经济股市沾点边的人都乐于随时把“股神”的名字挂在嘴边。几乎赶上了佛家静修世界里那句念诵次数最多的六字真言——南无阿弥陀佛。借其形，我的自序名为：西来沃伦·巴菲特“股神”。

很多人信佛功利为上，具体何为“佛”，则是稀里糊涂的。同样，投资界也一样，虔诚的投资人，你们真的理解巴菲特吗？

本人多年来追随巴菲特，斗胆再追问国人一句——

世上真有一个“巴菲特”神吗？

如果国人以为神能测生死、指迷津的话，那就拜错了，巴菲特肯定不行。

神都是被“虚”化“幻”化的结果，和现实世界通常是矛盾的。因此，关于上帝万能的悖论就这样诞生了——

都说上帝是万能，那上帝能创造一个自己搬不动的石头吗？

事实是，“虚”化为神的巴菲特也无法回答真实世界里“实”化了的以下几个问题：

### 一、巴菲特一定能预测股市的顶部和底部吗？

这是中国股民最常问的问题，也是他们最为关心的问题。如果这是判断股神的标准的话，显然的是：巴菲特不是。



巴菲特曾先后三次在《福布斯》上号召广大“信徒”买卖股票。

第一次是1974年，在当年11月1日的《福布斯》杂志上，巴菲特说：“现在是投资致富的时机！”当天道·琼斯收于665.28点，一个月后道指竟然跌至577.60点，不过，随后开始了一轮大牛市。

第二次是1979年8月6日，当时道指是846.16点，但是一直到8个月后才见底，跌至763.40点，为熊市划上句号。

第三次，1999年11月22日，在别人都为网络等虚拟经济疯狂时，他公开谴责网络泡沫造成人们的贪婪，也是过了3个月后道指创出11722.98点历史高位后，网络泡沫才引发了随后的几年熊市。

宽容地看，巴菲特是大致准确的。

苛刻地看，巴菲特一点也不神，因为时间误差这么大的预测，很多人都能做到啊。

巴菲特自己也诚实地声称“从来没见过能够预测股市走势的人”。

## 二、跟随巴菲特投资一定会赚大钱吗？

虽然“君子不言利”，但作为普通人的国人，对利益一向是很实在的，即便“信神”这件不同寻常的事也如此。听陈文茜说，在台湾，老百姓敬妈祖也好，观音也好，那是要马上见效才行的。年初拜了神佛，年底如果没有实现他的愿望，他一定会反过来骂神的。

在大陆证券市场，你只要上任何一家关于股市的言论社区，一定有很多人发泄对价值投资的怨言，对巴菲特的失望、不屑甚至讥讽处处可见。

这在国外是不可思议的。

这是我摘自网上的一个故事——

中石油曾经让巴菲特大发其财，而崇尚“价值投资”的忠仔在追随巴菲特进行“价值投资”时，却在中石油的投资中令自己遍体鳞伤。忠仔2007年6月份才进入股市，刚开始，他在买龙头股时确实小有斩获，这也加强了他对行业龙头的信心。因为有“全世界最赚钱公司”这一美誉，又受到巴菲特高度称赞，中石油未上市就受到忠仔的高度关注。未上市时，忠仔也参与了新股申购，但很可惜没有中签。在2007年11月5日中石油上市首日，忠仔大笔资金掷入，希望在中石油上大捞一把，但第一天没有追买成功。忠仔不死心，在第二天以40元买入1000股，相比上市当日的48.6元，忠仔认为自己拣到了便宜货。始料不及的是，中石油自上市当日就开始一路狂跌，忠仔

盼望着反弹一些就卖掉，但中石油的表现似乎只跌不升，2008年初，忠仔终于忍受不住而将中石油“腰斩”抛掉。

除了中石油，另一只巴菲特关心过的股票也让忠仔伤心至极。2007年底忠仔买入了“中国国航（601111）”，因为“航空股表现良好，并且有奥运概念”，而且巴菲特还去国航考察过，自该股从30元跌回24元的点位时，忠仔就毫不犹豫地买入2000股。该股有过一波冲高行情，但由于没有在年初最高点及时抛出，该股在此后就一路走跌，再也回不到原来的成本价。2008年2月该股跌至20元左右的时候，本着20%的止损原则，忠仔就将其忍痛抛掉。

这位忠仔先生，确实，对巴菲特很“忠”。

他听到中石油是巴菲特买过的股票，便不问青红皂白，在中石油A股上市时便马上冲进去，以40元/股的成本，买进全球第一大市值的股票，指望着中石油能马上翻上几番。等到该股一跌就把责任全推到巴菲特身上，好像是巴菲特逼着他买了似的，他自己好像一点责任也没有。

他不明白的一个事实是，就在他买之前几天，巴菲特以港币13元左右的价格全部清仓了中石油，一股也没留下。另外，5年前巴菲特买入的价格只有他买入的价格的三十分之一左右。

股市里就充斥着这类人，就像观音庙里每天都充斥着一大群平时不上香，不忌口，不行善，仅凭临时喊几句“南无阿弥陀佛”就想到达“极乐世界”的人一样。

记住，跟随巴菲特投资你不一定会赚到钱，要赚钱只能靠你自己。

### 三、巴菲特能左右市场，影响大众吗？

大慈大悲的观世音菩萨能影响普通大众。

巴菲特在世上也有那么多“信徒”，那他到底有没有颠覆性的扭转市场的能力呢？

如不然，则让他的信徒们连最后一点说服他们顶礼膜拜的理由都没有了，这确实是令人无法接受的。

事实是，巴菲特拥有一定的影响市场的能力，但也确实无法扭转大众的行为趋势。

2008年10月20日左右，各大媒体登载了这样一则新闻，题目大体是：“巴菲特说买股票，中外基金经理齐声说NO！”

路透社更直白——“巴菲特的号召遭遇冷回应。”

在当今世界性金融危机愈演愈烈的情况下，2008年10月17日巴菲特通过《纽约时报》提示大众：对美国许多健康企业的长期表现感到担忧没有意义。他认为，这些企业只是遭遇业绩的暂时下滑，5年，10年，20年后，多数大企业的利润会重新创出新高。

为了说服大家，他甚至把自己的投资秘密与大众分享，他表示：“如果股价继续下跌，我将把个人账户的资产从过去的百分之百的债券换成百分之百的美国股票。”

而且，他还一再用到他的座右铭：“在别人贪婪时我恐惧，在别人恐惧时我贪婪。”

晓之以理，动之以情。即便如此，巴菲特的“股神”之身，尚不能说服广大投资人，期待中的“巴菲特效应”并没有出现。相反，美国市场做出了相反的回音，道指在当天续跌了惊人的1.41%。

针对巴菲特的建议是否会吸引投资者购买股票，美国国家广播公司财经频道CNBC做了一个快速调查，结果显示1716名投资者中有68%的人表示认可，剩下的32%的人拒绝了“股神”的建议，他们的评论是“巴菲特只会做对他自己有利的选择”。

大众没有反应，因为大众不是真正的“神的子民”，他们和“神”的想法相差甚远，视野也不一样。

有基金经理说：“巴菲特看到的是5年，10年，但我们的客户们要求我们明天就要有收益。”

看来，中国古人的“叶公好龙”的故事，是跨越时间和地域的，是我们地球人拥有的共性——

世界上本来就没有一个叫巴菲特的“股神”。即便有，“股神”说话了，你会倾听吗？

# 序 一

李仁君

近一段时间以来，中国证券市场是极不正常的。

中国股市在发展了十多年后的今天，市场上各种机构和个人投资者居然大都是亏损的，并且是巨额亏损。

有调查数据表明，A股从2007年10月16日到2008年10月30日，总市值下跌21.7万亿人民币，大体相当于我国一年的国民生产总值，并超过过去6年的国家财政收入。

按中登公司统计，2007年新增开户6057万户，是2000年到2006年7年总和的1.7倍，折算下来，2007年大约有3000万新增股民和基民；同期市场流通市值蒸发了5.3万亿，如果按2007年人均可支配收入约为15000元，家庭可支配收入约3万元估算，蒸发的市值超过3000万中产阶层家庭过去6年的可支配收入，换句话说，3000万个家庭在过去6年的积蓄化为乌有。

有人用中国民间最流行的顺口溜发泄自己对证券市场的痛苦与不满：“宝马进去，自行车出来；西服进去，三点式出来；老板进去，打工仔出来；博士进去，痴呆傻出来……”

网络上，股民朋友“问君能有几多愁，恰似一直满仓中石油”的叹息，凄凉中还透出了一丝幽默。

股市里的钱到哪里去了呢？

股市中蒸发的钱可以算出来的几大去处包括：2007年IPO融资5000亿，大小非套现减持约4000亿，证券印花税加券商佣金约3000亿，社保、保险、基金公司获利约1000亿，合计超过1.3万亿的社会贡献都是由社会的新兴中产阶层所贡献。

多少年来，在中国的证券市场里，几千万股民们就像鳄鱼池中那些可怜的活鸡活鸭，又仿佛广漠的阿拉伯沙漠里那饥渴难耐却要不断负重前行的苦力骆驼。

有识之士认为，中国股市的“政策市”顽疾不除，中国股市的良心就不会回归。有权力的人可以大发横财，而普通股民总是成为无助的受害者。

很显然，“政策市”导致的恶果只能通过政策来纠偏，通过严厉的法律机制来限制，通过持续的制度建设来完善。

中国证券市场的法律制度建设一直落后于市场的发展，这是制约中国证券市场正常发展的最重要的因素。

中国证券市场的正常发展需要大力推进制度建设。

关于制度建设，一是要改进和完善股票市场运行制度，稳步扩大股票市场规模，发展股指期货等金融衍生产品。二是完善公司治理和信息披露制度，促进上市公司不断提高质量。三是发展多层次资本市场，适时推出创业板。四是进一步发展壮大机构投资者队伍，拓展增加市场长期投资资金的渠道。五是依法打击内幕交易和市场操纵等违法、违规行为，严厉查处违规资金进入股市，建立和维护公开、公平、公正的市场秩序。

中国证券市场的制度建设终将会成功，赶上西方成熟市场也只是时间而已。对于这一点，我们应该有信心。

但是中国投资者那种一直以来潜藏内心的轻信消息、沉迷投机、跟庄找黑马等等类似“赌博”的做法，难道不更应该警惕吗？

而这个投资者的自我改造过程会更为痛苦而漫长。

《巴菲特传》作者洛温斯坦在分析巴菲特成功的个人因素时，将其总结为三个关键因素：

一是智商，更准确地说是智慧。

巴菲特是非常聪明的，但绝不是小聪明，而是大智慧。他对人、对事、对市场有着深刻的见解，总是能把握最根本的东西，用最简单最轻松的方式来解决问题。

二是财商。

巴菲特在多年经营和投资过程中，形成一个综合的商业投资思考模式，他总是能抓住最重要的因素，提前很多年就能准确判断出一家公司未来的长期发展趋势，从而对公司的内在价值有准确的估计，这使他能价格合理时大笔出手投资，从不亏损。而且巴菲特把股票投资、企业收购和保险经营三种商业模式，非常和谐地融合在一起，形成了一个非常独特的经营模式。

三是情商。

巴菲特说：“投资必须是理性的。”巴菲特在市场大涨大跌中始终保持高度理性，让人敬佩。1969年他在牛市狂热中退出市场，1973年他在市场暴跌后却勇敢进入。1987年股市崩溃前几年的牛市狂热中，他提早大量抛出，而在崩溃后却大量买入可口可乐等股票。他称自己成功的秘诀是：“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。”这个真理说起来容易，做起来却很难。因为巴菲特总是以局外人的平和心态，用旁观者的常识和知识，看着场内人的贪婪和恐惧。

与此同时，巴菲特的战略成功更重要的一点，就是他在每年年报中检讨自己。

他为什么要检讨自己呢？

他是要把自己置于一种很清醒的状态，给自己一种检讨的机制。我们知道在股票市场上，你赚钱赚多了，赚了一段时间，你就会放大自我，放大自己的判断力，放大自己的预测能力，然后就会吃亏，甚至会犯大错误。人在成功的情况下是很难持续成功的，就是因为不能检讨自己，不能很清醒。巴菲特每年检讨自己，这是他年报一项重要的任务，而且是公开的检讨，所以这就可以使他一个人进行投资决策时保持很清醒的头脑。

美国证监会公布的数据表明，美国3亿人口中，股市开户人数多达8000多万，开户人数占总人口的近27%，50%以上的家庭都涉足股票市场，股票价值占到美国家庭财产的三分之一以上。

比起几乎每周都要换新股的中国人，美国人对一只股票的钟情可能会维持几十年。“很多人家里都藏有上一代人留下的股票。”花旗银行的一个统计显示，普通美国人平均持有一支股票的时间为两至三年，基金持有时间更长达三至四年。

“美国大街上看不到证券交易厅的，而这里，到处都是华尔街。在那边炒股是件很无趣的事情，人们不会在饭桌上或者酒吧里眉飞色舞说起股票来。但在中国，人们很爱说这些，现在，我的中文股市词汇量远远大于英文，‘套牢’、‘消息’、‘涨停板’，我都不知道英文该怎么说。”这是一个在华尔街工作的华人的观点。

或许是我们中国人太聪明了，以为自己什么都知道、都明白。我们不相信炒股票这么“简单”的事情是个很专业的问题，所以千军万



马齐上战场，老头老太把股市当成休闲的地方。这个恐怕也是中国独特的一景。

投机炒股肯定赚不到钱，无数事实与数据都证明了这一点，尤其是在中国证券市场。

价值投资是我们走出迷城、战胜市场，寻求致富的真正的“耶和華法杖”！

巴菲特说：投资其实非常简单，就是努力买进基本经济情况优秀、由诚实能干的人才管理的公司，然后用合理的价格买入。这就是我所做的。如果在自己的竞争优势圈中找不到标的，我不会扩大范围，而是耐心等待。

“波浪大师”艾略特这样告诫他的追随者——人们通常走了很远，很远，但最后还得回到起点，回到我们开始的地方。

回归常识，回归本原，可能会帮我们找到解决问题的方法。

这种回归，需要的是我们自己的脱胎换骨的修炼与提升。

这种回归，还需要我们具有质疑的勇气和被质疑的宽容，因为质疑是获得真理的必要路径；而被质疑常常并不是一件令人愉悦的事情，但却是价值投资者成长过程中必不可少的一环。

本书的作者逸人博士知识渊博，才华横溢，他常用巴菲特价值投资理念审视中国证券市场发展，颇有心得。本书观点鲜明，论据充分，思想深刻，必能给阅者以启发。此书在行文上也打破中国人互相不揭短的成规，尝试以批判性的眼光来审视中国证券市场中的一些成功的价值投资者，虽然有些“鸡蛋里挑骨头”的味道，但却是弘扬了中国证券市场最应该弘扬的东西。

但愿价值投资理念在中国证券市场早日生根、发芽以至壮大。最后借用巴菲特经常引用的凯恩斯的一句话结束此序。

“关键的不是接受新事物，而是摆脱过去”！

注：作者为海南大学经济学院副院长

## 序二

廖黎辉

巴菲特以他美国第二大富豪身份被尊为股神，引来无数股民顶礼膜拜。中国那些在牛市大赚一笔的的公募私募基金经理，为了忽悠更多的散户买其产品，也纷纷标榜自己就是中国的巴菲特，利用股神的光环给自己抹上一道金光。本人也长期研究巴菲特，但我越研究，我越发现巴菲特在中国根本不可复制，在美国也难再复制，他不是所谓股神，而是善于抓住机遇的超级资本运作大师。我认为绝大多数巴菲特迷进入了一个误区，实际上以下几个因素才是巴菲特成功的核心因素：

### 一、战后美国经济的长期世界龙头地位成就了巴菲特

任何一位成功人士离不开他所处的时代，离不开他的国家。之所以世界大多数富翁产生于美国，而没产生在其他国家，其主要的原因是美国通过二次世界大战确立了世界第一经济大国强国的地位，尤其是二战后世界进入了长时间的和平发展，美国更是充当了世界经济的领头羊，在资本主义世界经济中占有全面的优势。美国经济从20世纪50年代起在上述优势地位的基础上进一步持续增长。从1955至1968年，美国的国民生产总值以每年4%的速度增长。虽然在同一时期西欧各国和日本的整体经济增长速度赶上了美国（法国为5.7%、联邦德国为5.1%、日本为7.2%、英国为2.8%），但是战后美国经济在相当长的一个时期中仍占有优势地位。特别值得注意的是该时期美国经济曾经出现连续106个月的持续增长，这一记录直至90年代出现所谓的“新经济”之后才被打破。这是美国在世界《福布斯》富豪榜上排名靠前的根本原因。试想巴菲特如果生活在一个政局不稳、经济衰退的国家，他有再大本事也不可能成为世界第二大富豪。

### 二、美国资本市场的高度发达和世界垄断地位成就了巴菲特

现代经济社会，任何一个强国都是一个资本市场大国，没有一个强大的资本市场，就不会成为一个经济强国。资本市场的历史折射并

影响着世界金融中心的博弈和大国的博弈。17世纪全球资本涌入荷兰，成就了荷兰的海上霸权；18世纪，全球资本涌入英国，成就了200年的帝国梦想；19世纪，全球资本流入美国，依托一个强大的资本市场，美国崛起成为世界第一强国并持续至今。第一次世界大战前后，纽约股票交易所的规模一举超越了伦敦股票交易所，在前后短短几年的时间里，纽约取代伦敦成为新的世界金融中心，美国的人均GDP也超过英国，并取代英国成为世界第一强国。从美国经济发展的历史看，几乎每一次经济热潮或技术进步，都是依托资本市场发展起来的。从19世纪早期大规模修建运河和铁路，到后来钢铁和化工行业的兴起，美国经济起飞过程中的每一个阶段，都源于资本市场的强力支持。20世纪70年代后，世界经济出现了以高科技为龙头的全新经济模式。但几十年来，从计算机到网络、从生物到纳米，不仅无一例外都是在美国兴起的，而且美国始终在全球保持领先地位。事实表明，并不是美国的科学家比其他国家的科学家更优秀，而是美国拥有高效的资本市场以及与之相关的风险投资产业，拥有将科技转化为产业和不断推动创新的强大机制。美国资本市场的高度发达和垄断地位主要体现在美元成为世界货币，美国可以通过印刷美元换取全世界的实物，这样美国不再从事低附加值的工业品生产，转而从事低投入高产出的信息化产品生产；其次美国通过建立高度发达的股票市场和商品期货市场，加之世贸组织等国际组织都是美国主导建立，游戏规则由美国制订，使美国通过金融资本市场控制了世界经济。历史事实说明资本市场对于国际金融中心博弈和大国博弈有举足轻重的影响，也说明了资本市场在大国的国家战略中占据重要地位。

巴菲特是非常明智的，对于今天他所取得的成就，他认为，只不过是选择了符合社会需要、适合自己做的投资工作而已，并多次戏称：“要是自己出生在5000年前，很有可能成为别的动物口中美餐。”在这句戏言中，蕴涵着深刻的哲理：是美国的世界经济第一强国地位，是美国资本市场的高度发达和世界垄断地位，给他提供了成功的舞台，造就了“股神”巴菲特。

### 三、利用保险资金的长期财务杠杆作用成就了巴菲特

投资界人士常常这样描述“股神”巴菲特的投资：如果你在1956年把1万美元交给沃伦·巴菲特，那么今天你就拥有了2.7亿美元的税

后收入。在分析过巴菲特的投资策略以后，我发现在巴菲特的投资历程中，保险业具有不可替代的作用。1967年2月23日，巴菲特的投资旗舰公司——伯克夏公司，通过向国家赔偿公司投标的方式进入到保险业。发展至今，伯克夏公司近半数的运营收入来自其保险与再保险业务，并拥有包括盖可汽车险公司（GEICO）、国家保险公司和通用再保险公司等近20家保险机构。其保险产品种类丰富，涉及寿险、财产险及巨灾险等众多领域。那么为何“当代最伟大的投资者”如此看好保险业呢？

首先，巴菲特认为保险业能获得丰富的浮存资金，即保费收入。巴菲特曾经说过，“我们目前拥有70亿美元的浮存资金金额。假如现在有人为我提供70亿美元资金，而且收入可以免征利息所得税，但是，从此以后永远不得从事保险业务——永久性地退出任何形式的保险业务竞争——我是否会接受呢？答案是否定的。”虽然保费收入在保险公司财务处理中体现为负债项目，但在长期看来，保费收入是保险公司现金流的稳定来源，是决定公司内在价值的重要因素。

另外，巴菲特认为保险业具有长期稳定性。他从导师格雷厄姆那里学习到了股市波动的永恒规律：“从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机。”所以巴菲特极少投资于高科技和新兴产业，因为这类产业排除了他所期望的长期稳定性。

大多数巴菲特迷沉湎于巴菲特如何选股及长期投资理念，中国一些在牛市中选了几个蓝筹股而坚决持股的基金经理，更是自以为学到了巴菲特的真经，在熊市中也持股不动，结果在2008年的大熊市中损失惨不忍睹，蓝筹股的下跌幅度一点也不输于大盘。可以明确地说凡是拿别人资金理财的无论是公募还是私募基金，根本无法学巴菲特的长期价值投资，充其量只能做价值投机，因为别人的钱是随时可以赎回的，不管你选的股基本面如何好，未来能涨多少倍，投资者都不能忍受眼前下跌百分之五十以上的风险。所以资金支配权不能完全控制的基金经理谈什么长期投资，根本就是自欺欺人，很可能在下一轮牛市来临之前就被消灭了。巴菲特于1962年开始介入的股票也不是只涨不跌，在1973-1974年的经济衰退期，公司受到了严重打击，它的股票价格从每股90美元跌至每股40美元。在1987年的股灾中，股票价格从每股大约4000美元跌至3000美元。在1990-1991年的海湾战争期间，它再次遭到重创，股票价格从每股8900美元急剧跌至



5500 美元。在 1998-2000 年期间，伯克夏公司宣布收购通用再保险公司（GeneralRe）之后，它的股价也从 1998 年中期的每股大约 80000 美元跌至 2000 年初的 40800 美元。伯克夏公司（Berkshire）股票价格几十年财富复利增长为 23% 左右，但一个谁也没注意到的核心秘密是巴菲特钻了美国各州法律的空子，将他控股的长期巨额保险资金借给伯克夏上市公司买股票，保险资金几十年都不用赎回，难怪巴菲特可在股票下跌百分之四五十还气定神闲，因为他根本不用考虑资金被套而拿走，难怪他可十年持股不动。所以这一点是自称“中国巴菲特”的基金经理最不能学的。另外一个绝大多数人忽略了巴菲特真实炒股水平也就和道琼斯指数差不多，也就 8% 左右，另外 15% 的回报是其伯克夏公司每年从保险公司拿到 15% 的增量资金，他是利用了保险资金的财务杠杆作用才取得了如此惊人的长期回报。这是巴菲特控股的伯克夏公司几十年复利回报 23% 的最大秘密。此次前所未有的金融危机中巴菲特于 2008 年 10 月份倾巢抄底，但只有一两个月就被套百分之四五十，说明巴菲特抄底选股并没高出华尔街专业人士多少，但巴菲特赌的是美国经济十年内一定复苏，美国在世界上老大地位无人能动摇，可能过几年看巴菲特又大赚一笔，事后人们又惊叹老巴又抄底成功了，你现在敢学巴菲特吗？先套你百分之五十没商量。

以上我认为是巴菲特成功的核心因素，缺了以上几个因素的任何一个因素都不可能成为现在的巴菲特，各国的巴菲特迷们，你想想你具备以上几个核心因素吗？所以巴菲特是美国版的资本成功神话，实在不是什么股神。难怪巴菲特对华尔街的股票专家不屑一顾，因为历史是不可重复的，所以巴菲特也是不可复制的。

注：作者为深圳市景良投资管理有限公司总经理

# 目 录

自序 .....	1
第一章 中国投资者修习价值投资的十个误区 .....	1
一 “学”巴菲特——别“歪嘴和尚念错了经” .....	1
二、感悟巴菲特——我们离价值投资到底有多远? .....	3
误区一 中国市场没有投资价值，巴菲特不适合中国 .....	4
附：“巴菲特投资活案例”——比亚迪公司简况	
误区二 价值投资的安全边际理念就是买便宜货，或者是买 进低价绩优股 .....	8
误区三 长线是金，长期持有(BUY AND HOLD)是价值投 资唯一正确的策略 .....	13
误区四 真正的好企业是赚钱机器，随时买进都是正确的， 你输的只是时间 .....	19
误区五 学巴菲特的捷径就是要猜对“巴菲特概念股”，然 后买进，一定会挣大钱 .....	23
误区六 巴菲特是股神，所以跟着他一定可以抄底和逃顶 ...	30
误区七 价值投资，首先要过“戒恐”、“戒贪”关 .....	34
误区八 价值投资太复杂，只是大机构和高智商者的游戏， 对普通投资者“中看不中用”，还是技术分析、趋 势投资比较适合中小散户 .....	37
误区九 选择性失明而致“不完整的巴菲特”——国人看到的 巴菲特投资理念漏掉了他短期个股投资失利的宝贵 教训 .....	39
误区十 只要勤奋学习，就一定会弄懂巴菲特价值投资法，纵 横天下了 .....	48
三、全息“巴菲特”——触摸价值投资理念的“科学内核” .....	53
1. 巴菲特价值投资理念的理论内核 .....	53
2. 巴菲特价值投资理念的哲学内核 .....	65
3. 巴菲特辩证唯物主义价值投资理念对中国投资人的 启迪 .....	73



四、修炼巴菲特——成为价值投资者的“不二法门” .....	76
1. 明白财富的真正意义，忘掉金钱 .....	77
2. 认识自我，忘掉巴菲特 .....	78
3. 关注社会，忘掉自我 .....	79
第二章 价值投资一般指标体系设计 .....	84
一、价值判断指标 .....	84
二、盈利能力指标 .....	100
三、业务水平指标 .....	104
四、管理能力指标 .....	108
第三章 巴菲特价值投资理论中国 A 股市场诠释 .....	126
一、巴菲特的财务分析方法 .....	127
二、巴菲特财务分析方法在中国 A 股市场运用的实证分析 .....	134
三、巴菲特财务分析方法在中国 A 股市场上运用应注意的 问题 .....	151
四、结论与展望 .....	154
第四章 中美“巴菲特概念股”比较分析案例 .....	157
一、比亚迪 VS 通用电气 (GE) .....	157
二、中国石油 VS 美国康菲 .....	167
三、片仔癀、同仁堂 VS 美国强生 .....	177
四、云南白药 VS 葛兰素史克 .....	190
五、中国人寿 vs White Mountains .....	199
六、青岛啤酒 VS 安诺斯布什 .....	207
七、迪斯尼 VS 黄山旅游、丽江旅游 .....	215
八、卡夫食品、可口可乐 VS 五粮液、茅台 .....	226
九、富国银行 VS 招商银行 .....	241
十、普尔蒂 VS 万科 .....	248
参考文献 .....	257
后 记 .....	259



## 第一章 中国投资者修习价值投资的十个误区

千万别“学”巴菲特，写下这个题目，感觉有些不合时宜。

因为，中国人和犹太人被世人公认是最会经商和赚钱的民族。而巴菲特则是2008年初被《福布斯》裁定的新科世界首富。年中时虽然被他的好友比尔·盖茨超越，但祸及全球的世界金融危机重挫了众多世界富豪们，包括比尔·盖茨，他的财富大幅缩水，反观巴菲特却能逆流而上，仅33天便净赚80多亿美金，借此重登首富宝座。神一般的巴菲特，举世为之一惊。

以当今国人对财富的敏感和执着，巴菲特当然超越一切西方名人成为国人最津津乐道的热门人物。可以说，在金融界，无人不知巴菲特，无人不道巴菲特，以至于到了言必称巴菲特的程度。笔者估计，以国人的热情，即便巴菲特本人也会惊诧莫名。

学习巴菲特，像巴菲特那样做股票，像巴菲特那样点石成金，几乎成为每一个中国人的心声和梦想。

无可厚非，亚当·斯密便这样告诫我们：“个人出于自私的目的追求自身财富最大化是社会利益最大化的根源。”

但身边的朋友，曾经信誓旦旦要做中国的巴菲特的，最后往往不了了之，故态重萌。对大多数投资者而言，难道巴菲特只是一个挂在大众口头上的谈资，抑或是一个遥不可及的梦而已？

笔者自上世纪90年代初涉足股市以来，亲身经历数次投资与投机反复，特录下以下关于学习巴菲特价值投资理念的心得，与同道者共飨之。抛砖引玉，务求指教为荣。

### 一、“学”巴菲特——别“歪嘴和尚念错了经”

回顾牛市喧嚣，在中国你会发现有很多人号称自己是巴菲特，这些人中有基金经理，有证券公司的研究员，更可笑的还有那些在市场上凭运气一夜致富的赌徒，他们以为赚钱了，就

号称自己是“巴菲特”。

真可谓“千人千面巴菲特”啊！

熊市来袭，盛宴结束，股价的大幅下跌蚕食了大部分参与市场的人的利润，慢慢地，很多人还亏掉了本金，甚而至于倾家荡产。

熊市才是裸奔者的海滩！

那些先前号称自己是巴菲特在中国的传人的家伙，或者干脆以“中国的巴菲特”自居的“股神们”，纷纷远走消遁，坚称巴菲特不适合中国。品行低下者甚至谩骂价值投资，攻击巴菲特，宣称是价值投资害苦了他们，是巴菲特误导了他们。网络上，报刊上，处处是他们留下的痕迹……

事实是，中国股市是一个以投机者为主体的市场。为什么在一个举世皆知以勤劳、智慧见长的民族里几乎很少能找到几个真正的、持之以恒的价值投资者呢？难道真的是巴菲特价值投资理念不适合中国吗？

当然不是，问题是中国证券市场尚处于一个不断成长、不断完善的过程中，市场的参与者本身也有一个不断适应、不断提升的过程，我们缺乏对价值投资的真正的理解。

价值投资更多的是一种理念与习惯。

就像学英语，我们从小学到大学，甚至到博士毕业，日复一日，年复一年，勤奋学习，也未必能熟练掌握。我有很多国内的博士同学，毕业了，英语还开不了口。相反，我在加拿大的一个邻居，一个到加拿大学习英语才三个月的阿拉伯老太太，却能很顺利地用英语进行交流。

这里面一定有原因。

韩国《千万别“学”英语》的作者郑赞容先生在教学中发现，东方人很努力学习和攻读（STUDY），而西方人更多的是熟练（LEARN）。

语言是不需要攻读的，重在熟练。东方人学英语喜欢从字母开始，背诵单词课文，熟记语法。从小学到大学，大体一大半的时间用在这方面了，结果事倍功半。

而小孩没怎么使劲就学会了讲话，还有那个加拿大邻居阿拉伯老太太为什么不经意间就学会了英语了呢？因为他们还原了语言本身的本质功能，他们把自己置身于那个语言环境中，耳濡目染，自由交流沟通，慢慢地、自然而然地也就拥有了语言这项功能。因为语言是熟



习，而非学习。熟习意味着你说英语时就像你说母语一般，熟习的内容自动浮现脑际，这时，你忘记了语法，忘记了母语，只有语言本质的交流沟通功能在起作用。

语言更多的是一种习惯，所以千万别硬学硬背。

证券市场上也一样，如果不能真正把握它的本质，不结合中国本土市场的具体生存环境，机械照搬价值投资，也一定会适得其反。本人积十多年从业经历，深感国人学习巴菲特价值投资理念不到位，主要存在以下十个误区：

误区一 中国市场没有投资价值，巴菲特不适合中国

误区二 价值投资的安全边际理念就是买便宜货，或者是买进低价绩优股

误区三 长线是金，长期持有（BUY AND HOLD）是价值投资唯一正确的策略

误区四 真正的好企业是赚钱机器，随时买进都是正确的，你输的只是时间

误区五 学巴菲特的捷径就是要猜对“巴菲特概念股”，然后买进，一定会挣大钱

误区六 巴菲特是股神，所以跟着他一定可以抄底和逃顶

误区七 价值投资，首先要过“戒恐”、“戒贪”关

误区八 价值投资太复杂，只是大机构和高智商者的游戏，对普通投资者“中看不中用”，还是技术分析、趋势投资比较适合中小散户

误区九 选择性失明而致“不完整的巴菲特”——国人看到的巴菲特投资理念漏掉了他短期个股投资失利的宝贵教训

误区十 只要勤奋学习，就一定会弄懂巴菲特价值投资法，纵横天下了

国人修习巴菲特价值投资法，好急功近利，往往重战术而轻理念和战略，就像好好的一本经书让“歪嘴和尚”给念坏了。

所以，走出以上误区，传播正确的巴菲特价值投资理念，已是当务之急。

## 二、感悟巴菲特——我们离价值投资到底有多远？

关于巴菲特价值投资的十个误区，在中国市场上很有代表性，如

果不能深入分析，善加引导，对于中国证券市场走向成熟有序，真正实现它应有的功能，恐有害无益……

**误区一** 中国市场没有投资价值，巴菲特不适合中国

**代表人物：**王先生（原国泰君安研究所负责人，中国第一代证券研究专家）。

**受害者故事：**七十万股民大调查：逾九成亏损。

**危害指数：**五星★★★★★

经济半小时栏目联合和讯网等四家网站发起调查，共有 764588 名投资者参加了这个调查。

调查显示，从 2007 年 1 月 1 日起至 2008 年 4 月底，参与调查的投资者中亏损者的比例达到了 92.51%，盈利的投资者仅有 4.34%，勉强保本的投资者为 3.15%；如此大范围的亏损，即便在过去漫长的熊市中，也极为罕见，事实表明，过去一年 A 股市场不仅没能有效增加国民的财产性收入，反而在不断地吞噬国民的个人财产。

而那些亏损的投资者，他们的亏损究竟占其金融资产的多少呢？

调查显示，亏损的投资者中有 59.98% 的人目前亏损占其金融资产的 50% 以上，有 14.50% 的人亏损占其金融资产的 40%，有 11.43% 的人亏损占其金融资产的 30%，有 5.74% 的人亏损占其金融资产的 20%，有 2.46% 的人亏损占其金融资产的 10%，有 5.89% 的人亏损占其金融资产的 10% 以下。

还有一个调查，结果显示，99% 以上的中国普通投资者不相信中国证券市场有投资价值，99.7% 以上的普通投资者，在实际操作中也不运用价值投资理念。

**点评：**

关于巴菲特不适合中国，换一种说法，中国证券市场没有投资价值，其代表人物王先生等对中国普通投资者具有巨大影响的专业人士，多年来一直断言：假如巴菲特投资中国一定会失败而归。这个观点在中国很有市场。

新浪上面有一个关于巴菲特先生的调查，“如果巴菲特先生来到中国股市进行投资”，请网友选择，“他是否会成功”。

里面的数据比较有意思：其中 41.95% 的网友，2745 票认为巴菲特先生能够成功，也有占 31.6%，2068 票认为巴菲特先生遭受比较惨的失败，另外有 26.45%，1731 票认为巴菲特先生成绩平平。



多数中国人断定巴菲特不会成功，但是事实呢？

事实是，5年前巴菲特在中国 SARS 肆虐，国际投资者极度看低中国时，以巨资 5 亿美金抄底中石油，平均价 1.67 港元（这个价格让很多 A 股投资者极为眼红）。在去年中石油 A 股上市之际，以均价 13 港元左右，全身而退，换取了 35 亿美金的利润，国人以嫉妒加崇敬的眼神目送股神远去……

金手指显示了神奇的魔力。

遥想当年巴菲特出手中石油时，全香港为之疑惑。香港股评家中最著名的名嘴曹仁超先生甚至断言：“巴菲特一定是 CRAZY！”当然不理解是情有可原的，因为巴菲特的股东也不理解，当年的股东大会，他花了很多的时间来解释为什么要投资中石油。

为什么出现这种情况呢？借用巴菲特经常引用的凯恩斯的名言：“困难不在于接受新思想，而在于摆脱旧思想。”

世人包括中国人自己就有一种根深蒂固的成见：那就是中国市场没有投资价值。即便巴菲特用事实证明了这个明显的错误，还是有很大比例的国人就是不相信这一点，认为那仅仅是个个例。

然而巴菲特在这次世界金融危机愈演愈烈、世界经济支柱摇摇欲坠之际，再次把目光投向东方，剑指一个名不见经传的中国民企——一个以制造手机电池和中低价汽车为主的中国新兴企业比亚迪。

实际上这一次更有意义，因为金融危机的大背景，因为是一个正宗的普通中国民企，更有代表性。

在新闻发布会上，巴菲特掩饰不住自己的激动之情，毫不吝惜溢美之词，几乎把最美好的词汇全送给了比亚迪和它的当家人——传福先生。

“这是一笔非常棒的交易，在环境适合的时候，你会看到我们在那里大规模投资。”“能够作为比亚迪和中国人的合作伙伴，我们对此非常兴奋，王传福先生具备独特的管理运营能力和优良记录，我们盼望着和他的合作。”

更加令巴菲特惊奇的是比亚迪一开始并没有接下巴菲特抛下的绣球，这在世界上其他地方都是极为罕见的，何况是在中国。开始时的拒绝，更让“股神”感受到它的独具一格，并赢得“股神”少见的尊重。

由此看来，是我们的研究员们看不到我们眼皮底下的世界级伟大企业。不仅如此，更让我们的价值投资专家们意外的是，巴菲特不仅

在具体个股上认可这个企业，他还在电视媒体上直言不讳地发表看好中国的言论——

“谁知道中国经济是否会过热、通胀严重或其他什么问题？”巴菲特强调他不担心不重要和不可知的事情。“中国和美国一样，未来半年或一年发生什么真的并不重要，关键是未来10年会发生什么。”“我们要让事情变好，而事实是，中国会做得更好。因为他们起步较低，但是在过去的20年学到了大量的商业智慧，以及如何释放人的潜能。后面这一点美国较早就学会了，但中国正在非常非常快速地掌握。”“我想中国的经济不会出问题。从现在起十年、二十年后，中国和印度必将快速发展。”……

所以说，那种断言中国企业，乃至中国整体经济没有投资价值的“专家”，与其说是一叶障目，不如说是一种懒惰。

我们只是在那里臆想，没有花足够的时间和精力去研究，去发现最有价值的中国企业，以至于用这种堂而皇之的理由去遮掩我们的无知？如是，你能“学”到巴菲特吗？

附：“巴菲特投资活案例”——比亚迪公司简介（以下摘自网上）

通过2003-2008年中期比亚迪的定期报告，可以简单看出比亚迪的基本情况：

1. 业务简单，能够理解该公司业务。

核心业务：手机部件（43%）、充电电池（锂电、镍镉电）（34%）、汽车（23%）。

2. 管理层能干并且可靠。

巴菲特发表声明称：“能够作为比亚迪和中国人的合作伙伴，我们对此非常兴奋，王传福先生（比亚迪总裁）具有非凡的管理经验，我们很高兴能有机会跟他合作。”

3. 合理价格。

比亚迪10送28拆股，总股本由5.395亿股增为20.501亿股。EPS（预计每股收益）由2.99元变为0.79元，每股净资产5.22元。巴菲特公司旗下MidAmerican Energy（87.4%权益）以18亿港元认购2.25亿股比亚迪的股份，每股8元。有人误认为比亚迪股价从77.7跌到最低6元，实际是错误的。因为2月15日实施了10送28股除权，目前是复权价格。巴菲特公司8元买入价相当于复权价格30.4元。8元/股用最简单的几个指标估值一下：PE（市盈率）10.12、PB（市



净率) 1.53、PS (市销率) 0.77。

#### 4. 长期稳定经济收益。

财务指标：(1) 股东权益：2003年 32.56 亿，2008 年中期 109.13 亿，5 年半增长 3.35 倍。

(2) 净利润：2003 年 8.69 亿，2007 年 17.02 亿，增长 1.95 倍。

(3) 销售收入：2003 年 40.63 亿，2007 年 212.11 亿，增长 5.22 倍。2003-2008 年中期，5 年半时间毛利分别为 (%)：33、27、22、21、20、19 (趋降)；ROE (净资产收益率) 分别为 (%)：26.6、25.2、12.2 (2005 年锂电大幅下滑 40%所致)、21.3、15.9 (趋降)；销售净利率分别为 (%)：21、15、8、9、8、5.9 (趋降)。

毛利、ROE、销售净利率趋降反映该企业行业竞争的特点，定价能力不足。

2003-2008 年中期，业绩总体趋升，但其中 2005 年，业绩大幅下滑 49.8%，因锂电销售下滑 40%所致，可见电池业务市场并非总是很稳定。

2004 年电池盈利占绝对重头，手机部件比例小，汽车亏损。2005 年电池大幅度下滑，手机部件上升，汽车亏损。2006 年电池平稳恢复，手机部件开始跃升，占重头，汽车开始盈利。2007 年电池、手机部件销售大幅度增长 (毛利下降)，汽车平稳增长。比亚迪目前三大块核心业务，属于大众业务，老实说，看不到“护城河”。

巴老自述看重的是股票背后的业务，不是股价走势，不是下季盈利，而是合理价格买入未来 5 年、10 年能够升值的东西。推想这项业务非常可能是目前还没有产生效益、富有前景的双模汽车，F3DM、F6DM，纯电动车 e6，以及今后的电动汽车业务。

巴菲特公司此次买入这么一家比较优秀的企业股价相对来讲属于合理。之所以用比较优秀，而非特别优秀的“明珠企业”来形容，是因为读年报的感觉。2005、2006、2007 年最简单的几个财务指标，毛利、ROE、销售净利率反映出来只是比较优秀，2004-2007 年资产负债率在 53%-67%之间，财务杠杆及财务费用偏高，现金净流量情况较好，大于净利润，可视报表净利较真实，短期偿债能力较高，没有出现入不敷出的情况。

或许巴老知道即使电动汽车没有令人兴奋的结果，但由比亚迪手机及电池业务也能带来安全边际。轮子上的业务 (汽车) 是他远远避

之的生意，这一行业过度竞争导致价格战绵绵不休。对电动汽车行业，笔者没有做过功课，但石油迟早要消耗完的（目前世界储采比为40多年）。当然我们无法确定电动车一定是赚钱机器，或者说比亚迪一定是未来电动车行业的赚钱机器。也许，今后通过更多的关注功课，我们会认识这个生意。

投资最难的还不是耐心等待以合理价格买入，而是提前发现别人没有发现的、未来可巨大增值的项目。

### 比亚迪档案：

比亚迪创立于1995年，2002年在香港上市，主要拥有IT、汽车两大产业，特别是在电动汽车领域，比亚迪具有较为领先的电池技术优势和整车生产平台。

台湾《工商时报》报道，1966年，王传福出生在安徽无为县一户农民家庭，由于他读初中时家里发生变故，让他从此变得沉默寡言，并把心思花在苦读上，养成了坚强忍耐的性格。

1987年，21岁的王传福大学毕业后进入北京有色金属研究院。因看好电池事业的发展，1995年，王传福带领20多个人在深圳莲塘的旧车间展开创业的第一步。

利用成本上的优势，1996年，比亚迪取代三洋成为台湾大霸电子的电池供货商。1997年，比亚迪的镍镉电池销售量达到1.5亿块，排名上升到世界第4位，随后更成为摩托罗拉的第一个中国锂电池供货商。

注：笔者有幸在巴菲特买入比亚迪之前一周，80%仓位购入比亚迪。这次笔者之所以能抢得先机，有赖于我5年前担任深圳一家管理咨询公司顾问时即着手研究该公司，当时感觉这是一个绝无仅有的中国企业。

**误区二** 价值投资的安全边际理念就是买便宜货，或者是买进低价绩优股

**代表人物：**格雷厄姆、早期的巴菲特

**受害者故事：**一个价值投资者购买港股HK0501仙股的故事。

2001年我的一个做实业的朋友，多年来在A股市场投资非常成功，收益颇丰。朋友经常自称是一个坚定的价值投资者，决心在证券市场实践巴菲特的价值投资理念。

2001年，他凭着多年来在商场上练就的灵敏的嗅觉，在A股走熊之前，顺利撤退和我一起转战到香港H股市场（不谋而合，林先

生、但先生等都有这个阅历)。他说他不熟悉香港市场,他说他是一个价值投资者,所以他选择了一个仙股(股价不到1港元的股票)HK0501庆丰金。他认为一个做黄金生意、有华人首富李嘉诚参股的企业,股价如此便宜,没有道理不值得一个价值投资者关注。他把他的全部资金360万港元投进了HK0501,然后他准备等着成就一番巴菲特奇迹。

接下来的故事太残忍,几乎没有办法讲下去。

朋友投进去后两个月不到,变脸开始, HK0501从大概0.5港元快速下跌到最小价格单位0.01港元,即一分钱。到此,苦难并没有结束,该股10股缩成1股,即由一分变为一角。又不到一个月,该股从一角重新回到三分钱。问题是悲剧还在上演,主要股东决定配股筹资,配股价只有原股价的三分之一。我的这位“价值投资者”朋友,借钱配股。结果,又不到一个月,股价从三分钱跌回一分钱……

再后来,在香港廉政公署介入下,老板陈某被起诉,公司清算。时间半年左右,我的朋友投资400多万仅仅剩下不到2万。

《21世纪经济报道》专版报道此事,深圳数百人参与投资HK0501,损失4亿港元左右。

**危害指数:四星★★★★**

**点评:**

德鲁克认为:“除非一个企业产生的利润大于其资本成本,否则这个企业是亏损经营的……到挣足它的资金成本以前,企业没有创造价值,是在摧毁价值”。

经常听到,持此种观点的投资人士认为,价值投资就是买便宜货。

他们之中有的人价值投资理论素养很高,但犯了教条主义错误。他们中相当多的人甚至阅读过价值投资的鼻祖格雷厄姆的《证券分析》、《聪明的投资者》,并虔诚地师从于他。

格雷厄姆有个著名的“捡烟屁股”理论,就是你看到地上有一个别人吸剩下的烟蒂,你捡起来,运气好的话,你可以美美地享受一下最后一口免费烟的乐趣。

任何理论,它的产生都有一个具体的背景,我们应该辩证地看待这种观点。

实际上,这是典型的经济大萧条背景下的思维,格雷厄姆成长于美国有史以来最严重的1929年经济大萧条时期。



曾经在证券市场初试成功的他，因此次大萧条而家财散尽，最惨时，把投入的本金的近80%都亏掉了。

痛定思痛，他写成了《证券分析》。其主要内容是投资者不要为股价的表面波动所迷惑，投资者所要做的是追求安全边际，努力“寻找到一些价格低于净资产一半的股票”。

通读格雷厄姆的理论以后，你就会明白，他的一些核心思想对于帮助我们树立正确的价值投资理念非常有意义。但从实际操作层面来看，因为具体的生存背景不一样，照搬原始的表层意义的格雷厄姆的理论并不适合我们普通投资者。价值投资的“捡烟蒂”理论，并非有的朋友所理解的买最便宜货那么简单，并非什么便宜货都可以买。

格雷厄姆的核心思想实际上是“安全边际”，在安全边际内利用投资者内心的“市场先生”所带来的贪婪与恐惧的情绪与“非理性的市场波动”来获利。

据巴菲特自己申明，这条理论至今占巴菲特投资理念组成部分的85%，占绝大部分。巴菲特的那句人所共知的名言很清楚地表明了这一点，他告诫人们：“投资的全部要义有两条，第一条是永远不要赔钱；第二条是永远记住第一条。”可见，巴菲特对资金安全性重视的程度简直到了偏执狂的程度。

巴菲特始终明白，先要有安全，才能谈得上赚钱。那些说巴菲特彻底告别了格雷厄姆的朋友犯了个很严重的错误。

巴菲特至今的每个投资决策都谨记他的老师——价值投资引路人格雷厄姆的教导，甚至他们的合作伙伴——更多重视成长性的芒格都是格雷厄姆的最忠实的信徒。

如果没有安全边际即便是成长性再好，有如比尔·盖茨的微软，他也不为所动。今天那些只重成长性而忽视安全边际的政治新一代“价值投资者”要小心了。

不过，每一个理念都有它的时代局限性，价值投资的妙处就是它的理念是不断更新的，随着时势而变。格雷厄姆近乎疯狂地追求安全边际的策略在后来新技术不断涌现、经济快速发展时期，就有些“不对劲”了。

虽然他的核心思想到今天依然非常有效。但什么事情都不要绝对，不要“唯安全边际论”，否则，你一不小心就会掉进另一个陷阱。

巴菲特认识到了这一点，是在走了很长弯路以后。

在早期的投资活动中，巴菲特对格雷厄姆的投资策略和分析方法虔诚之至。通过寻找以低于净资产的价格出售的公司，巴菲特买入了一家无烟煤公司、一家街区铁路公司以及一个风车制造公司的股票。但巴菲特很快意识到，按照格雷厄姆严格的数量界限去购买的这些股票根本无利可图。

在格雷厄姆-纽曼公司工作期间，巴菲特所做的研究促使他更深入地挖掘公司的财务报告，以便理解是什么原因导致了公司股价的下跌。巴菲特发现，他廉价买入的几只满足格雷厄姆检验准则的股票之所以廉价，是因为这些公司的基本业务正在遭受损失。

早在1965年，巴菲特就意识到格雷厄姆购买廉价股票的策略并不奏效。按照巴菲特的说法，用格雷厄姆的价值方法所购买的股票价格如此之低，以致于这些公司的经营只要“打个嗝”，投资者就会卖掉它。

1968年巴菲特解散了他的私募基金，全心经营他早前完全按他的恩师的“处方”买来的一个“便宜货”——一个业务不景气、不断衰退的纺织品企业伯克希尔公司，巴菲特后来承认这是他一生中做过的最糟糕的生意之一。

为了拯救这家在外人看来还不错的、行业内业绩还算亮丽，但整个行业不断衰退几乎没什么前途的企业，年轻的巴菲特付出了全部的心力和智慧也仅能维持而已。

到后来他只好进行业务转向，转向更有生机、更有前途的保险行业。所以，今天的伯克希尔·哈撒韦和最初的伯克希尔在业务上没有任何相同之处。

痛定思痛，才有了巴菲特后来的感言：“一个不好的企业即便是选择最优秀的企业家管理也回生无望。”他经常引用哲学家赛缪尔·约翰逊的名言证实自己的感悟：“一匹能数到10的马是匹了不起的马——而不是了不起的数学家。”经营得再好的纺织厂也不是很好的行业。

回到中国股市，最近陆续有上市公司发布2008年三季度财报，三大航空公司从盈利51.79亿元到巨额亏损52.50亿元，仅仅经历了一年的时间。

南方航空今天将发布三季度财报，其中归属于上市公司股东的净利润为-8.1亿元。加上昨天已经公布的东航和国航的三季度财报，三



大航合在一起巨额亏损 52.5 亿元，其中东航亏损最为严重，为 23.34 亿元，其次是国航，亏损 19.4 亿元。拥有上百架飞机的东航，其净资产仅仅剩下 11.39 亿元，还不及一架飞机的钱！如果再剔除其 15.09 亿元的无形资产，东方航空实际上已经资不抵债！虽然东航在航空业算是不错的了，去年在引进战略投资者时，还引来了许多的“追求者”，但是它也只是“塞缪尔的马”而已。

航空业的风险不是哪一家具体企业能够规避的，何况是中国这些吃着皇粮、不思进取的“国企”。

如果试着以买便宜货的心态介入的话，无论是什么价格都是昂贵的。很多朋友相信“地板价”的安全性，还有一批专门买“仙股”的散户，但是“仙股”一定安全吗？

回看 A 股近 20 年的历史，总共有 30 只个股曾经低于过 1 元，2005 年 4 月 29 日 ST 猴王曾创下过 0.47 元的近 10 年来 A 股最低股价。那么这些仙股的命运会如何演绎？

统计发现，这 30 只仙股中，有 14 只最终由于种种原因被终止上市，转而进入三板市场，仅有 S\*S\*ST 云大通过被太平洋（601099）借壳回到主板市场。而剩下的 16 只个股中，目前有 6 只已被暂停交易，仍然正常留在二级市场正常交易的个股只有 10 只。

由此看来，历史经验表明三分之二的仙股最终将离开二级市场（至少是暂时），退至三板。不过这并不意味着风险的终结，进入三板后，这些股票往往还将继续大跌。

据 Wind 数据统计，三板市场的金田 B3、大洋 B1、水仙 B3、中浩 B3、石化 B3 这 5 只股票的价格还不到 0.1 元。也就是说，哪怕是价格不到 1 元的股票，到了三板后仍然有可能继续下跌个 90%。

看到以上数据，投资者是否已对即将再度出现的仙股不寒而栗了呢？

本轮熊市已经造就了一批跌幅超过 90% 的个股，但也许目前更大的风险恰恰就是在所谓的超低价股上，低价完全不等于低风险。

中国古人云：“男怕入错行，女怕嫁错郎。”即为此意。

我们现在看到的千锤百炼后“成熟的”巴菲特为了让自己记住这一点，严格限定了自己的“能力圆圈”，以防止自己为了贪图便宜货而越界。我想这才是真正的格雷厄姆的“安全边际”理念精华所在。

彼得林奇曾总结道：“仅因为它便宜就买入一只股票，那一定是失败的投资。”

如果你以为巴菲特的理念就等同于买便宜货的话，建议你——千万别“学”巴菲特。

**误区三 长线是金，长期持有（BUY AND HOLD）是价值投资唯一正确的策略**

把价值投资简化为长期持股，这是对巴菲特价值投资理念迄今为止最大的，也是危害最深的误解。

**代表人物：**但先生等一批私募界“中国的巴菲特”们。

**受害者故事：**但先生们为了证明在漫长的时间流逝过程中，伟大的“玫瑰”不朽的价值，从2005年至今，长期持有万科、招行等，经历了牛熊市的“世态炎凉”，从终点回到了起点，股价坐了回“过山车”。“中国的巴菲特”们是不是因此对巴菲特价值投资理念失去信心了呢？如是，则错得更大。

**危害指数：**五星★★★★★

**点评：**

《时间的玫瑰》一书是但先生借诗人北岛诗作灵感的得意之作，也诚实地记载了中国的价值投资者们的心路历程。

有人说，但先生在中国的价值投资百晓生兵器排行榜上可以打进前五名。其扛鼎之作是投资万科。其理念上也颇有心得，代表作《时间的玫瑰》写得文采飞扬，感人至深。

我始终觉得我们投资者不应该随随便便地就去拜读但先生的《时间的玫瑰》，因为那样是没有意境的，应该把灯光调暗，托一杯红酒，在悠扬的中国古器乐中慢慢品味……

时间的玫瑰

当守门人沉睡

你和风暴一起转身

拥抱中老去的是

时间的玫瑰

当鸟路界定天空

你回望那落日

消失中呈现的是

时间的玫瑰



当刀在水中折弯  
 你踏笛声过桥  
 密谋中哭喊的是  
 时间的玫瑰  
 当笔画出地平线  
 你被东方之锣惊醒  
 回声中开放的是  
 时间的玫瑰  
 镜中永远是此刻  
 此刻通向重生之门  
 那门开向大海  
 时间的玫瑰

但先生经常借北岛诗作以抒怀，他自述，最早的一批（大概 2005 年）委托他投资股票的投资人，在万科上获得十倍以上的收益。后来的投资人特别是在 5000-6000 点委托他的投资人恐怕就没那么幸运了。因为他还是照例买进了他的永不凋谢的“玫瑰”——万科。

诚然，买的企业一点也没有问题。我始终觉得万科是中国管理最透明、治理结构最合理、管理团队最为职业化、在行业内也最有竞争力、品牌最为认可的企业，也被人称是最西化的企业，连续多年被评国际权威或媒体评为中国治理结构最完善、最受尊重、最有价值的企业。所以说如果中国有价值投资的企业的话，可毫不犹豫地把万科列入前五位。

虽然在这点上，林先生稍有不同的意见，我想他更多是从整个行业的角度来看的，因为他曾经投资地产行业的一家港资房地产企业——万仕达，并为该企业深深地套牢过。虽然最后赚了大钱，但地产行业大调整带来的严重的“后遗症”让他感触颇深，以至于一看到房地产企业就心生畏惧，即便是万科这种难得的好企业，也不敢多沾（他有几十万股万科）。

但先生认为，万科是中国股票中仅有的几支美丽的玫瑰之一，只有终生拥有方显真情。他曾经极端地说万科闭着眼睛都可以买进。

应该说他是诚实的，他并没有像大多数股评家那样只说不做，他把万科从 3 元持有到 40 元，然后再从 40 元持有到 2008 年 11 月份的 5 元左右，时间的玫瑰仿佛开了一个玩笑，从终点又回到了起



点。

当然对价值投资者，这一点不是问题。如果连这些都承受不了，那妄谈什么价值投资呢？而且，我也觉得随着时间的流逝，玫瑰的价值终将体现。假以时日，万科不仅仅会重回到40元，甚至翻好几倍的可能性都有。当然前提是万科没有重大的变故，中国经济不发生大的调整，这个也应该是比较确定的。

较之大多数企业，万科的优势非同凡响，借王石的话说，“如果中国房地产行业里出了问题，我们的万科一定是最后一个倒的。万科是那个卖出最后一套房的企业”。诚哉斯言，王石是我所见的仅有的几个有个性、有责任、诚实率真、目光如炬，而切中肯綮的企业家。虽然有很多人借地震“捐款门”暗算他、侮辱他，但这种手段只不过是一帮别有用心的人挑起一大群盲从无知的人对自身猥琐人格的一次总发泄而已，最后的失败者也只能是他们自己，听说主要是同行居多，按下不表。

对万科这样公认的伟大企业终生持有，永不卖出，有什么不对吗？

但先生是巴菲特最虔诚的信徒。这个称号一点都不用怀疑，进入他办公室即能感受。

巴菲特说过：“我希望我投资的企业的最好卖出策略是永不卖出。”以至于当巴菲特以5亿美元投资中石油，短短几年赚了30亿美元清仓而去时，有中国记者“很傻很天真”弱弱地问一声股神：“你不是说最好的策略是永远持有吗？中石油难道就不能成为你终生持有的股票吗？”很多天真的中国价值投资者，即便但先生在这个方面也是有疑问的，你不是说最好的策略是永不卖出吗？怎么就卖了呢？

请注意，股神说的是“希望”。意思是说大多数企业达不到“永不卖出”的要求，真正达到此要求的凤毛麟角。

他曾经宣称仅有三个值得终生持有的伟大企业，分别是盖可、大都会、华盛顿邮报。即便是仅有的三个都被他卖掉了一个。

按照他最近对纸介媒体未来发展趋势的悲观判断，我想下一个快要卖出的应该是华盛顿邮报了，时间或许很快了。

可以想见，在巴菲特眼里，纽交所、伦交所、东京交易所等处，成千上万，眼花缭乱的股票中，真正入他法眼的，几十年以来，也不过几十只而已，可以说千里挑一，这其中真正值得他永不卖出、

终身持有的股票又只有三只，三只承诺永远持有的股票中，又卖掉了一只，还有一只即将卖出。你说这世上真有那么多种值得永不卖出的股票吗？

古人云：“无德必亡，唯德必危。”

投资者不问价值，盲目投机，输尽家产，自在必然。如果很天真地以为有很多股票值得你像“时间的玫瑰”一样“永不卖出”的话，那当真也会像香港问题明星阿娇所说的一样“很傻很天真”。

以我多年来对价值投资的感悟，要真的读懂巴菲特，很难。或许世上根本就没有真正意义上存在大家心目中的理想状态的“巴菲特”！

千人千面巴菲特，我理解的“巴菲特”可能与通常概念化、模式化的“巴菲特”有些不同，我试着去理解巴菲特，将“巴菲特概念股”（暂时以此称呼），分为三类：

第一类：战略性股

第二类：周期性股

第三类：资产重估型股

关于第一类战略性股，我认为就是像但先生所说的“时间的玫瑰”一样，是巴菲特心目中“永不卖出”的股票——永远的“情人”。

不过要想成为此类股，条件是很苛刻的，必须能经受住证券市场上最残酷、也最难做到的——漫长时间的检验。时间的流逝并不能折损它的价值，只能增加它的价值。正如巴菲特说的：“时间是一流企业的朋友，是平庸企业的敌人。”

诚然，这类企业必须有几个共同的特性：

1. 抗经济周期，抗通货膨胀，最好还能抗企业经营管理中的个人因素影响。诚如华盛顿邮报对经济周期的弱敏感性。

2. 从公司经营管理层面看，治理结构合理、信息透明，财务稳健而倾向保守，管理团队正直、诚实、负责、高效。盖可保险就是这样。

3. 从业务层面看，产品专一，几十年生产的是一种产品。时间的流逝，人们消费习惯的更改，无损它事业王国的拓疆辟土，管理层尽力要做的就是将王国的影响力延伸到地球的每个角落。诚如可口可乐。

4. 从产品的竞争力方面看，必须有持久的核心竞争力。无人能够复制，无人能够超越，有高高的“护城河”保护着，而且“护城河”



每年都在加深加宽，河里最好还游着鳄鱼和鲨鱼。

借用巴菲特的话说，那就是“给你十倍的资金，你有权挑选全美最有才华的五十位职业经理人，包括韦尔奇，你也很难再造一个像可口可乐一样的企业，再打败可口可乐。

我想最深广的护城河应该是可口可乐的“文化河”，可口可乐、好莱坞和麦当劳是美国文化的三大象征，它的成功的背后是独步天下“霸道的”的美国文化，可口可乐只是美国文化的代言人之一而已。所以中国企业要想打败可口可乐，恐怕要等到中国真正崛起，中华文化统帅全球的时候了。

所以欧洲有人说要打败可口可乐，必须先要打败美国文化。

巴菲特持股中有很多这样的企业：吉列、麦当劳、华盛顿邮报、迪斯尼、穆迪、美国运通、沃尔玛，新加入的高盛和通用电器等等无一不如此，它们代表着美国的整体经济实力，更多的实际上是无人能在短期超越的美国文化的软实力。

所以，这第一类战略性持股，必须有超越时间迷雾的持久的生命力和持久的单一产品的核心竞争力以及背后的隐性的文化力。

对照我们中国股市，有这种战略性股票吗？中石油是吗？它的国有体制决定了连公司最高领导都没有自己的决策权，“一朝天子一朝臣”的做法很难让人相信整个管理团队持久的诚信与责任。

尤其重要的是，中石油在巴菲特卖出时，市值全球第一，比石油行业老牌传统霸主壳牌和埃克森的市值总和还高得多，难道你还指望它再翻几倍吗？

再说，按巴菲特一贯的选股标准，中石油有文化征服力吗？杨先生机敏过人，屡次逃顶，被喻为中国股市“活化石”，但却被中石油其“亚洲最赚钱的公司”的外貌迷住了双眼。

巴菲特选择中石油，到底是看中了它的什么呢？看中比亚迪的又是什么呢？这是一个大多数人忽视了但是却很重要的问题。

“石油利润主要是依赖于油价，如果石油在 30 美元一桶，我们很乐观，如果到了 75 美元，我不是说它就要下跌，但我不会像以前那么自信。中石油的收入在很大程度上依赖于未来十年石油的价格，我对此并不消极，不过……现在石油的价格已经超过了 75 美元一桶。”2007 年 10 月 24 日，巴菲特在中国如是说，也如是解密。

由此可见人们对价值投资长期持有、永不卖出的误解程度有多深。

再看第二类巴菲特概念股：周期性股。

该类股受到经济周期性的影响较大。但其中优秀企业在周期性的影响和残酷的淘汰竞争中，幸存下来，甚至能不断发展壮大。

但不管怎样，它本身行业特征决定了该类股不像第一类战略性股一样能完全漠视并经受住经济周期性这个时间的“磨刀石”的砥砺。覆巢之下，安有完卵？行业内所有企业都受到经济衰退的影响而伤筋动骨，即便优秀的中国企业也很难像可口可乐公司一样通过全球化来化解危机，转嫁风险。因为大多数中国企业还有很强的地域性，比如万科，它是房地产公司，如前面所述，它是中国万里挑一的好企业。但按照巴菲特眼里的好企业的特征它也未必能像可口可乐一样称得上“时间的玫瑰”了。

但先生错把一个具有很强周期性特征的股票当成了战略性股票持有，以至于坐了一个经济周期的“过山车”。这是因为他没有完全弄清楚巴菲特持股的战略分类原则的缘故。但是无论如何，持有万科绝对不是一个很糟的选择，毕竟没有亏损。

第三类资产重估型股，比如资源性的中石油、江西铜业等。

投资数亿美元，投资人甚至连上市公司都没派人拜访过，这种事放在一般普通投资者身上一定不会有人怀疑，甚至放在专业投资人比如基金经理身上也不会令人怀疑。但是如果放在价值投资代言人巴菲特身上，他的“粉丝”们一定以为是天方夜谭，当真匪夷所思。

巴菲特投资中石油时，就没有跟中石油管理层接触过。以至于在巴菲特被香港媒体爆出买进中石油后，全香港几乎所有的“股评家”都无人看好，本人还清楚地记得香港股评界领军人物如曹仁超先生甚至还以十分肯定的口气断言，巴菲特这次一定是看走眼了，“他或许疯了（CRAZY）？”即使信任并追随巴菲特数十年的伯克希尔老股东也表示疑虑，他们在当年的股东大会上发出了罕见的质疑的声音，然而巴菲特只是淡淡地说了一句：“仅仅是便宜。”我的理解是，中石油的价值很好确认，它当时的价格仅有一元多港币，是国际同行业企业比如壳牌和埃克森股价的三分之一到二分之一。同样的石油储量，这是没有任何道理的。

对于这种资源重估类企业，管理的意义、品牌的意义虽然重要但并非必要的。而且当时中石油的超低价有其短期的、非企业本身的因素，当时 SARS 肆虐中国，中国企业遭遇来自国际投资者的信任危



机，国际投资界弥漫一股盲目撤资中国的洪流。这是“市场先生”在发泄情绪，迟早要回归本身价值的。

所以，股神出手了，看中的就是它的非同凡响的、不可多得的便宜。他的理念中的85%的格雷厄姆基因发生作用了。只要回到国际正常价，投资中石油就可以翻倍。这种机会十年等一回。

可惜当时的许多专家都看花了眼，他们一直在机械地用他们心目中虚拟的完美的“巴菲特理念”检视中石油，挑剔中石油。

然而真实的巴菲特比虚幻的“巴菲特”要沉着得多，也机灵得多。

当然，在我看来，这种价值重估型的股票更不值得像“时间的玫瑰”一样珍藏，一旦超越企业的内在价值，必须尽快脱手，坚决脱手！

巴菲特脱手时也和接手时一样坚决——短短几天时间内，清仓中石油，一股不剩。

可怜的不明就里的“粉丝”们在A股市场上以48元的高价喜滋滋地以股神的名义愉快地接下来，一直持有到现在。

去年十月，有个朋友问我：“博士，中石油到40元以下我一定要买进，因为这是巴菲特股票啊。”

我无话可说，我只能暗示他：“你知道巴菲特的买入价是多少呢？港币价1.67！我的买入价比股神贵一倍也只是3.34元港币！”我的一句话救了这个朋友。

将巴菲特概念股分成三类是我试图揭秘巴菲特理念的一个尝试，巴菲特说过：“知道价值投资的人越少越好”，“我是睡觉时都告诫自己，千万别说梦话，以免苏珊（他的太太）听见了”。价值投资者是靠别人的愚蠢赚钱的，希望能引来一群同道者共同学习真正的价值投资理念，我想还是值得的。

**误区四** 真正的好企业是赚钱机器，随时买进都是正确的，你输的只是时间

**代表人物：**迄今公认的“中国股神”林先生，“中国散户第一人”杨先生

**受害者故事：**林先生在我眼里是最接近巴菲特理念的中国投资人。林先生之于茅台，我相信是有很深的感情的，林先生认为茅台是中国最伟大的企业，我也同意。与很多人相反，我相信他并没有在茅台230元时向别人推荐该股。但是确实有很多股民受到林股神赚钱效

应的感召，在 200 元以上买进了贵州茅台，公道地说，这个板子不应该打在林先生身上。

杨先生自认为和林股神完全不是“一路人”，但在中石油的投资上几乎和林先生一样，杨先生在 30 元买进中石油后发誓要把中石油传给儿子、孙子……子子孙孙，无穷无尽。不知道受他影响而买进的“粉丝”们，近来心情可好？

**危害指数：四星★★★★**

**点评：**

一直敢于说真话而被人骂为“乌鸦嘴”的独立经济学家谢国忠先生曾就以上疯狂行为评价说，“这简直是疯了”。

坚信“好企业随时买进都是正确的”，以为这就是价值投资大师巴菲特理念精髓的人。或许是错误地理解了巴菲特曾说过的一句话：“以一般的价格买进一个非常好的企业好过以非常好的价格买进一个一般的企业。”

他的意思其实是尽量以最便宜的价格买入一流的好企业。我们知道，在通常的情况下，对于一流的好企业很难以最便宜的价格买到。只好退而求其次，以一般的价格买进也好过以很便宜的价格买入一个平庸普通的企业。

巴菲特曾说过：买入好的企业决定你是否赚钱，而好的买入价格决定你的利润率！巴菲特的儿媳玛丽·巴菲特借用巴菲特的理念解释道：“辨识哪些企业具有消费性垄断力量并不困难，找到一家目前股价低于合理价位的此类公司，才是比较困难的工作。”

中东股神瓦利德王子在投资上也和巴菲特有异曲同工之处。

针对每一笔投资，瓦利德和他的投资团队都会从研究这家公司开始，确认这是一家经营良好且具有竞争优势的国际品牌后，然后选择一个适当的“入场时机”。在瓦利德眼中，一家好公司并不代表一项好投资，因为好公司的股价通常很高。而所谓“成功的投资”有一个突出特点——价格便宜。若该公司的股价高于他们设定的“入场价”，他们会静待股价回落到理想价位再买进。为了这样的投资机会，瓦利德甘愿等上好几年。

当然，要以便宜价买到好企业并不容易，所以，耐心守候十分重要。从这个意义上来说，金融危机导致股市价格大幅下跌是价值投资者最好的朋友。



要想买到又好又便宜的企业，那是很极端的“小概率事件”，尤其是对特别优秀的企业，几乎像中彩一样。所以你必须像巴菲特一样，有人把他比喻盘旋在高空中的鹰，一直俯视着广阔的大地，静待着真正的猎物出现。一旦进击则疾如闪电，一扑即中。这种耐力有时做到了神鬼不能的境界。

巴菲特投资可口可乐就是这样，儿童时，他就从自己的亲身商业经历中发现了它的价值，但真正买入则是1988年，为了一个好的时机，巴菲特耐心守候了整整50年。但是一旦出击，巴菲特同样惊人，他几乎用了他的三分之一的资金。

笔者在仔细研究了巴菲特的投资组合后发现，他的投资对象相当部分与他童年经历有关，比如华盛顿邮报、可口可乐、喜诗糖果等。

巴菲特的童年并不幸福，比起当今中国的绝大部分生在红旗旗下长在红旗下的中国年青人来，彼时正处于史无前例的经济大崩溃的美国，简直就是黑暗的“旧社会”。

他经常自嘲地说，他的出生与大萧条有关。他的父亲是股票经纪商，1929年股市崩溃后，为了躲避债主上门，他的父亲只好整天呆在家里，那时又没有电视机，也没有像样的娱乐活动，唯一的乐趣恐怕只有“造人”这项上帝恩赐给人类的娱乐活动了。所以，时隔一年，小巴菲特出生了。巴菲特生性豁达，经常这样开头介绍自己，说他就是大萧条的产物，对大萧条有着某种特殊的感情。

小时候，巴菲特家一度很穷，最困难时，他妈妈必须靠典当陪嫁的首饰来维持生计。有一个秘密，他妈妈是严重的精神分裂症患者。是不是与贫苦艰难的生活有关，无从查考。但是一个出身书香门第的富家女沦落如此，神经再坚强也是很难不受影响的。所以巴菲特小时候家里的艰困可想而知。（特别提示读者，笔者在写下巴菲特小时候的艰困家事时，一点也没有对他不敬的成份，实际上本人小时候家里之艰困远超巴菲特，非当年轻朋友所能想象。）

研究每一个成功者时，我们都能看到 he 背后的“路径依赖”。儿时的艰困恰恰是后来成为一代大师所必不可少的精神准备。磨难使人早熟，穷人的孩子早当家。虽然巴菲特家并非世代穷人，按我们中国人的说法，“他出生在一个破落的投机商人之家”。家庭的困顿生活，使年幼的巴菲特从小就有了与其年龄不相符合的对金钱的迷恋。当然，他后来在少年时代解释说：“我并非完全是喜欢金钱本身，我只

是很喜欢看到金钱成长的过程。”

巴菲特从5岁开始就接触商业，一开始就是可口可乐。照中国文化的理解这仿佛是冥冥之中自有天定的感觉。

很难想象，在其他孩童都还流着鼻涕，玩着弹子球的时候，小巴菲特却干起了倒买倒卖的生意。他试着从他祖父的杂货店里以批发价买进可口可乐，然后以零售价卖给他的小朋友们，每5瓶可以赚到5美分。天纵英才啊。后来，巴菲特又当起了报童，卖的是《华盛顿邮报》。可口可乐和华盛顿邮报这两个股票后来成了巴菲特投资组合的主力，也给他贡献了大部分的利润。

说了这么多，绕了一大圈，笔者只是想用事实说明，要想以最低的价格买到一个好的企业，绝非易事。巴菲特在小时候几岁时就从做可口可乐的生意中明白这是个不可多得的赚钱的企业。后来他回忆说他一直想找机会买进它，但这个儿时的梦想一直到了1988年才圆。时光竟然过去了整整50年。读者诸公，试想想巴菲特这个猎鹰为了等到最佳的捕猎时机，他在空中一直盘旋了50年之久。

所以，我们很多人认为好企业随时可以买进的想法是很幼稚的，那些追随价值投资理念，“随时”买进茅台，被套后又大骂价值投资、大骂巴菲特，以为是价值投资害了他，是巴菲特害了他的人应该反思一下了，看看你的误解有多深。

实际上，在我眼里，林先生应该是中国投资人中理念最接近巴菲特的人了，他也确实和巴菲特一样成功。与其他人不同，我基本上相信他的财富故事的真实性。中国人最大的问题是怀疑一切，这个他很冤枉。他最接近巴菲特，不仅仅体现在理念上，就连个性他都几乎和巴菲特一样，相当节俭，相当执着。很多人往往忽视这一点，恰恰这是最不可或缺的一部分。

林先生是我最值得尊敬的价值投资人，但那些追随林先生在高位买进茅台、万科的朋友，你们有没有想过，林先生是多少钱买的呢？我告诉你，他的茅台成本是20元出头！考虑到除权因素，他的成本只是你的十分之一。所以，你的安全边际能和他的一样吗？

我想我们应该有更多的善意去理解林先生，林先生向大众推荐股票主要是希望大家和他一样成功，在股市中成功淘金。但他显然忘记了巴菲特理念中85%的部分，还是格林厄姆的安全边际，没有足够的安全边际就没有好的心态。再好的企业你也必须等到在安全边际以内



你才能买进。

好的企业还必须要有好的价格。

巴菲特说：“你可能很难做对很多事情，但是你完全可以尽量少做错很多事情。”如果有投资人对此有疑问，建议反复研读巴菲特语录，“购买一个好的企业决定你是否赚钱，而以一个好的价格买入则决定你的利润率高低”。

**误区五** 学巴菲特的捷径就是要猜对“巴菲特概念股”，然后买进，一定会挣大钱

很多人“学”巴菲特，就像扭秧歌一样，哆咪哆咪唆啦唆（多了多了，少了少），亦步亦趋，不独立思考，他买什么我跟进。可以很负责但很郁闷地告诉你，完全跟随巴菲特买进和他一样的股票，你可能还是赚不到钱，何况是凭自己的主观愿望猜测巴菲特呢！

**代表人物：**某财经人物和某某财经专家

**受害者故事：**盲目相信某财经人物的猜测，“跟随巴菲特”买进中信银行的投资人。从彼时买进时近6元算起到现在（2008年10月底）3元多，投资人损失接近50%。可能又有很多盲目的“巴菲特迷”们因此而大骂是巴菲特害了他了。

**危害指数：**四星★★★★

**点评：**

这年头，中国人尽想不努力不付出又赚大钱的好事。很多专家为了迎合这种快速致富的心理，竟然敢于漠视证券市场的风险，为了赚点稿费，纷纷写文章出书，声称《炒股就这几招!》、《赚钱就这几招!》、《打败庄家就这几招!》等等。

真是无知者无畏啊！这是一种典型的全民逐利热下的“臆症”。

用这种完全反专业的观点引导股民，无异于指着波涛汹涌的大海劝一个不会游泳的人，或者刚学会游泳的人讲：“你看，你可以游过太平洋，直达美利坚，游泳就是那两招！”这是一种无知加轻佻的品格。

遗憾的是，即便是投资者中的佼佼者，也有很多这样的盲目者，真的不可思议。

他们不去好好研究企业，而是把自己的聪明才智全部用在了“猜”巴菲特投资了什么企业上。当然这种人不仅中国独有，华尔街也大有人在。

2008年8月22日，美国CNBC主持人对巴菲特进行了三个小时访谈。巴菲特在访谈中声称他看好中国经济，也正在考虑投资一家中国企业，金额5亿美元，正在审批中。于是，记者迫不及待地问巴菲特买的是什么股票，巴菲特告诫他说：“You never ask this question!”

在西方人的价值观里，这是一个极端私密的话题。但金钱的驱使，竟然连一向庄重的记者都忍不住失态了。当然消息一出，整个华尔街都在猜测，中国的投资者们更加不会闲着。

于是，中国证券市场里掀起了一股罕见的声势浩大的“猜谜”活动。人们到处在打听：巴菲特到底关注哪家中国企业？也可以理解，猜对了，意味着巨大的财富啊。5年前的一幕历历在目，当年财神巴菲特5亿美元投入中石油，短短几天就翻倍，最后从中国人的取款机里提走了7倍以上的利润。

这次可一定要猜中了！中国人的过人智慧再一次被激活。短短几天，先后有十几只股票被视为“嫌疑犯”！神奇的是，“嫌疑犯”都是一见推荐就涨。其中有中国人寿、中国平安、建设银行、交通银行等等，不一而论。

其中最出名的是某财经专家（这位老兄真有趣，他在他的博客里十分严肃地声明，他猜对了巴菲特的“中国情人”就是中信银行，如果有人要引用他的文章必须要用他的真名，不许用某某财经专家，否则司法伺候）。我想今天他肯定最希望我用某财经专家称呼他比较好，最好别提他的真名吧。

他从十个方面论证巴菲特看中的是中信银行，似乎很有说服力。记者们也不经大脑照传不误，结果第二天几乎所有媒体都附和这位财经专家，相信中信银行就是巴菲特的“中国情人”。因此，中信银行股价竟毫无来由的坚挺，在其他银行股与H股股价“倒挂”的情况下，中信银行的A股股价竟远远高于H股股价，可行内人士都知道中信银行的基本素质根本不可能啊。

很多信任价值投资追随巴菲特的“粉丝”们当然后来也被深套了，一直到现在。有一次我见到一个根据这个财经专家的猜测买进中信银行的股民，他竟然在一个劲地说是价值投资害了他，是巴菲特害了他，网上这种言论多的是，可见中国股民的愚昧。

巴菲特认为价值投资者最重要的品质是：要有独立的思考能力。我想，即使猜对巴菲特投资什么中国企业也是很危险的，因为你



已经不知不觉地养成了一种不好的习惯，你在从事一种很危险的赌博游戏，而不是在做投资。可以说，猜对了，你更危险。

巴菲特曾经很严肃地批评那些投机者，警告说，“技术分析就像毒药一样，你必须把他高高地放在柜子顶上，以免未成年人触到，危及生命”。他又说那种靠猜测的办法买卖股票的人，即便猜对了也是一种巫术！

可惜的是，很多坚信价值投资理念的朋友竟然也犯了这样的错误，浪费了大好时间。

2005年回国后，我在一所大学教书，先后教过5个班级的MBA学生，7个班级的本科生。经济管理课堂上的案例分析，我必讲比亚迪这个案例。

我一直纳闷，这么好的企业竟然在中国的MBA、管理课堂上只有我一个人在讲。这也从侧面说明中国经济管理教学中一个不可思议的陋习——对中国本土杰出企业的漠视，实际上是懒惰。因为要真正挖掘一个成功的企业案例是很辛苦的。但是，几年来听过我课的学生都知道比亚迪的独特经营管理模式。我在讲证券投资学时专门把比亚迪和巴菲特放在一起，当然有一种巧合。但作为一个价值投资者，六年前我就想，像比亚迪这样杰出的中国企业迟早会被真正识货的人挖掘出来。我倒没想到这次巴菲特投资的企业是比亚迪，这里有巧合的成份。

读者到此，应该要问一个问题了，你为什么觉得巴菲特投资的中国企业不应该是中信银行，而是比亚迪呢？这是个好问题。

我一直觉得，关于巴菲特投资理念，你一定不能停留在简单的“学”和“猜”上。其实巴菲特理念在我眼里是个很“虚”化的概念，连他自己也不一定是百分之百的“巴菲特”。所以在具体的投资选择中，你不能照葫芦画瓢，你要结合中国本土市场进行“实”化处理。这是个有点难懂的哲学问题——先“虚”化再“实”化。

投资理念来自于投资实践，但又不等同于投资实践。巴菲特投资理念是在巴菲特漫长的投资实践中提炼出来的，是经过从具体到抽象，从个体到一般的过程。

早期的巴菲特靠短期投机套利起家，这个历史很多人忽视了，这对完整理解巴菲特理念很不利。段永平讲了一个很重要的事实。

两年前段永平花了62万美元赴约巴菲特午餐时，他说他最大的收获是巴菲特悄悄地告诉他一个关于他自己投资失误的故事——有一

次巴菲特以 40 亿美金的代价购买了一个只值 4 亿美金的生意，最后该生意干脆破产清算了。

为什么说这是 62 万美金午餐会中最大的收获呢？因为巴菲特向段永平展示了一个真实的巴菲特。早期短期投机套利的巴菲特，投资惨败的巴菲特和我们理想中神化了的“巴菲特”是同一个人吗？在此我向段永平致敬，他很聪明，他说他花 62 万美元赴约巴菲特的午餐会，纯属向股神表达敬意和谢意，而不是为了取得赚钱的真经。诚哉斯言，冲这句话，段永平可列百晓生投资兵器榜上前二名，和林先生有得一争！

即将花 220 万美元与股神会餐的赵丹阳可要小心了，如果你仅仅是为取经而去的话，你在百晓生价值投资排行榜上将直落十名之外，那是一种境界的区别。

巴菲特永远不会告诉你应该买什么股票，花 2 个亿也做不到。依我的理解，你要想在中国市场利用巴菲特价值投资理念操作，你应该要走三步：

第一步：“实化”巴菲特。

第二步：“虚化”巴菲特。

第三步：“再实化”巴菲特。

我们学习巴菲特价值投资理念，第一步首先要把巴菲特从神坛上请下来，当成一个有成功有失败，有投资也有投机的具体的“血肉人”。研究他的具体的每一个投资个案，而且更多的应该从他的失败案例中得到更多的启发。再从这些个案中感受、触摸他的投资哲学以及价值投资理论的内核、架构和具体的战术部署，等等。以形成一个系列化、结构化、程序化、标准化的巴菲特价值投资理念及操作系统。

当然，很多人在做“虚”化巴菲特的工作，包括他本人，但成系统者甚少，而且仅仅“虚”化了也没有什么具体实战意义。就像一个熟读《孙子兵法》等各种兵法的军事指挥家一样，如果他不能结合战场上具体的地形地貌、敌我情况随机应变的话，即便熟读兵法也是枉然，甚至还会贻害无穷，古今中外在军事上这种案例数不胜数。

有人说，林彪是“常胜将军”。但人们不知道的事实是，林彪在指挥所有的战役中，一定是三天三夜很少睡觉，他直接到战场去收集情报，苦思对策，甚至具体精细到哪个土堆埋伏多少人，哪颗



小树可以利用作为发送信号的工具等等，所以他几乎每战必胜。

再好的“兵法”，在实际战场上你一定要把它忘掉。实战中，你心中不应该还有兵法。投资也一样，你如果按图索骥的话，你找回来的很可能是一头病驴！

某财经专家铁口断定中信银行就是巴菲特的“中国情人”，原因就在此。很多人和该“财经专家”一样只看到表象，都知道巴菲特投资组合里三分之一的是金融、保险类股票，主要有富国银行、盖可保险，新的有高盛等。于是按照巴菲特的理念，排除其他行业后选定中国金融业一定是巴菲特的目标猎物。再从金融行业里根据一些理由淘汰了其他的银行，最后仅留下中信银行，我看他更多的是在使用排除法。问题是巴菲特也是使用这种方法投资的吗？如果是，他早就破产了。当然，中信银行在某些方面也有可圈可点之处，不然也不会有那么高的转载率了。比如中信银行的国际化程度较高，和国际资本的联系也较密切，等等。但这些只是表象，真正要进行价值投资的话，你不能把你的决策建立在这种表层因素上。

虽然巴菲特的投资组合里三分之一的分量是银行、保险等，但我敢肯定巴菲特不会投资中国的金融业。

因为南橘北枳，中国的金融业和美国的金融业就实际盈利能力和综合管理水平上看根本就不是一个等量级的东西。

我的判断是，一个真正的国际投资人，他一定是善于对资金进行全球配置的高手。配置资金的比例，以及个股选择上他必须全面考虑各地企业的比较优势。

巴菲特 2008 年以来已经进行了 280 亿美元投资，收购清单如下：

入股公司	投资金额	持股比例
日本汽车零部件制造商 Tungaloy Corp	10 亿美元	收购后者 71.5% 股份
充电电池制造商比亚 迪电子公司	2.32 亿美元	收购后者 9.9% 股份
美国最大能源交易商 星牌能源集团	47 亿美元	
高盛集团	50 亿美元将购买优先股， 价格为每股 115 美元	
通用电气 (GE)	30 亿美元将购买优先股	

摩根大通称，巴菲特对比亚迪的投资是给中国经济的信心投资。诚然，但这个说法并不完整，因为这项投资还是对中国最优秀企业在全中国范围的比较优势以及未来潜力的认可。

像巴菲特这次金融危机时出手一样，金融行业他只买美国资产，高科技飞机零件生产方面他选择的是日本，再往以前看，还有工业设计类企业他选择的是以色列的企业，钢铁行业布局选择的是韩国的浦项制铁，在中国选择的是传统与现代完美结合起来的劳动技术资金密集型的比亚迪，联系起来，你会看到这绝非一时兴致，即兴之作。

这明显是一个大的战略布局，我们知道，全球最杰出的金融人才都集聚在华尔街，巴菲特投资金融类企业从来就没离开过美国，因为美国是全世界金融企业做得最好的，获利也是最丰厚的。不讳言的是，现代金融理论的创新都出自美国人之手。即便遭遇这次金融危机，也无法撼动美国的金融霸主地位。如果无视这一点，盲目相信中国时代来临了，那不仅仅可笑，而且是很危险的。

说到底，美国的金融问题是创新过度，衍生工具运用范围太广，杠杆效应力度太大，以至于超过了美国实体经济所能承受的能力。

而中国的金融问题是连最基本的内控制度都没完全建立起来，最基本的窗口服务礼仪都没有培训好，最基本的金融产品都没有开展起来，真正的金融人才屈指可数，郎咸平甚至断言——中国没有一个真正的国际金融专才。

吉姆·罗杰斯曾经带着电视台记者现场记录了他在中国银行办理一个最简单的异地打印存折的业务。结果那家中国银行开始说做不了，后来看到记者在，又是外国人，好歹答应做了，结果花了整整一个小时时间，才办好这项如此简单的业务，这还是在中国最国际化的中国银行发生的事。罗杰斯，这个被巴菲特喻为“无人能比”的趋势大师，因此愤而告诉中国的投资人，“决不购买中国的金融股”。

记得前几年中国银行因为在美国违规被罚款5亿美金，几大银行的呆坏账比例本来早就达到了破产的条件，仅仅因为时为国务院总理的朱镕基要求财政部发行巨额国债注资才免于死。即便如此，我们的银行的PE值还是要比国际银行的高得多。我们的善良的国民长期以来默默地，以超高的价格而享受超低水准的银行服务，而我们的官员竟然在那里大声宣称要进军美国，还奢望能为巴菲特所垂青？

所以，迂腐的“财经专家们”，请你们千万别把复杂的证券投资



活动简化成“邯郸学步”式的照猫画虎。如是，则股民们不再需要专家矣。

相反，我觉得正确的决策行为是，看到巴菲特在华尔街斥资 50 亿美金购买高盛优先股时，你恰恰应该关注比亚迪这类企业，因为我坚信中国企业具有比较优势的正是这类企业。

对于中国投资分析人士极为爱好的中信银行和中国平安我则不以为然。

以中国平安为例，年初，该企业还试图通过 A 股市场，筹资 1600 亿元以用于购买国际上正遭遇困境的金融企业的股票，幸好此事未能成，不然对富通银行的投资即为前鉴。

据 2008 年 10 月 18 日的收盘价格，平安出海投资富通集团的 238 亿元人民币，现今仅剩 10 亿人民币左右，至此，富通已跌至“仙股”水平。所以，平安的股民们调侃其掌门人马明哲是“中国水平最差的股民”。

如此水准，中国的金融业值得巴菲特青睐吗？中国的“专家们”只是看到巴菲特投资组合里三分之一以上是金融保险类，但是不知道的是巴菲特对这类进行财务杠杆操作的企业是非常警惕的。

早在 1990 年巴菲特致伯克希尔·哈撒韦公司股东的信中，就曾警告过：“要对杠杆资产运营的公司提高警惕，银行业务并非我们的最爱。银行业属于金融服务业，但并非简单的服务业，除了具备服务这个特性之外，还包括了金融的特性，这个特性成为银行业生死存亡的关键。因为银行是杠杆资产运营的，一般情况下银行资产与权益比率为 20 倍，这样一来，当资产决策发生哪怕一个很小的偏差或错误，对于所有者权益的损伤都可能是致命的。有鉴于此，在对于银行的挑选上，必须慎之又慎。”

巴菲特说，20 倍的杠杆比例的存在，放大了管理的长处和短处，我们没有兴趣以“低廉”的价格购买一家管理不善的银行的股份。相反，我们唯一的兴趣是以公平的价格购买管理良好的银行。

说这段话时，巴菲特正在购买富国银行的股票。90 年代初，在富国银行股价大幅下跌的时候，基于对该行管理层的肯定，他大举增持，到 2004 年，巴菲特持有的富国银行市值达 35.08 亿美元，而其投资成本为 4.63 亿美元，15 年投资收益率 657.67%。

巴菲特指出，银行经营中还有一个不容忽视的风险就是，银行家

喜欢模仿其同行的行为，跟风而上。在他看来，银行倒闭大多是因为管理层愚蠢地发放一个理智的银行家永远不会考虑的贷款。

他 20 年前所讲的话，放到今天的美国来看，依然非常正确。当时，很少有金融机构能够抵制住房产繁荣所带来的诱惑，争相投入次级抵押贷款、CDOs，以及其他值得推敲的产品。然而，没过多久，这部分银行开始承受房地产泡沫破裂所带来的痛苦后果，次贷危机也正在折磨着那些喜欢跟风的银行家。

在他看来，管理团队的诚实、正直、责任感程度与管理水平的高低，银行业较之于其他行业尤其重要，因为银行业管理层的一个看似很小的错误，对银行的股东来说，可能将是灾难性的。

回看我们的拿着数以千万计薪酬的银行高管们的人品和能力又如何呢？我们心知肚明。但我们为什么在投资中反而要违背直觉呢？要知道巴菲特非常重视直觉的，他经常在几分钟内便凭直觉做出上亿美元的投资。

所以，如果你对身边的事实都视而不见，缺乏直觉，笔者在此建议你——千万别“学”巴菲特。

**误区六** 巴菲特是股神，所以跟着他一定可以抄底和逃顶

**代表人物：**初涉股市的股民朋友（资格老的投资者可跳过误区六往下阅读）

**受害者的故事：**菜鸟级股民们往往“神化”巴菲特的价值投资理念，认为可以帮助他们逃顶抄底，结果一再被那些打着价值投资旗号的股评家忽悠着“抄底逃顶”，频繁操作，以至于牛市时钱没赚到，熊市时越套越深。

这次始于 2005 年的超级大牛市和随后的超级大熊市，中国股市从 998 点出发，很快就到了 6124 点高位，再以更快的速度到达目前的 1700 点上下，让众多散户头晕目眩，不知就里。

即便很多价值投资者都惨遭套牢，甚或对价值投资理念失去了信心。财经网站里到处都留下他们的牢骚与不满，愤懑与怀疑。

**危害指数：**三星★★★

**点评：**

很多初入股市的年轻股民朋友，往往带着过于强烈的功利性去学习价值投资，把投资和投机混为一谈。把以公司管理和财务分析等以基本分析为主的价值投资和以分析市场趋势为主的技术分析混为一



谈。以为巴菲特价值投资理念能帮他指点迷津，否则他们就认为价值投资“中看不中用”，网上这种言论不绝于耳。

这简直是南辕北辙，把巴菲特投资理念和他最为痛恨并斥为“毒药”、“巫术”的技术分析搅在一起是对他最大的误解。巴菲特曾经不止一次把他的理念和这种算命似的技术分析撇清关系。

2008年10月17日，他在《纽约时报》的周五社评中表示：“我并不想预测股市，而且我重申对股市短期走势毫无头绪。尽管如此，我还是会投入股市。”为了讲得更清楚些，更直白些，他补充道：“我不会预测股市的短期行情，我对股市在一个月甚至一年后是否会涨还是跌完全没有把握。”

巴菲特甚至对那些预测经济或股市的底部的行为本身是否真的有用也表示质疑：“在市场恢复信心或经济复苏前，股市会上涨，而且会大涨，因此，如果你想等到知更鸟报喜，那春天就快结束了。”

一般人很难理解，在一个像巴菲特这样的偏执狂式地追求股票投资可确定性的人的理念里，其哲学背景竟然是不可知论，信奉的哲学思想是测不准定律。

看似矛盾，实则有理。

巴菲特谨慎和执着地追求可确定性，就是源于他坚信市场的不可预测性，也坚信任何所谓的“科学”、“合理”的分析预测模型、组合投资策略都无法真正持续正确地预测市场的走势，从而规避市场大幅下跌带来的损失，帮助你在市场非理性上涨中赚得盆盈钵满。

他坚信“要想真正持续地在股市中赚到钱，最好的办法还是把投资集中在少数几家财务稳健，具有强大竞争优势并由能力非凡、诚实可信的经理人所管理的公司股票上，并以合理的价格买进这些股票，这样投资损失发生的概率通常非常小”。

曾经很多人质疑巴菲特投资理念的有效性，怀疑这个既不能帮助逃顶，也不能帮助抄底的理念是否真的是那么神奇，或者说就是个不中用的“花架子”呢？

有人因而断言，如果让一个猴子在钢琴上不停地跳舞，迟早他会跳出一首媲美贝多芬交响曲的优美乐章。巴菲特只是那只幸运的猴子而已，只是命运之神特别垂青他的缘故。

在回答来自这些技术派“精英”的挑战时，他曾这么慷慨陈词——如果让1亿人抛硬币，每次淘汰一半的人，总有最后几个人连

续几十次抛出硬币的正面来。在一般人看来，都明白这实际上只是运气而已，是个随机事件，不是你就是他，1亿人中，反正有几个人一直能抛出正面，他指出这就是技术派的成就。

但是，如果这几个人竟然都来自一个叫奥马哈的小城，而且都是信奉价值投资的“格雷厄姆与多德部落”的人，那其中就一定大有文章了。价值投资并不靠运气赚钱，它的成功并非偶然性。

当然，作为一个长期研究、跟踪巴菲特投资活动的追随者，我们应该像巴菲特本人一贯所做的那样，我们应该诚实地面对并告诉读者，巴菲特并非我们中国人所敬拜的神一样，无所不能，永无败绩。

相反，作为理所当然的唯一公认的“股神”，作为把“永远不要亏钱”作为座右铭的巴菲特而言，他也失败过，也犯过平凡人犯过的错误。如果要列一个 list（清单）的话，这个 list 肯定会很长。

虽然此次全球金融危机，也曾让巴菲特创造过在 33 天内净赚 80 亿美金的辉煌，但财富就像天上的云彩一样，永远是那么飘浮不定。

2008 年 10 月号的《名利场》杂志，最近经过仔细核算，发现“股神”巴菲特的损失达到了 160 多亿美元（总资产的 1/4）而赫然位居最大输家排行榜的第二位！仅次于第一位的拉斯维加斯的赌场老板谢尔登·阿德尔森，其资产减少了 211 亿美元，其财富自 275 亿美元剧减至 26 亿美元。巴菲特的好友比尔·盖茨损失了 120 亿美元，排行第五。

再往前看，巴菲特 1973 年以 1000 万美元投资《华盛顿邮报》后股价一直下降，财富也一直缩水，到 1974 年也才 800 万美元，一直到 3 年后，还是亏损的。当然，该股后来为巴菲特赚下了超过 100 倍的收益。

前几年巴菲特在白银投资上也失误过，对货币的投机也大大失手。

另外，此次次贷危机他也不是完全没有沾边，事实上他也投资了导致危机发生的很重要原因之一的金融衍生品。仅巴菲特公司第一季财报显示的情况，就证实他投资的 94 种衍生品带来的账面高达 16.9 亿美元。其中 credit default swaps（CDS，信用违约合同）即为此次金融海啸之乱源。从另外一个角度看，此次危机，巴菲特也有一份责任。好歹宽容的中国人有句俗话说叫“金无足赤，人无完人”。

1987 年的美国股灾，巴菲特也没有逃脱，面对一度大幅下跌的指数，他也什么都没有做，他和普通投资者一样忍受财富的巨大缩水。



与众不同，在其他人大抛股票的时候，他在办公室里安静地看报纸，读报表。有人说，可能他是唯一一个在大崩盘时没有看行情的投资人。

正如前所言，巴菲特曾经三次向公众建议买卖证券，并非马上应验，但事后一定获利非浅。

第一次是1974年，在当年11月1日的《福布斯》杂志上，巴菲特说：“现在是投资致富的时机！”当天道·琼斯收于665.28点，一个月后道指跌至577.60点，然后开始一轮大牛市。

第二次是1979年8月6日，当时道指是846.16点，8个月后跌至763.40点，为熊市划上句号。

第三次，1999年11月22日，在别人都为网络等虚拟经济疯狂时，他公开谴责网络泡沫造成人们的贪婪，结果3个月后道指创出11722.98点历史记录后，网络泡沫引发了随后的几年熊市。

所以，试图通过学习巴菲特投资理念而准确逃顶抄底的投资人，如果有此幼稚想法的话，你也可以放弃学习巴菲特投资理念了。因为他的故事会让你很沮丧，他并非神机妙算。

对于你们，我还是慎重地提醒一句——千万别“学”巴菲特，更加不要神化巴菲特。

不过尽管如此，实践证明，在真正的“价值投资部落”里，很少有人从长期来看是真正亏损的。而反观技术派代表人物成绩往往并不像所传说的那样辉煌。

比如：传说中神化了的江恩（W. D. Gann），其事实真相可能会让他的众多“粉丝”心里有所不适。在中国，有不少人追随江恩。在《操作生涯不是梦》（作者：Alexander Elder，英文书名：《Trading For a Living》）英文版本第23页中提到Mr. Elder曾经访问江恩的儿子——他是波士顿一家银行的分析师。

贩卖江恩书及软件包的人说他是最伟大做手之一，留有5千万美元遗产。江恩的儿子说他父亲无法交易股票养活家人，他靠卖课程及写作维生。去世时仅留10万遗产，包含房子。他的传奇是由贩卖江恩书及软件包的人创造的。

我想他的亲生儿子没有必要贬低他的父亲，他只是想诚实地还原历史而已。对照真实，我们的那些靠江恩而生存的股评家们，恐怕要汗颜了。

还是应该诚实地说，在中国市场上，在逃顶抄底方面，老狐狸般的“第一散户”杨先生要比林先生要精准得多，这个无愧于他的称号。我仔细留意过他，他确实就像传说中拥有特异功能的大仙一样，或者说像泥鳅一样，在泥泞的中国证券市场里“钻进钻出”，正如他自己所说，2007年5月30号大跌前他跑掉了，5000点以上他又溜掉了。反观林先生，他的林先生信托计划则从6124点满仓到现在1700点，损失甚至超过大盘。

为了更准确，我摘抄一段权威媒体的报道——“经多家媒体的频繁报道，人们对林先生炒股发财的故事耳熟能详：1989年以8000元起家涉足股市，到2007年初个人资产至少4亿元。2007年上证综指涨到6000多点的时候，有记者推算，林先生的资产甚至超过20亿元。其年均复合增长率高达98%。他的‘中国股神’名号为央视某栏目所授，《北京青年报》2006年6月还颁给林先生‘中国巴菲特’的美誉。今年股市大跌，林先生也未能幸免，林先生总结说，自己资产缩水的程度‘跟指数下跌幅度差不多’。林先生也不否认以他的名字命名的基金，亏损也在50%左右。”

作为一个价值投资者，笔者诚实地说，在预测顶部底部方面，包括巴菲特、林先生等都不是高手。明显的是林先生不如杨先生，甚至不如有些机灵的散户。

但是大家应该看到的事实则是，具有可比性的是，巴菲特身价620亿美金 VS 江恩的讲课为生，10亿级的林先生 VS 百万级的杨先生。

事实让我们深思，数据让我们反省——即将加入股票市场的股民朋友们，在你正式投入市场前最好能明白投资与投机的原则，以及投资与投机的结果。

另外，请记住，除了千万别“学”巴菲特，你更不要简单地以为饱学了技术派分析工具后就可以纵横股市了，我们应该清醒一些。

**误区七 价值投资，首先要过“戒恐”、“戒贪”关**

**代表人物：广大老股民**

**受害者故事：**始于2005年终于2007年10月的A股大牛市，股指涨了6倍多，竟然有90%以上的散户老股民到现在为止却是亏损的，而且亏损幅度惊人。他们并不是初涉股市的“菜鸟”，很多甚至是浸泡股市10年以上的“老”人。



原因是大牛市来时，他们“戒贪”，赚了一点就跑了，结果吃鱼只吃了个鱼头，鱼身鱼尾都扔掉了。好不容易等它从 6124 点跌下来，跌到专家们公认的 4 000 点“铁底”时，他们又“戒恐”，又杀进市场。反正所有学者专家、政府要员都认为牛市盛宴没有结束，只是“快牛”变“慢牛”而已（成思危语），这些见多识广的老股民们，坚信“黄金十年”迟早会让他们盆盈钵满的。没想到自“铁底”4 000 点一直跌到 08 年 10 月底的 1700 点左右，连老本都快赔完了。

久经沙场的老股民们很沮丧——我是“戒贪”了，也“戒恐”了啊，难道老生常谈的“戒贪戒恐”有什么问题吗？

**危害指数：四星★★★★**

**点评：**

实际上，作为一个真正生命意义的人类而言，真正能做到“戒贪戒恐”是不可能的。“华尔街神童”胡立阳曾经说过一句大实话，“正常的人炒股票，一定会高买低卖，亏钱是正常人的结果”。

当然，流传甚广的一个和尚炒股必赚的故事也是荒诞的。

故事本身就是一个悖论，持此论者宣称和尚如果炒股的话一定是赚的。问他为什么呢？他会告诉你，和尚心态好啊，不为名利所诱啊。看到股市大跌时他慈悲为怀，大力买进，看到股市暴涨他不贪不恋，把利益让给别人啊，所以他永远套不住，永远能抄到底。这是一个乍看起来很有道理、很美好，而且流传甚广、影响很深的虚拟故事。

深究起来，它则是一个悖论，试想你认为和尚炒股会永远胜利是因为他佛门子弟不贪，所以心态好。但一个炒股的和尚还是那个不贪的佛门子弟吗？不贪的佛门弟子怎么会跑到世俗世界极端的名利场来靠运气获利呢？炒股的和尚还能不贪吗？静修的和尚和炒股的和尚是两个完全不同的概念了，此“和尚”非彼和尚矣！

事实上，很多笃信炒股不贪不惧的股民，往往在大牛市时赚了一点小钱就走了。熊市来时，不惧风险不断抄底，每次都抄在半山腰上。结果一轮牛熊市下来，亏多赚少。

你还能说戒除贪婪恐惧是股市必备吗？巴菲特最易被人误会的地方之一即在此。巴菲特从没讲过要从人性深处驱除贪婪和恐惧这两大人之本性。相反，他充分利用这个人人都有的“人性之本质”。

他总是耐心地告诫大众，价值投资理念是普通人都可以做的，不

需要特别的个性特质，但是你要和大众反其道而行之，那就是“在别人贪婪时，你恐惧；在别人恐惧时，你贪婪”。实际上，你要比别人更“贪”、更“恐惧”。

1968年美国纽约华尔街股市交易如火如荼之时，人们为快速致富极尽疯狂和贪婪时，他一个人静悄悄地离开了华尔街，甚至干脆解散了他一手创立并已经做了10多年的投资公司，以明心志。

当时，几乎没有几个人能理解他的行为。但接下来连续几年的股市暴跌，他躲开了。这仅仅是幸运之神特别的眷顾吗？

2000年美国网络股热潮时，他坚守他的可口可乐这些传统的、有稳定收益的企业。有一段时间他的股票市值增长速度远远赶不上大盘指数，因此而受到伯克希尔股东们甚至基金经理们的嘲讽，都以为他在网络时代“江郎才尽”了。但在接下来的几年网络泡沫破裂期间，很多企业股票大幅下跌，“一夜回来解放前”。而巴菲特带领的伯克希尔却能笑到最后，这是巧合吗？

现在，他在这场席卷全球的金融危机时，又一次很豪爽地出手了。以前每年只有不到50亿美元的投资，金融危机时反而在两三个月内就出手累计达500亿美元之巨（包括下属可口可乐等公司的并购活动）。

他在2008年10月17日《纽约时报》社评中发文称他在他自己的个人账户里不断买入股票，合计快达到100%的仓位了。因为他始终坚信一个简单的信条，“别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪。对于大多数具有超强持续竞争力的企业，一定会在未来5-10年内创下新的盈利记录”。

当别人都在迷惑时，巴菲特是清醒的。或许时间很快会告诉我们答案。

假设巴菲特不恐惧，他为什么当年不在网络热时和大家一起大捞一把呢？假如他不贪婪，他怎么在金融危机时，看到这么多股价跌到地板上的好企业时，他怎么一出手就上百亿美元呢？

从具体数字来看，正是因为巴菲特很贪婪，在他投资《华盛顿邮报》的几十年里，他并不为它的短期小利所迷惑，一直坚守到现在，获得了120倍以上的收益。

反之，正因为巴菲特很恐惧，他终生坚守他熟悉的几个股票，不敢轻易越雷池一步，介入陌生的领域，从而避开了诸多风险。所以从

某种意义上讲，巴菲特不仅不是“反贪反恐”的英雄，而是“大贪兼大恐”。

当然前提是：“在别人贪婪时你恐惧，在别人恐惧时你贪婪。”

**误区八 价值投资太复杂，只是大机构和高智商者的游戏，对普通投资者“中看不中用”，还是技术分析、趋势投资比较适合中小散户**

**代表人物：**自以为清醒的广大散户

**受害者的故事：**故事发生的时间是未来，很多人把青春和梦想交给了股市，结果换来的是——巨额金钱的损失（每天追涨杀跌，手续费和税费交的比本金还多），身体的耗损（有的散户得了“股市综合症”：神经功能紊乱，内分泌失调，肾上腺、甲状腺分泌不正常，免疫力下降等等，尤其是高血压者甚至会当场突发心脏病，更有甚者会丧失宝贵的生命）。

据报道，成都有个退休老先生，因每天在营业部看盘炒股、追涨杀跌，今年因为炒股失败在证券营业部里当场脑溢血而死亡。

**危害指数：**三星★★★

**点评：**

很多散户股民拒绝接受价值投资理念的主要原因是：资金量少，没有时间，没有经费调研。

“价值投资太高深了，我数学成绩不好，还是别来那些‘阳春白雪’吧！”等等。问题是这些理由是否成立呢？

关于资金量的问题，巴菲特说你应该忽视资金量的多少，无论是1亿美金，还是1000美元，你都应该采用同样的操作方法。

如果资金量少，你就不做价值投资研究而乱投一气，其结果是你的资金只会越来越少。关于时间和经费的问题，很多人误以为做上市公司研究一定要长途旅行、上门拜访，其实不然。

现代社会信息越来越透明，证券法规越来越健全。虽然有部分企业财报有作假的成份，业务介绍方面也有虚假成份。但一些优质的品牌企业（他们才是价值投资的候选对象）是不会轻易虚报数字的，即使有也很快会被各种媒体发现。

所以对于散户投资者，如果有时间和资金能力，能亲自上门拜访上市公司诚然好。但是如果确实不具备条件也是没有关系的，你只要认真阅读企业财务报表就好了。



巴菲特每年阅读成千上万的企业财报，这才是他工作的重要部分。他于5年前投资中石油时，甚至都没有派人登门调研，仅仅是阅读了中石油几年来的财报，就做出了5亿美元的投资决定。

巴菲特曾经就调研问题解释过：“谈到质化的东西，我可能在接到电话的那一刻就能感受到了。几乎我们买的所有企业，只需要10分钟，15分钟的分析。我今年买了两个企业。General Re（译者注：全球最大的再保险公司之一）是一个180亿美元的交易。我连它们的总部都没去过。我希望它们的的确确有个总部（巴菲特在开玩笑）。在那之前，我买了Executive Jet，主要做部分拥有小型飞机的生意（注：美国近年来，很流行私人拥有飞机。但毕竟花销很大，不是一般人能承受得起。所以，买一部分飞机的所有权，这样你可以有一段你自己的飞行计划和路线，变得很实际）。在我们买之前，我也没去过它的公司总部。四年前，我给我的家庭买了一个飞机计划的四分之一所有权。我亲身体会了他们的服务，我也看到了这些年它们的迅速发展。”

显然，调研是必要的，但有时候自己的切身体会、日常感觉也很重要。

价值投资是根据投资人的实力量力而行的，关键是你明白你的能力圆圈的边界，只做能力圆圈内的事情。如果你的资金、时间等不够，你可以缩小你的能力圆圈，在你有限的的能力范围内你一样可以成为专业高手。

关于价值投资需要高深的数学模型的说法，更是误解。

巴菲特诚实地说：“如果投资需要高深的数学的话，那我只好提着锡罐沿街乞讨了。”

他最近在一所大学演讲的时候，他说就他自己来说，选择投资这一行最大的好处是，你不用在这个日新月异的世界里经常要抽出时间来学习新的知识。他到现在都不会熟练使用电脑，当然更不会使用我们普通年轻人都会的MSN和QQ了，他的桌上只有老式的打字机和电话机，还有一大堆新旧年报。

他觉得他不需要了解电脑知识，因为他给自己划定的能力圆圈并不包括这些。他还幽默地说，四十年前人们是怎么嚼口香糖的，现在还是那样；喝可口可乐的方式也没有改变。他只需仔细地看管好这些他熟悉的东西就行了。



当然，对于这些他能力圆圈范围内的东西，他太熟悉了，以至于他很闲，不需要去学一些他需要花很大功夫才能学会的东西。

我们一般人之所以不成功，就是把自己的能力太分散了，不懂得扬长避短的妙处。巴菲特不仅集中投资，也集中自己的能力和精力做他最擅长的事情。

他虽然管理着那么大的企业王国，但活得很悠闲。有记者曾经跟踪过他的一天，发现巴菲特那一天只接听了 17 个电话，其中三个还是拨错号的。所以他有足够的时间用在旅行、打桥牌和练习高尔夫球方面。

反观技术派代表人物，华尔街“股圣”，彼得·林奇，却管理着一个有时组合了 1000 只证券的麦哲伦基金，他的工作量是中国最勤勉的基金经理的三倍，每天工作 16 个小时以上。年仅 40 多岁就满头华发，因身体状况恶化而不得不退出业务一线。

由此看来，技术分析才是真正的辛苦活，而且还要承受巨大的市场压力。

**误区九 选择性失明而致“不完整的巴菲特”——国人看到的巴菲特投资理念漏掉了他短期个股投资失利的宝贵教训**

**代表人物：**刘先生等巴菲特投资理念在中国的积极传播者

**受害者故事：**中国的价值投资追随者们、粉丝们没能真正学习到完整的巴菲特价值投资理念。

**危害指数：**二星★★

**点评：**

国人修习巴菲特价值投资理念也像做其他事情一样，是带有很深的“敬神”和“崇拜伟人”情结的，当然这是可以理解的。

但是我们很多巴菲特价值投资专家却做不到理性、完整地分析和理解巴菲特价值投资理念并将它介绍给中国热心的价值投资者们，这是有些令人遗憾的。

相反，巴菲特自己倒是十分坦诚地谈论他的失败历史，他曾经告诉段永平，说他犯了很多错误，比如说 10 多年投资一家公司，本来 4 个亿就可以，他用了 40 亿。现在这家公司的价值是零，已经破产了，负资产。

其实，从巴菲特成长的时间序列和逻辑关系来完整地理解巴菲特理念是很有必要的。

他的投资中对短期个股的投资失利，正是他的理念走向成熟的不可或缺的一部分。不讳言的是，早期的巴菲特是一个短期投资套利者，即使师从格雷厄姆后亦如是。他忠实地按照他的恩师教给他的安全边际理论，低价买进“类似烟屁股”的便宜股票，然后高价卖出套利。他一直乐此不疲地买进卖出，直到他拜读了费雪的关于寻找成长股的书籍，并专程拜访了费雪以后，才慢慢地转向寻找有核心竞争力、能持续稳定成长的绩优成长股，并长期持有获利的投资策略。后来加盟的、他的长期合作伙伴查理·蒙格在实际操作中（比如喜诗糖果的收购中）也起到了一定的作用。

诚然从巴菲特的投资成功中总结经验固然重要，但从他的投资失利中学习同样至为珍贵，给我们更有价值的启示：

启示一：对未来社会全球化、信息化趋势的判断准确与否关系到投资最重要的部分即资金配置的比重与方向。

巴菲特曾经短期投资过麦当劳，时间为一年左右便悉数抛售。应该诚实地说，对于这样一个全球化很成功的为数不多的优秀企业，也很符合他长期持有特征的企业，这样没有赚钱就买进卖出，无疑是一次错误的判断，他后来也不止一次为抛售麦当劳感到遗憾。

“我们永远持有三只股票大都会 ABC、GEICO 与华盛顿邮报的仓位仍然保持不变，同样不变的是我们对于这些公司管理层无与伦比的敬佩。查理和我非常赞赏他们在公司管理中的出众能力与高尚品德。”巴菲特表示，超级明星经理人应具有值得股东喜欢、信任和敬佩的高尚品德，以及能够为公司创造一流的业绩和具有高超的资本配置能力。被巴菲特列为永远持有、永不卖出级别的股票是极为有限的，只有三个而已，是他的“亲儿子”。

即便如此，他在后来迪斯尼收购了大都会 ABC 后，因为迪斯尼投资数字节目而毅然卖空了大都会 ABC。

另外，巴菲特将华盛顿邮报列入永久持有的股票，原因从他给股东的信中可知一二。在 Berkshire Hathaway Inc. 2007 年的股东大会上，巴菲特表示，越来越多的报纸将落入一类特定所有者手中，他们愿意以高出报纸经济价值的价格出手收购，因为他们知道报纸可以为自己建立政治声望，也可以让对手名誉扫地。可见在巴菲特眼里，这个给巴菲特带来 120 多倍收益的“赚钱机器”，其价值不仅是经济上的。

但是面对互联网时代，媒体行业的变化，巴菲特也认为报纸销量及发行量之所以下降“不是因为一些大型媒体企业实行了双级股票制，而是因为科技和文化领域出现了变化”。巴菲特在年会上向股东说，实际上，世界已经和以往大不相同了。他清晰地看到了传统媒体黯淡的未来。

虽然巴菲特也许不会食言很快会卖出华盛顿邮报，但也明确表示了不会收购更多的报纸。毕竟现实比人强，或许很快，三个“亲儿子”中的第二个也将易手？如是，则巴菲特当年确定的三个仅有的“永远持有”概念将出现混乱。

诚实一点的话，这是不是个判断失误呢？错了并不是问题，因为我们都不是神，世界上也确实没有神。重要的是认识到了错误。

有记者曾质疑索罗斯为什么他曾经犯了很多错误尚能成功时，索罗斯坦率地说“重要的是我知道错了，并知道错在哪里，而别人不知道”。

巴菲特也是这样，他知道世界发生了变化，并及时适应了这种变化，于是他很快出手了大都会，或许也将出售华盛顿邮报。

这是他给我们最好的启示，那就是在全球化和信息化越来越快的今天，即便是巴菲特也无法准确估量这种大潮流对具体一个企业的影响或者冲击的程度。

美国前总统戈尔十年前关于全球化和信息化的趋势无法阻挡的预言是值得我们每一个投资人重视并重新检视自己库存的“压仓货”的价值。

作为一个战略家型投资人，仅仅能从过去发生的事件中吸取教训、从现实世界中寻找机会是不够的；还要具有对未来高远的洞察力，而且要能站在全球的角度去把握。

放眼今天因次贷问题引发的全球金融危机，在纽约股市风雨飘摇之时，巴菲特巨资抄底华尔街。当然，表象的背后是巴菲特的一个基本判断：美国的经济基础没有问题，美国经济的全球霸主地位没有问题。笔者也同意这个判断。否则那就是一个严重的战略性失误。

为了用全球化抵御来自美国国内经济衰退带来的风险，巴菲特甚至专门跑到遥远的中国直接投资一家做未来清洁能源驱动的中国民营汽车生产商。

其实，比亚迪也和高盛、GE一样拥有一个共同的特征，那就是



全球化。比亚迪是中国企业中难得的全球化程度最高的企业之一，比亚迪多年来一直为国际手机大厂诺基亚、摩托罗拉等一流企业提供垂直一体化的配套服务。

应该说巴菲特很早前就清醒地看到了美国经济衰退的现实与未来，并一直不乐观其能迅速走出困境。这从他的关于“节俭岛与奢侈岛”的言论中可知一二。但是巴菲特又对美国以外的企业经营情况没有十足的把握，所以他只好选择美国的国际化程度最高的跨国公司作为避险对象。

可口可乐之所以长期以来成为他的最为钟爱的“情人”，就是因为可口可乐无与伦比的国际化程度。

他判断：“未来20年，可口可乐在国际上的市场增长要比在美国国内好得多。在美国国内的人均消费量会增长，但在别的国家的增长会快得多。”

他乐观地预计：“全世界的人们每天都可以消费很多次可乐，而不是其他的饮料，所以你得到的就是可乐之难以企及的人均消费量。在今天，全世界范围内可乐的日销售量超过800亿盎司。这个数目还在年复一年地增长。增长还体现在无论是以国家计还是人均计的消费量上。20年后，在美国之外的增长将远远超过美国国内。我分外看好国际市场的前景。短期来讲对他们确实有消极的影响，但这不是一个大不了的问题。”

可以想见，自巴菲特介入可口可乐伊始就开始思考国际化问题了。在我看来，伟大的战略家和伟大的智慧大抵是差不多的。

德鲁克曾说：“今天管理学的诸多战略都受益于军事战略。”

孙子兵法云：“知己知彼，百战不殆；知天知地，胜乃不穷。”我们很多兵家及其研究者，往往只看到孙子兵法讲的前面八个字，而忘记了后八个字，实际上后八个字更重要。

因为，知己知彼，你可以打赢一场战役，甚至一场战争，但你可能因为对整个大势环境的判断错误而失掉天下。项羽是这样，林彪也是这样。他们都是常胜将军，但都是人生的最后一战失利而性命不保。

即使一生谨慎的诸葛孔明也不例外，金圣叹评诸葛“近妖”，神算了得，但是他也过不了司马懿这一关。司马懿什么都不做，任凭辱骂，只不出战，便拖垮了百变神算诸葛孔明。以至于千古罕有的智谋



家诸葛亮“出师未捷身先死”。

其实问题没有那么简单，诸葛亮尽管“算无遗策”，但是他忘记了孙子兵法讲的后八个字“知天知地，胜乃不穷”，当时魏国拥有天时地利人和这个系统性优势，据有中原，人口、经济实力均强于蜀国几倍，且是行政中心、文化中心，人才济济，战略纵深远非蜀汉所能比。诸葛亮得不到天下是“天地”决定的，这就是大势所趋。

巴菲特对国际化的超越常人的先知先觉充分展示了一个战略型投资家的非凡之处。麦当劳投资的判断失误更加让他坚信国际大趋势把握的重要性。

所以说，如果仅仅从战术操作层面来解构巴菲特价值投资理念而忽视他是一个拥有全球视野的战略投资家的非凡之处的话，那将是一个严重的误读。

如是，则建议你赶快做投机买卖去吧，千万别“学”巴菲特。

启示之二：价值投资，行业选择至关重要。

中国自古有俗话说：男怕入错行，女怕嫁错郎。投资领域也是一样。

1968年巴菲特解散合伙公司，其后全面收购伯克希尔纺织品公司便是一个让他终生感到遗憾的行动。巴菲特在收购前看到的是伯克希尔不错的行业地位等因素。以巴菲特的精明，这些都是“算无遗策”的。但是毕竟纺织品整个行业的优势已经不可逆地转移到了其他国家，比如日本。所以，即使该公司具备在今天的巴菲特研究专家总结的巴菲特理念的主要组成部分，比如优秀的管理团队，当时看还很健康的财务状况，很有利的购买价格形成的安全边际等，也无法避免这个行业的萧条带来的系统性风险。

我想这次失利的投资行为，对于他后来的价值投资理念的成熟，意义十分重大，因为他在后来的许多场合一再对此表示自责，并引述塞缪尔·约翰森的名言提醒自己：“一匹能数到10的马是匹了不起的马——而不是了不起的数学家。”“经营得再好的纺织厂也不是很好的行业。”

巴菲特后来的投资，对行业的选择是十分谨慎的。2008年美国的金融危机带给股市巨大的冲击，很多华尔街的金融机构纷纷观察股神巴菲特到底买了哪些，又卖了哪些股票。

检视巴菲特的投资组合可发现，除了我们众所周知的那些股票

外，巴菲特从去年开始陆续加码买进 Kraft Foods (KFT) 股票。Home Depot (HD) 则是巴菲特投资中另一支拥有高收益的股票，2008 年 4 月，Berkshire 帮助私有公司 Mars Finance 以 230 亿美元收购制造口香糖和糖果的 Wm. Wrigley Jr. 公司。其中 Berkshire 拥有 21 亿的股份。

第一个季度里，Berkshire 增加了在 Wells Fargo, U. S. Bancorp, M&T Bank 的股份；另外还增加了一些消费品公司的股份，比如食品公司零售商 CarMax。其他高收益的投资组合还有 Procter & Gamble (PG)、Johnson and Johns (JNJ) 等等。

以下是他的资金在各行业的分配表：

Portfolio Statistics: Warren Buffett

Portfolio Name: Berkshire Hathaway Portfolio

Date: 2008-03-31

Number of Stocks: 39

Total Value: \$ 66.46 billion

Number of New Stocks:

Financials 30.6%

Consumer Services 5.3%

Health Care 7%

Consumer Goods 39.3%

Industrials 14.9%

Oil & Gas 2%

从上表完全可以看出巴菲特对他的能力圆圈做了非常严格的限定，主要集中在他最熟悉的金融保险、食品等大众消费类，仅此两大类就占了 70% 左右。

每个人的能力圆圈都是不一样的，千万不要机械照搬。也许你的能力圆圈是高科技也未可知。

但是无论如何，你应该像巴菲特一样尽量限制你的投资范围，选择有前景的行业才是重要的。作为价值投资者你应该明白，行业对经济周期的敏感度体现在以下三个方面：

一是销售额对经济周期的敏感度。人们的收入水平是影响该行业最主要的因素，如食品行业。所以在经济萧条时期，人们当然会节衣缩食，主要表现在奢侈品消费上，基本消费品影响不是特别大。所以巴菲特非常钟情那些受经济周期影响小的、消费对象主要是普通消费



者的快速消费品，如可口可乐、吉列等。

二是经营杠杆率，指的是企业固定成本与可变成本之间的比例。经营杠杆越高的行业，经济周期对其影响较大，比如钢铁行业。对这些行业的企业，巴菲特基本上不是很感兴趣。

三是财务杠杆率，若经济处在发展中，公司的投资回报率超过利息，则提高财务杠杆对公司有利，不同行业的财务杠杆率是不同的。如银行业是高负债行业。虽然巴菲特持有有很多这个类别的企业，但是他始终对这些高财务杠杆率的企业保持高度的警惕。

启示之三：轻资产经营型企业比重资产经营型企业更能适应经济周期的影响。

从巴菲特曾经短暂持有（指持有时间不超过2年）即卖出的企业（见下表）与巴菲特长期持有的企业进行对照分析后可以看出，前者大多属于重资产经营型，而后者多属于轻资产经营型。这个绝非偶然。

巴菲特长期投资周期表

公 司	开始持有	售出年度	持有周期	行 业
华盛顿邮报	1973	至今	32	传媒
吉列	1991	至今	14	生活消费品
美国运通	1994	至今	11	金融服务
可口可乐	1988	至今	17	食品
威尔斯法歌银行	1990	至今	15	金融
首都/美国广播	1984	1996 与迪斯尼合并	12	传媒
GEICO	1976	1996 全资收购	——	保险
联邦住屋贷款抵押	1988			金融服务
匹兹堡国民银行	1994 四季度	1995	1	金融
甘纳特	1994	1995	1	传媒
美国广播	1978	1980	2	传媒广播
首都传播	1977	1978	1	传媒广播
凯塞铝业化学	1977	1981	4	冶金采矿
骑士报	1977	1979	2	传媒
SAFECO 公司	1978	1982	4	保险
沃尔沃斯	1979	1981	2	零售
阿梅拉克拉-赫斯	1979	1981	2	石油

美国铝业	1980	1982	2	冶金采矿
平克顿	1980	1982	2	运输服务
克里夫兰-克里夫钢铁	1980	1982	2	冶金采矿
底特律全国银行	1980	1981	1	金融
时代镜报	1980	1981	1	传媒
全国学生贷款	1980	1981	1	金融服务
阿卡他	1981	1982	1	造纸
GATX	1981	1982	1	机械
克郎佛斯特	1982	1983	1	保险
奥美广告	1977	1984	7	广告
大众媒体	1979	1984	5	传媒
雷诺烟草	1980	1984	4	烟草
联众集团	1977	1985	8	广告
通用食品	1979	1985	6	食品
埃克森	1984	1985	1	石油
西北工业	1984	1985	1	综合
联合出版	1979	1986	7	传媒
时代	1982	1986	4	传媒
比队员特丽斯	1985	1986	1	食品
里尔西格莱尔	1986	1987	1	航空
哈迪哈曼	1979	1987	8	冶金采矿
吉尼斯	1991	1994	3	食品饮料
通用动力	1992	1994	2	航空

数据来源：1977-1994年伯克希尔·哈撒韦公司年报

从表中，可以看到：

1. 巴菲特的短期（1-3年）投资，数量不少。有通用动力（航空业）持有2年、里尔西格莱尔（航空业）持有1年、西北工业（综合）持有1年、GATX（机械业）持有1年、阿卡他（造纸业）持有1年、阿梅拉克拉-赫斯（石油业）持有1年、美国铝业（冶金采矿业）持有2年、平克顿（运输服务业）持有2年、克里夫兰-克里夫钢铁（冶金采矿业）持有2年、埃克森（石油业）持有1年，可见巴菲特的很多投资不超过2年，大多数甚至是1年时间，为数不多的是凯塞铝业化学（冶金采矿业）持有4年，那算是稀罕的了。



这个发现很不寻常，因为在众多的巴菲特价值投资追随者心目中，根深蒂固的概念是巴菲特是长期投资的典范。应该诚实地说，以巴菲特价值投资核心理念的长期投资观点来衡量，这些投资持有不超过2年即予以卖出的股票，应该算是某种意义上的投资失利，或者说判断错误。因为从这些股票的走势图可以看出巴菲特从这些股票上也没有赚到钱。

再进一步分析，这些持有时间很短暂的股票都是属于重资产经营型企业，多数属于传统行业。

2. 巴菲特最钟爱的三大行业：金融保险、生活消费品、传媒广告。像华盛顿邮报、GEICO、吉列这样的公司巴菲特会永远持有。

巴菲特持有时间超过10年以上的企业（见下表），都是轻资产经营型企业。这些企业也是给巴菲特带来巨额利润的企业，比如持有时间最长的华盛顿邮报，给巴菲特贡献了120多倍的利润。

华盛顿邮报	1973	至今	32	传媒
吉列	1991	至今	14	生活消费品
美国运通	1994	至今	11	金融服务
可口可乐	1988	至今	17	食品
富国银行	1990	至今	15	金融
首都/美国广播	1984	1996 与迪斯尼合并	12	传媒
GEICO	1976	1996 全资收购	-	保险

3. 关于重资产经营型和轻资产经营型企业的优劣主要体现在面对周期性经济衰退时的适应能力上，再有就是新增投入的产出效益上，比如追加1亿投资，放在贵州茅台上，和放在宝钢股份上，产出效益是完全不同的。

按照管理学的解释，所谓轻资产经营，就是在资源有限的基础上科学配置各种资源，以最少投入的商业模式实现企业价值最大化。轻资产是知识经济时代奠定企业竞争基础的各种资产，包括企业的品牌、企业的经验、规范的流程管理、治理制度、与各方的关系资源、客户关系、人力资源等等。

轻资产经营的核心是知识管理，是对智力资本的良好管理。要求有效率的知识型员工组合成有高度绩效的工作小组，整合顾客与供应商等企业资源，利用网络技术做有效的沟通和协调，提供有价值的生产和服务。

轻资产经营的行为主体是企业价值链上的所有利益共同体，它包括企业的员工、企业的供应商、企业的客户等。轻资产经营不仅要有战略规划、流程优化，更重要的是要有一种与轻资产经营相适应的企业文化，用相应的激励措施保证轻资产经营创造最大的价值。

按照林先生的说法，就是投资在那些只要很少的投入就能带来很大的产出的企业，从长期看，和那些必须靠不断地大量投入的重资产经营型企业比较，区别是惊人的。冲这句话，林先生可以打入中国价值投资百晓生排行榜前两名。

说是一回事，能不能做到则是另外一回事，林先生如此，巴菲特也不例外。毕竟这个世界上是没有什么“股神”的。

“一流企业卖标准，二流企业卖文化，三流企业卖渠道，四流企业卖产品。”

重资产经营型企业大多属于卖产品之类，只能归于四流企业。投入很大而产出并不理想，经济周期衰退期到来时，企业生存环境更为艰难。即便其中的佼佼者都很难取得骄人的业绩。

从实证研究来看也如是，国际上看，曾经风光无限的通用汽车、福特汽车、卡特彼勒等等都遇到了很大的生存危机，有的差点要到申请破产保护的程度。

从国内深沪股市看，那些重资产经营型企业，很多都是我国的支柱产业，像钢铁、汽车、造纸、采矿、有色金属等等，都是市盈率很低的企业，像其中的绩优股、明星企业宝钢股份，跌到净资产以下也乏人问津，造纸业的晨鸣纸业 B 股，市净率不到 0.5。

所以仔细研究巴菲特曾经并不如意的投资，从中得到有益的启迪，是非常难能可贵的。

**误区十** 只要勤奋学习，就一定会弄懂巴菲特价值投资法，纵横天下了

**代表人物：**相当一部分迷恋价值投资的基金经理、财经专家、资深投资者等等

**受害者的故事：**“学了多年的价值投资，还是在关键时刻把持不住自己，选股选得很好，买得价格也不错，就是卖早了，赚不到钱。”这是很多价值投资“粉丝”们的共同心声。

**危害指数：**二星★★

**点评：**



价值投资看懂了也赚不到大钱。还是很难像巴菲特一样坚持持有股票很多年，赚取数以十倍甚至百倍的利润。

很多价值投资者即使是专业的基金经理也只是赚了点小钱就跑了，和大散户差不多，基金持有人对他们的表现并不满意。你不能简单地说是他们的专业素养不够，也不能完全怪责他们职业责任感不强、研究不深。

其实，以现在基金经理的管理学知识，发现一个具有“巴菲特投资理念”特质的消费垄断型企业并非难事，难的是你能否做到和巴菲特一样持有它数十年，尤其在投机性如此占主导地位的中国证券市场上。

It's simple, but not easy. 知易行难，巴菲特经常如此告诫他的追随者。

价值投资模式并非很难，也不深奥，人们也知道世界上有一个叫巴菲特的人，依靠 100 美元起家，仅靠从事证券投资就成为了世界首富，赚取了天文数字一样的 620 亿美元。和比尔·盖茨等靠发明创造起家的天才不一样，证券投资的门槛并不高，普通人的你都可以做，你能说你不愿意像巴菲特一样成功吗？

问题是，普通人的结果往往是异常的令人沮丧，即使忠实的价值投资者们最后也往往什么都得不到，想求不亏已是难得，焉谈成功？

Why? 人们应该要问的是自己，而不是别人。

我认为，人们从事投资有四重境界：

**第一重境界：关注大盘，忽视个股。**

初学者往往如此，大盘涨，他们高兴得在证券营业部集体鼓掌；大盘跌时，怨声载道，个人情绪完全和大盘一致。

这里转载一个令人悲伤的故事——2008 年 3 月的一天，14:40 在威海齐鲁证券营业大厅有 250 多人同时痛哭，另外现场受其感动而默默流泪的不下一两百人——当天深沪股市大幅下跌。这原本是一个春暖花开的日子。

这一幕，我想古今中外都罕有——有时候，到营业部去你甚至都不用看大盘仅仅看股民们的表情就大概知道大盘行情了。

问题是大盘涨时你买的股票也许还大跌呢？你又不是买的指数，除非你买的是指数基金。

但是大多数新股民，甚至相当多的老股民都一直不明白这一点。

在证券市场里，他们只是靠天吃饭，牛市时，或许能暂时赚些小钱，熊市时，摔得最重的往往是他们。

或许他们就是最接近巴菲特所说的“旅鼠”。旅鼠是生活在靠近北极村一带的鼠类动物，这种旅鼠有一个特点，一窝能生十三四个，而且这些小老鼠再过三四个月又能生一窝小老鼠，而在北极村老鼠太多了，这些旅鼠就开始迁徙，从北极村跑到冰山悬崖的边缘，前面的老鼠就纷纷往大海里面跳，后面的老鼠也跟着前面的老鼠往大海里面跳，你就会看到茫茫的大海一大片雪，一大群老鼠往大海里面跳。很快地，海面上就像铺了一层红色地毯一样，绵延一公里之长——旅鼠的命运是悲哀的，它们可能是世界上最笨的老鼠，人们只用鼠夹子、鼠网子、鼠筐子就可以轻易地抓到。

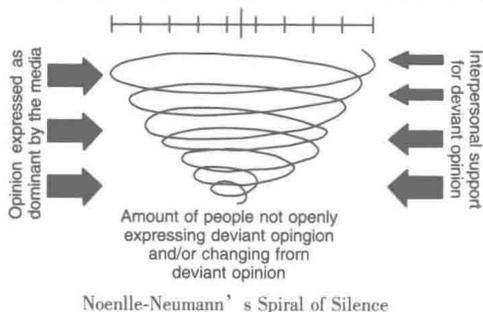
巴菲特告诉我们，在证券市场，你盲目地跟着市场走，跟着前面的人走，就是投海自尽的旅鼠而已。

从心理学分析，可悲的旅鼠的背后是沉默的螺旋。

沉默的螺旋 Spiral of Silence 的概念是德国学者 Elisabeth Noelle-Neumann 最先使用，他用模型来解释为什么有些人当意识到自己的观点是少数的时候，便不愿意在公共场合表达自己的见解。沉默的螺旋描述了当人们作为少数派时所感受到的不断加强的压力。

该模型基于三个假设：每个人都有一个“准统计器官”（quasi-statistical organ），一种第六感，即不用民意测验，他们也能知道什么是压倒性的主流民意。人们有一种被隔离的恐惧，而且知道哪些行为有可能导致被社会隔离。所以，他们选择沉默，而不去坚持被认为是少数派的意见，主要是出于对被隔离的恐惧。

Elisabeth Noelle-Neumann 在她 1984 年出版的书中指出，每一个人几乎本能地关注围绕着他们的各种观点，并有意识地使自己的言行与主流观点靠拢。与主流观点接近程度越高，他就越乐意在公开场合发表自己的理念。一旦他发现主流观点发生了变化，不再流行，不再受宠，他也就不会再积极地在公开场合展示理念。如果民意和个人意见之间的距离增长，那么个人想要表达看法的意愿将会降低。





沉默的螺旋解释了为什么少数人不愿意公开坚持他们的观点。解释了为什么人们宁愿压制自己的理性，而不愿冒被社会隔离的风险。

这是一个连接传媒影响和公众意见的较好的模型。公众观点形成的过程也是将社会凝聚为整体的过程，如果威胁社会和谐冲突没有其他办法解决的话，沉默的螺旋解决了这种冲突。

沉默的螺旋当然也解释了广大中国股民在证券市场上类似于旅鼠的行为，跟随大盘走其实不仅仅属于证券市场的特例，它有很深厚的社会原因。

### 第二重境界：关注个股价格，忽视企业经营。

这样的股民可以说有些进步了，会抛开大盘对个股进行价格分析了。什么趋势分析，量能分析、题材信息等，都是他们关注和研究的对象。诚实地说，他们应该是勤奋的。

其实，技术分析并非总是那么真正有效的。在弱式有效市场里比如早期的中国股市或许有点用处，但是在今天 A 股这个半强式有效市场里，每个人都在绞尽脑汁地苦学看盘分析，甚至新推出的电脑分析软件越来越广泛地运用，市场参与者们今天很难试图通过技术分析而取得优势。

依靠技术分析，你可能永远和绝大部分人处于同样一个层次上，股市里毕竟是“一赚一平八亏”的世界，是少数人扑食多数人的狩猎场。

巴菲特经常这样告诫我们，在棒球赛场上，我们要想赢得比赛，所要做的全部事情就是盯着赛场，而不是记分板。

第二重境界的人就相当于巴菲特讲的“只看记分板，而忘了赛场”的人。他们关注的只是“记分板”股价，而忘记了赛场的其他因素。

我知道在中国有很多非常非常聪明的人，他们把自己的全部才智都浪费在研究“记分板”上了，试图从股价的走势中悟出什么规律来，江恩、艾略特、MACD、KDJ 等等技术分析，无所不通，但最终还是亏损累累。

### 第三重境界：关注企业经营，忽视自身修炼。

大多数价值投资者就停留在这重境界。他们对投资对象的经营状况、财务状况了如指掌，但在外界市场波动的压力和自身对短期利益的诱惑下，慢慢放弃了对价值投资对象优质企业长期持有的初衷。有

的做起了高抛低吸，波段操作，终于蜕变为趋势投资者。

实际上，这是一个事关投资者理性与习惯个性培养的问题。

巴菲特在和比尔·盖茨联手接受《洛杉矶时报》采访时（这个访问的名称是《太阳系两个最富有的人的对话》），告诉他的追随者：投资者的个人修炼目标应该达到四个字，即理性与习惯，即通过不断学习积累你的理性，提高你的独立判断能力，从千百只股票里，找到你的理想标的；另外，通过行为习惯和个性修养的培养锤炼，使你在置身复杂多变的市场环境时，能够做到不为短期波动所迷惑，不为眼前小利所诱导，集中投资、长期持有。

#### 第四重境界：关注大我，忘掉小我。

超越你对财富的片面认识，树立社会财富的观点。巴菲特时常对他的家人和朋友们说：“我对财富的取得，并非完全是我个人的能力，是社会对我太好了，我将把我的财产的90%以上捐献社会，回馈社会。”

巴菲特已是世界首富，富可敌国。但很难想象他至今仍住在他30年前结婚时购买的时价仅3万多美元的普通民房里，普通得和周边普通邻居的房子没有任何区别，有时还遇到市政拆迁的困扰。他开的车也是有十年以上车龄的林肯“老爷车”。他的妻子苏珊给他买了两件仅15美元的T恤衫，他觉得太浪费了，硬逼着妻子第二天一大早退回一件。诚然他很节俭，在国人看来他简直是极其“小气”；但是他又是全世界最慷慨的人，他一次就捐出了有史以来最大的一笔慈善捐款——375亿美金！他的节俭甚至让每个普通人都感到汗颜，而他的慷慨也让世界上所有的富翁们惭愧。

只有在人性上做到舍小我、成大我境界的人才能在投资上走到如斯巍峨的高度。

陈独秀在评价李大钊的时候这样说：“守常，性拙，然学不如识，识不如德。”凡人看到的是贬，我看到的却是褒。在陈独秀看来，李守常最重要的是德高望重，而非学识。今天的年轻人天资聪明，学习理论、掌握知识很容易，但要真正达到巴菲特的高度仅靠“学”是达不到的。因为，巴菲特的高度是用“德”才能量得出来。所以，请你千万别“学”巴菲特。



### 三、全息“巴菲特”——触摸价值投资理念的“科学内核”

我们还是不能简单地学“巴菲特”，我们应该要做的事情是认真触摸、感悟巴菲特价值投资理念的“科学内核”。巴菲特投资理念是一个在实践中不断成熟的、系统的、科学投资决策系统。

#### 1. 巴菲特价值投资理念的理论内核

据巴菲特自己剖析，他的投资理念主要有两个来源，一是他的恩师格雷厄姆的安全边际理论占了85%的比例，另外15%则来自以重视成长为主的费雪。

现在让我们来看看巴菲特价值投资理论的核心组成，并联系中国本土市场进行诠释：

##### (1) 格雷厄姆的安全边际理论对中国投资人的启迪

“百分之八十五的格雷厄姆”，可见，格雷厄姆对巴菲特的影响之大，和很多人的理解偏差很大。

巴菲特起初是格雷厄姆论著的一个入迷的读者，然后成为了他的学生、雇员和合作者，最后成了和他比肩而立的人。格雷厄姆磨炼了巴菲特并影响其终生。

在介绍格雷厄姆投资理念前，我们有必要简单介绍一下他的学习和投资经历，因为这些构成他投资理念很重要的一部分。

格雷厄姆被认为是金融分析的开山鼻祖。之所以这样称呼，是因为“在他之前没有金融分析这种职业，在他之后人们才开始这样称呼这种职业”。

格雷厄姆有两本著作最为知名。一本是和大卫·多德合著的《证券分析》，1934年出版。那时正是1929年股市大崩溃后不久，美国经济正处于极度萧条之中。大多数学者都在试图解释这一经济现象，而格雷厄姆却致力于帮助人们重建金融根基。另一本是《聪明的投资者》，1949年出版。

格雷厄姆1894年5月9日出生于伦敦。在他还是婴儿的时候，父母移居纽约。格雷厄姆早期教育是在布鲁克林中学完成的。二十岁的时候，他拿到了哥伦比亚大学理学学士学位，并被选进Phi Beta Kappa联谊会。

格雷厄姆的希腊文和拉丁文都很流利，对数学和哲学也都很感兴

趣。尽管他未受过正式的商学院教育，但他大学一毕业就进入了华尔街。起初在纽伯格-亨德森-劳伯经纪行做信息员，主要负责把债券和股票价格贴在黑板上，周薪 12 美金。后来，他升职为研究报告撰写人。之后不久，又荣升为经纪行的合伙人。1919 年，格雷厄姆还只有 25 岁，年薪却高达 60 万美元。格雷厄姆和杰瑞姆、纽曼组建了投资合伙公司。这家合伙公司 30 年后雇佣了巴菲特。格雷厄姆-纽曼公司经历了 1929 年股市暴跌、经济大萧条、第二次世界大战以及朝鲜战争，最后于 1956 年解体。

从 1928 年到 1956 年，格雷厄姆在格雷厄姆-纽曼公司工作的同时，还在哥伦比亚大学金融系讲授九门课程。很少有人知道格雷厄姆曾因 1929 年股市暴跌破产过。他父亲死后，家庭失去了经济来源，格雷厄姆于是着手第二次重新敛财。置身于学术天堂的格雷厄姆有机会进行全面的反思。在哥伦比亚大学教授大卫·多德的帮助下，格雷厄姆对保守的投资方法进行了全面的论述。

《证券分析》1934 年第一次出版时，格雷厄姆和多德都已有十五年以上的投资经历。他们花费了四年时间才完成了这本书。《证券分析》一书首次出版时，《纽约时报》记者的路易丝·里奇评论该书“相当成熟，细致入微，值得称赞，是理论探讨和实践经验两者智慧的结晶。如果这种投资理念早点产生的话，投资者的思想会集中于证券本身而非证券市场。”

在《证券分析》第一版中，格雷厄姆和多德的大部分注意力集中在公司信息滥用问题上。在 1933 年和 1934 年的《证券法》颁布前，公司披露的信息往往容易误导投资者。大多数公司拒绝披露销售信息，资产评估质量经常是令人怀疑的。公司的错误信息既存在于股票公开发售阶段，也存在于二级市场上被人用来操纵股价。《证券法》生效后，公司信息披露改革步伐依然很缓慢。到 1951 年该书第三次出版时，有关公司信息披露的章节被删除了，取而代之的是股东与管理者的关系问题。这些问题集中在管理者的能力和红利政策上。

《证券分析》的精要之处在于：一个基于理性评估、精心选择、投向分散的普通股组合即是一个正确的投资组合。

格雷厄姆在书中帮助投资者循序渐进地理解他的投资理念及方法。格雷厄姆解决的第一个问题是统一和明确“投资”定义。在此之前，投资是一个多义词。一些人把购买股票称为投机，而把购买债券



称为投资；也有人认为购买安全性较高的证券如债券是投资，而购买股价低于净现值的股票的行为是投机。

格雷厄姆认为，意图比外在表现更能确定购买证券是投资还是投机。借钱去买证券并希望快速挣钱的决策不管它买的是债券还是股票都是投机。

格雷厄姆提出了自己的定义，“投资是一种通过认真分析，有指望保本并能有一个满意收益的行为。不满足这些条件的行为就叫投机。”

格雷厄姆主张进行分散投资以降低风险。他把“仔细分析”解释为“基于成熟的原则和正确的逻辑对所得事实仔细研究并试图作出结论”。

格雷厄姆进一步把分析描述成三个步骤：描述、评判、选择。

在描述阶段，分析者收集所有突出的事实并把它们清晰地表达出来。在评判阶段，分析者关心的是信息的质量，侧重于分析所得信息是否客观地反映了事实。在选择阶段，分析者判断所考察的证券是否具有投资价值。

格雷厄姆认为，对于一个被视为投资的证券来说，其本金必须有某种程度的安全性，并有满意的回报率。格雷厄姆解释说，所谓安全并非是说绝对安全，而是指在合理的条件下投资应不致于亏本。格雷厄姆不认为一个非常反常或不可能的事件会使一个安全的债券拖欠。而满意的回报不仅包括股息或利息收入而且包括价格增值。格雷厄姆特别提到“满意”是一个主观性的词，投资回报可以是任何数量，不管有多低，只要投资者做得明智，并在投资的界限内。

按照格雷厄姆的定义，一个运用正确的逻辑进行金融分析，并遵循本金安全和合理回报率的原则的人即是一个投资者而不是投机者。

要不是债券市场的景况很差，格雷厄姆有关投资的定义也许会被人们忽略。1929年到1932年期间，道·琼斯债券指数从97.70跌至65.78。像股票一样，债券不仅失去了合理的价值，而且使许多发行人破产。这使得购买债券不再被不假思索地认为是纯粹的投资了。关键在于区分股票与债券的投资与投机特性。

格雷厄姆一生都被投资和投机问题所困扰。

格雷厄姆晚年很伤心。因为在他看来，机构投资者所进行的活动显然是投机性的。1973-1974年纽约股市进入熊市后不久，格雷厄姆

应邀参加一个由 Donaldson, Lufkin & Jenrette 公司（译注：华尔街排名第第十位的投资银行）所组织的基金管理人会议。当格雷厄姆在会议圆桌旁坐下后，对他的同行们所认可的东西深感震惊。“我不理解，”格雷厄姆说，“机构理财是如何从正确的投资退化到试图在最短的时期里得到最可能高的收益这种激烈的竞争上去的。”

区分了投资与投机后，格雷厄姆的第二个贡献是提出了普通股投资的数量分析方法。在《证券分析》之前，几乎没人利用数量方法来选择股票。

在 1929 年之前，上市公司主要是铁路行业公司，工业和公共事业公司股票只是全部上市股票中的一小部分。银行和保险公司等投机者所钟爱的股票都未上市。这些以铁路公司为主的上市公司都有实际的资本价值支撑，大多以接近面值的价格交易，在格雷厄姆看来，都有投资价值。

20 年代中后期，纽约股票市场进入牛市状态，股票发行量及交易量急剧增加。经济繁荣导致了进一步的投资，大多数投资投在房地产上。尽管有佛罗里达房地产公司昙花一现的繁荣（1925 年）和接踵而来的一系列破产事件（1926 年），商业银行和投资银行仍然继续推荐房地产公司股票。房地产投资刺激了金融和实业投资活动。这种联系推波助澜，继续煽起投资者的乐观情绪。正像格雷厄姆所指出的那样，失控的乐观会导致疯狂，而疯狂的一个主要的特征是它不能记取历史教训。

格雷厄姆指出了三种导致股市暴跌的力量。第一，交易经纪行和投资机构对股票的操纵。每天，经纪人总是添油加醋地告诉客户哪只股票开始“变动”以及一些令人兴奋的股票信息。第二，银行贷款购买股票的政策。20 年代，银行往往贷款给那些焦急等待华尔街最新热点的投机者。

银行贷款用于购买证券的金额从 1921 年的 1 亿美元左右上升到 1929 年的 85 亿美元。由于贷款是以股票市价来支撑的，当股市暴跌时，一切就像小孩用纸牌搭成的房子一样全坍塌了。

《证券法》颁布后，保护了个人投资者不受经纪人欺诈，靠保证金买证券的做法也比 20 年代大大减少了。但有一种因素是立法难以控制的，这就是格雷厄姆认为应对股市暴跌负责的第三种力量——过度的乐观。



1929年的股市灾难并非投机试图伪装成投资，而是投资赶时髦而成了投机。

格雷厄姆指出，历史性的乐观是会蔓延的。投资者往往容易受过去的繁荣所鼓舞，因而憧憬着一个持续增长与繁荣的时代，进而逐渐失去了对股票价格的感觉。格雷厄姆认为，人们对股票所支付的价格根本没考虑数学期望。在乐观的市场上，股票可以值任何价格。在这种不理智的状态下，投资与投机的界限也就模糊了。

当人们感受到股市暴跌冲击的时候，股票就被贴上投机的标签。在大萧条时期，普通股投资的概念简直就是一个咒语。格雷厄姆指出，投资哲学因心理状态的变化而变化。在第二次世界大战后，人们对普通股的信心再次上升起来。格雷厄姆1949—1951年写《证券分析》的第三版时，认识到普通股已经成为投资者资产组合中的主要部分。

在1929年股市暴跌后的二十年里，很多学者和投资分析家研究并推出了普通股投资的不同方法。格雷厄姆描述了三种方法：横截面法、预期法以及安全边际法。

横截面法相当于今天人们熟知的指数投资法。格雷厄姆认为，这种方法的实质是以广泛分散的多元化投资替代了有选择的投资。即一个投资者要买下道·琼斯工业指数所包括的三十只工业公司的等额股份，获利也和这些被选公司一致。但格雷厄姆指出，并不能肯定华尔街会取得比这一指数更好的结果。

预期法可分解为短期投资法和成长股投资法两种方法。短期投资法即是寻求最近期间（一般为六个月到一年）内前景最好的公司。

华尔街花费了很多精力预测公司的经营业绩，包括销售额、成本和收入等等公司预期能达到的指标。格雷厄姆认为，这种方法的缺点在于公司的销售和收入经常变化，并且近期业绩预期很容易贴现到股票价格上。但关键而又最基本的问题在于投资价值不在于一家公司这个月或下个月能挣多少，也不在于下个季度的销售额，而在于公司长期内能给投资者多少回报。基于短期数据的决策经常是肤浅和短视的，由于华尔街重点强调变化与交易量，短期投资法因而成了主要方法。

成长股，简而言之，就是销售额和收入增长率高于行业平均水平的股票。

格雷厄姆采用国民投资者公司的定义说明，处于成长期的公司即

是收入从一个周期过渡到另一个周期的公司。按格雷厄姆解释，采用成长股投资法的困难主要在于投资者判别成长型公司的能力以及确定现在的股票价格中已经包含了多少该公司增长潜力的贴现。每个公司都有一个所谓的利润生命周期。在早期发展阶段，公司的收入加速增长并开始实现利润；在快速扩张阶段，销售收入继续增长，经营利润和税后利润陡然猛增；当公司进入成熟增长阶段后，收入和利润都开始下降；在最后阶段，即衰退下降阶段，收入下滑，经营利润和税后利润也都明显持续下降。

格雷厄姆认为，采用成长股投资法的投资者面临两难问题。如果他们选择了一家处于快速扩张期的公司，他们可能会发现该公司的成长是短暂的。因为该公司经受考验的时间不长，公司的利润可能会很快耗尽。另一方面，处于成熟增长期的公司也许处在一个成熟增长的后半期，很快就会进入衰退下降阶段。识别公司处在其生命周期的何种阶段这一问题多年来一直困扰着金融分析者。

假定投资者已经准确地找到了一家处于增长阶段的公司，那么投资者应付多少钱去购买该公司的股票呢？显然，如果大家都知道这家公司处于成长繁荣期，那么它的股票价格就会上升到比较高的位置。但如何判断目前的股票价格是否太高呢？答案很难确定。即使能精确确定，投资也会马上面临一个新的风险——公司增长可能会比预期要慢。如果发生这种情况，投资者支付价格就太高了，随后该公司股票价格也可能会马上下跌。

格雷厄姆进一步指出，如果分析家对某公司的未来增长持乐观态度，并进一步考虑将该公司股票添加到投资组合中去。那么，有两种买入技巧：一种是在整个股票市场低迷时买入；另一种是在整个股票市场并不低迷，但该公司股票市价低于其内在价值时买入。格雷厄姆认为，这两种购买技巧都有一种体现于股票价格上的“安全边际”。

仅在市场低迷时买入证券会导致一些困难。首先，容易诱导投资者挖空心思去研究用于预测股票价格高低的模型或公式，这类投资者实际上成了预测市场走势这种极不确定事件的人质。其次，当市场对股票公平估价时，投资者便难以从购买普通股中获利。并且，在购买股票前等待市场进入低迷期以及购买后等待市场进入牛市的整个过程可能相当漫长而令人乏味，甚至到头来空喜一场，一无所获。

格雷厄姆建议投资者的精力最好用来判识单个证券是否被低估而



不要去理会整个市场的价格水平。格雷厄姆承认，为使这种策略有效，投资者需要掌握判识股票是否被低估的方法或技巧。在三十年代和四十年代，这种集中关注于购买被低估的证券而不管市场总体水平的想法是一种革新的思想。格雷厄姆著书立说的目的就是力图描述这种策略。

格雷厄姆把正确投资的概念缩减为“安全边际”，也可以称为收益的安全差额。

“安全边际”是试图用单一的方法来统一所有的证券（股票和债券）的投资方法。例如，如果一个分析家在考察一家公司的经营历史时发现，在过去五年里，公司平均每年能获得五倍于固定费用的收入。按格雷厄姆的理论，投资该公司债券的收益就有了一个安全的空间。格雷厄姆并不指望投资者去精确地确定公司未来的收入。他认为，只要收入和固定费用之间的差距足够大，投资者在公司收入意外下降时就可以得到保护。

建立一个有关债券投资收益的安全边际概念并不难，真正的考验在于格雷厄姆能否将其运用到普通股投资上。格雷厄姆认为，如果股票价格低于其内在价值，那么投资普通股就存在收益的安全边际。显然，实际应用这个概念时，需要掌握确定公司内在价值的技术。格雷厄姆关于内在价值的定义在《证券分析》一书中描述为“被事实所确定的价值”。这些事实包括公司的资产、收入、红利以及任何未来确定的预期收益。格雷厄姆承认在决定公司内在价值中最重要的因素是公司未来收益的能力。

简单地来说，一个公司的内在价值可用公司的利润乘以一个适当的资本化率因子来估计。这个因子或乘数受公司利润的稳定性、资产、红利政策和财务状况等因素制约。

格雷厄姆认为，内在价值方法受分析家对公司未来经济情况不精确的计算所限制。格雷厄姆担心，分析家的结果可能被大量的潜在因素所轻易否定。由于销售额、定价和费用均难以预测，因此内在价值方法的应用更加复杂。

但格雷厄姆并未因此而气馁，他建议安全边际的概念可以在三个领域得到成功应用。首先，对于像债券和优先股这种具有稳定收益的证券很有效。其次，可用来作比较分析。最后，如果公司股票市价与其内在价值的差距足够大，那么，安全边际的概念就可以用

来选择股票。

格雷厄姆告诫读者，必须意识到内在价值是一个难懂的概念，它区别于市场价格。起初，内在价值被认为等同于公司总资产减去负债，即净资产值。这种看法导致人们认为内在价值是可以确定的。然而，分析家们逐渐认识到公司的内在价值不仅是净资产价值，而且还包括这些资产所能产生的利润。格雷厄姆认为，没有必要确定公司内在价值的精确值，只需估算一个大致范围。为了确定安全边际，分析者只需简单地估计一个比市价明显高或明显低的大概值。

格雷厄姆指出，金融分析并非一门精确的科学。对某些数量因素，包括资产负债状况、损益状况和红利等可以进行仔细分析。但质量因素则难以分析，但这些不易分析的质量因素恰恰是分析公司内在价值的必要成份。人们通常提到的两种不易分析的质量因素为“管理能力”和“公司性质”。

格雷厄姆对把分析重点放在质量因素上深感不安。格雷厄姆认为，管理观念及公司性质不易测量，对难以测量的因素强行测量很可能导致较大的测量及内在价值估算误差和失真。

格雷厄姆并不否认质量因素的重要性。但他认为，当投资者过分强调这些难以捉摸的因素时，潜在的失望也就会相应增加。对质量因素的乐观情绪经常反映为一个较高的市盈率。格雷厄姆的经历使他相信，如果投资者的注意力从有形资产转向诸如管理能力和公司业务性质这类无形资产的话，他们将倾向于购买潜在风险较高的证券。

格雷厄姆强调，投资者必须搞清楚自己的理论根据。如果你买资产，那么其下跌的下限是这些资产的流动清算价值。格雷厄姆认为，在计划完成之前没有人能够保证乐观的增长。如果一家公司被认为富有吸引力、拥有出色的管理、预计未来有较高的收益。“于是他们（投资者）会争先恐后地购买这只股票，这样他们就会开出高价，市盈率也随之上升。当越来越多的投资者热爱这家公司时，该公司的股票价格就会逐渐背离其基本价值，从而创造了一个不断扩大的美丽气泡，直到它最终破裂为止。”

格雷厄姆认为，如果公司内在价值中最大的一部分取决于管理质量、业务性质以及乐观的增长计划的话，则投资该公司就没有安全边际。相反，如果公司内在价值的较大部分是由可测量的数量因素支撑的，则投资者的下跌空间就会有一个下限。固定资产、红利、当前及



历史利润均可测量，这些因素都能用数字表示，因而他们可成为内在价值实际估算时的推断基础。

格雷厄姆认为，记忆力好是他的一项负担。正是一生中两次损失重大的记忆导致他强调下跌保护而不是上升潜力的投资方法。

格雷厄姆常提及两个投资原则。第一条原则是不要失败，第二条原则是不要忘记第一条原则。

这种“不要失败”的哲学使格雷厄姆同时坚持安全边际的两种选股方法。第一种方法是以不超过公司净资产三分之二的价格购买股票，第二种方法是购买市盈率低的股票。

以不超过净资产三分之二的价格购买股票既符合格雷厄姆对现实的感觉，又满足了他对某种数学期望值的需要。如果股票价格低于每股净资产值，格雷厄姆认为投资该股票就存在收益的安全边际。格雷厄姆认为这是一种错不了的投资方法。他又着重强调这个结论是基于一组股票而不是基于单只股票。这种股票在熊市的底部非常普遍，在牛市期间则很稀少。

等到市场进入调整期才去投资的认识可能是不合理的。于是格雷厄姆着手设计第二种购买股票的方法。他集中于那些价格正在下跌、市盈率低的股票。格雷厄姆在其整个投资生涯中对这种方法做了几次修订。直到他去世前不久，还在和西德尼·科特一起修订《证券分析》的第五版。格雷厄姆分析了十年中市盈率低、股价只有前期最高价一半的股票的财务结果，发现其理论得到满意的印证。

格雷厄姆认为，以不超过净资产价值三分之二的价格购买股票或购买市盈率低的股票的投资方法可以经常应用。但格雷厄姆基于这些方法所选的股票都很不适合市场当时的口味。某些宏观和微观因素导致市场对这些股票的定价低于其价值。格雷厄姆强烈地感到这些股票的价格“低得不公平”，是极富吸引力的购买对象。

格雷厄姆的信念来源于某些假定。首先，他认为市场经常给股票错误定价，这些错误定价经常来源于人们恐惧或贪婪的情绪。在高度乐观时，贪婪促使股票价格高过其内在价值，从而形成一个过高估价的市场。在过度悲观时，恐惧又导致股票价格低于其内在价值，从而形成一个低估的市场。第二个假定基于“向平均值调整”的统计现象。尽管格雷厄姆没有使用这一个术语，但他曾引用过霍勒斯的话，“现在下跌的股票多数都会上升，现在上升的股票多数都会下降”。不

管如何表达，格雷厄姆都认为投资者可以在一个缺乏效率的市场中，利用市场力量的调整来获利。

## (2) 费雪的成长理论对中国投资人的启迪

巴菲特在读了费雪《普通股和不普通的利润》一书后，直接找到费雪。

巴菲特回忆说：“当我见到他（费雪）时，他本人和他的思想都给我留下了深刻的印象。费雪很像格雷厄姆，没有一点架子，优雅大度，是一个非凡的人物。”尽管格雷厄姆和费雪的投资方法相异，但巴菲特认为他们两人“在投资世界里是平行的”。

在格雷厄姆撰写《证券分析》一书时，菲利普·费雪刚刚开始涉足投资顾问领域。费雪从斯坦福大学工商管理学院毕业后，在旧金山市盎格鲁·伦敦-巴黎国民银行任分析家。不到两年，便坐上了银行统计部门的第一把交椅。费雪正是从这个位置目睹了1929年的股市暴跌。

费雪后来跳槽到当地的一家经纪行，工作了一段时间后，便决定开办自己的投资顾问公司。1931年3月1日，费雪的公司开始招揽顾客。

30年代初期，正值股市和经济萧条之际，在这个时候开设投资顾问公司似乎不太明智。然而，费雪惊奇地发现他具有两个有利条件。首先，在股市猛跌后还有钱的投资者，可能对他现在的经纪人不满意。其次，大萧条中，商人大都有足够的时间坐下来和费雪交谈。在斯坦福念书的时候，有一门商业课要求学生和教授定期去访问旧金山地区的公司。教授和公司经理们进行一系列有关他们公司的讨论。在开车回斯坦福的途中，费雪和他的教授就他们所访问的公司和经理们谈个没完。费雪回忆说：“每周的这个时间都进行这种训练。”

正是这些经历使他相信可以通过下列方式获得超额利润：①对获利能力在平均潜力以上的公司投资；②和最有能力的管理者合作。为了分离出这些特别的公司，费雪开发了一个通过公司特征和管理特征评价公司的“点系统”。

最吸引费雪的公司的特征是公司的销售额和利润增长能力一直高于行业平均水平。费雪认为符合这一特征的公司应该拥有“市场潜力大、并且至少在几年里可以使销售额大幅增长的产品或服务”。

费雪不太看重公司一两年内的销售额年度增长率，而是从多年的经营状况来判别公司的成功。他意识到商业周期的变化对销售额和利



润有实际的影响。费雪看好那些长期以来增长率一直高出平均水平的公司。按照费雪的说法，增长率预期能达到高于平均水平的公司有两种类型，一种是“走运和有能力”的公司，另一种为“因有能力而走运”的公司。

费雪举例说，美洲铝业公司是一家“走运和有能力”的公司的例子。说该公司能干是因为公司的开办人极有能力。美洲铝业公司的管理者预料到了他们产品的商业价值，于是积极扩大铝的生产能力、增加销售额。该公司也很“走运”。因为超出管理者直接控制之外的事情对公司及其市场产生了积极的影响。航空运输的快速发展极大地增加了铝的销售量。由于航空工业的发展，使该公司获得了远远超出管理者所预计的利润。

费雪认为，杜邦是一家“由于能干而走运”的公司。如果杜邦停留在生产最初的产品——炸药粉末，那么杜邦公司就只能算一个典型的矿业公司了。但由于杜邦公司的管理者吸取了生产火药的经验和教训，于是能不断开发和生产新产品，比如尼龙、玻璃纸和纽赛特等等。这些产品形成了新的市场，为杜邦公司带来了数十亿美元的销售收入。

费雪指出，公司努力做好研究和开发，可以使公司的销售增长高于平均水平。如果没有开展研究与开发，美洲铝业公司和杜邦公司显然不会获得长期成功。即使是非技术性的公司也需要认真做好研究开发，以便生产出更好的产品和提供更有效率的服务。

除了研究与开发外，费雪还考察公司的销售组织。费雪认为，即使一个公司有能力开发杰出的产品和服务，但如果没有“很好地推销”，研究和开发的努力也绝不会转化成收入。销售组织的责任就在于帮助顾客理解公司产品及服务的好处。同时，销售组织也应当摸清顾客的癖好，跟踪顾客需求的变化。销售组织是联系市场和研究开发部门的关键纽带。

费雪进一步指出，仅仅看市场潜力是不够的。即使一家公司销售增长高于平均水平，但如果利润没有相应增长，最终也不是适当的投资对象。因此，费雪也审查公司的利润率，以及它维持和提高利润的努力程度，其中最根本的是公司的成本分析和会计监督等。

费雪认为，投资于收入仅敷支出的公司决不可能获得上乘的投资回报。这些公司在扩张时期能产生足够多的利润，但在经济困难时期他们的利润就会迅速下降。鉴于这个原因，费雪寻求的公司不

仅其产品和服务的成本低，而且致力于维持其低成本。一个保本点低或相应利润率高的公司能很好地经受住不景气的经济环境的考验。最终，它能赶走弱小的竞争者，同时又加强自己的市场地位。一个公司除非分解它的经营成本，并理解制造过程中每个环节的成本，否则它是不能维持盈利能力的。为了做到这一点，公司必须实行严格的会计监督和成本分析。费雪指出，这些成本信息有助于公司把资源分配到最具潜力的产品或服务上去。而且，会计监督可以帮助公司找出营运中潜伏的隐患。这些隐患或低效就是影响公司整个盈利能力的早期预警信号。

费雪还从另外一个方面考察公司的盈利能力，即看该公司未来在不要求股权融资的情况下的增长能力。费雪认为，如果一家公司只能靠发股票来增长，那么股份的增长会抵消股东从公司增长中所获的收益。利润率高的公司最好能在内部产生资金，这些资金能用来维持增长，但又不会出现稀释股东权益这种由股权融资造成的情形。

费雪认为，优秀的公司不仅拥有高于平均水平的盈利特征，而且同样重要的是，公司的经理层都有高于平均水平的管理能力。这些经理一定会在公司当前的产品和服务大部分被利用后，继续开发新的产品和服务以刺激销售增长。费雪指出，许多公司现存的系列产品和服务都有充分的增长前景，因而可以维持公司多年的生存，但几乎没有一家公司的现行政策能确保二十年的持续增长。费雪认为，“管理人员必须有一个可行的政策。必须使短期利益服从长远利益”。他解释说，使短期利益居于服从地位并不是牺牲短期利益。优秀的管理人员有能力在管理公司日常事务的同时执行公司的长远计划。

费雪还考察公司的管理人员是否正直和诚实，经理人员是像股东的受托人那样尽职尽责工作，还是只关心自己的利益？费雪认为，考察管理人员意图的一个方法是看管理人员如何与他的股东交流。所有的公司，不管好坏，都会经历一个无法预料的困难时期。通常，公司景气时，管理者什么都说，但当公司不景气时，管理者是开诚布公地讲出困难呢，还是保持沉默？费雪指出，从管理人员如何对待公司困难可以看出很多东西。

费雪又指出，为使公司成功，管理人员还必须处理好和雇员之间的工作关系。雇员应当从内心里感觉到他们的公司是一个工作的好地方，蓝领雇员应能感到他们受到礼待，经理人员应感到提升是基于能

力而不是基于上司的喜爱。费雪同时也关心管理层是否具有一定的深度。总经理是否有一个有才能的工作小组？他是否能分出一部分权力交给公司的某些管理部门？

最后，费雪注意考察公司的独到之处，即公司之所以区别同业中其他公司的业务或管理特点。在这方面的考察研究中，费雪试图找到一条能使他理解一家公司之所以比它的竞争者出色的线索。费雪认为，仅仅阅读公司的财务报告是不足以判断投资好坏的。谨慎投资必要的一步是去从熟悉公司的人那里了解尽可能多的情况。费雪被公认为经常试图找出所有的有关公司经营信息的人。他把这种随机调查的结果叫做“闲话”。今天我们可能称之为“小道消息”。费雪宣称，如果处理得当，“闲话”能提供使投资者判识出色投资的线索。

费雪的“闲话”调查思想促使他去拜访顾客和零售商。他既寻访公司的正式雇员，也询问公司顾问。费雪还不断接触大学的研究人员、国家公务员以及商会的管理者。他还去访问公司的竞争者。尽管公司经理人员有时候不愿透露太多有关他们公司的信息。但费雪指出，他们决不隐瞒对竞争对手的看法。“很奇怪，”费雪说，“每一家公司优缺点的精确描述都能从与其相关的公司那里获悉。”

大多数投资者不愿花费费雪所要求的时间和精力去研究一个公司。形成和发展一个“闲话”网络以及安排访问都很耗时间，对每个公司都重复这个“闲话”过程肯定令人精疲力竭。费雪通过减少考察的公司数目来减轻工作负担，按照费雪的说法，他宁愿投资几个出色的公司，而不愿投资一大堆平庸的公司。他的股票投资组合包括的公司通常不超过10个，而且往往3到4个公司就代表了他股票投资组合的75%。

费雪深信，为了成功，投资者只需做好几件事，其中包括只在投资者能力范围之内进行投资。费雪曾总结他早期的错误在于“认为技巧能超越经历。我在我仔细研究过的行业及公司范围外投资，对这些行业及公司，我并没有相应的背景知识，这样就陷入一个完全陌生的境地”。

## 2. 巴菲特价值投资理念的哲学内核

巴菲特为什么说他的投资理念源泉85%来自于格雷厄姆，15%来自于费雪？

很多人表示怀疑，有的断言应该是相反，即15%格雷厄姆，85%费雪。



显然，没有人比巴菲特自己更理解自己，问题是大部分人仅仅看到的是战术层面的东西，但是巴菲特价值投资理念是一个包含战术、战略以及哲学层面的完整的系统。

在巴菲特价值投资理念系统中，战略考量甚于战术操作，而投资哲学更远远高于前两者。然而我们探讨巴菲特，更多的往往是战术层面。

巴菲特认为，发现一个好的企业往往并不是一件很难的事情，尤其是今天这样一个知识经济时代，各种复杂的、先进的价值分析模型纷纷替代了人脑的工作。通过一些分析工具、软件、模型分析发现好股票并非难事。

It's simple, but not easy. 巴菲特认为最难的是坚守。

发现好股票，只要做好调研和财务分析往往就会有收获，但是要坚守它，必须要彻底弄清它的“安全边际”，格雷厄姆对那些只关注成长性、只关注定性分析的行为，很早就表示了怀疑。一是可能很难准确判定他的价值和“安全边际”，二是导致高价追逐“好企业”的现象，从而让安全边际不再安全。

从格雷厄姆的观点，我们看到，他并不反对“高成长股”，只是他对安全边际可测定性更在乎。

就像有个中国式的管理的讨论一样，很多人像余世维、曾仕强的所谓“中国式管理”，过度渲染中国式的权谋、人治对大多数中国企业是有害的。

现代企业管理更多的是以科学管理为基础的，中国企业现在更多的是要补科学管理的课。

建立在数量化、标准化、流程化等基础之上的现代科学管理才是中国企业管理的基石。

关于投资当然也是一样的。

比较来看，格雷厄姆和费雪显然是不同的。

格雷厄姆属数量分析家，重点强调了那些可以测量的因素：固定资产、当前利润以及红利等。格雷厄姆的研究范围仅限于公司档案和年度报告，而且也不去拜访公司顾客、竞争者或经理人员。他的兴趣仅在于能够形成易被普通投资者所接受的安全投资获利方法。为了减小风险，格雷厄姆建议投资者对他们的资产组合彻底多元化。

费雪的投资方法可视为格雷厄姆的对立物。费雪属质量分析家，



重点强调他认为可以增加公司内在价值的因素：发展前景及管理能力。相对于格雷厄姆仅对购买便宜的股票感兴趣，费雪购买那些有能力增加其长期内在价值的股票。费雪工作时间冗长，包括作深入访问，以便发现能改善他选择过程的点滴信息。最后，和格雷厄姆不同的是，费雪偏向于投资组合集中化而不是多元化，即投资组合仅包括几种股票。

巴菲特相信这两种不同的教义“在投资世界里是并行的”。他的投资方法综合了费雪所坚持的公司业务及管理的质量方法和格雷厄姆所信奉的理解价格和价值的数量方法。

1976年，格雷厄姆去世后不久，巴菲特继承了格雷厄姆的价值投资法。实际上，巴菲特的名字成了价值投资的同义词。这样称他并不为过，因为他是格雷厄姆倾心栽培的学生中最有名的一个，并且巴菲特本人也时常寻找机会偿还他欠格雷厄姆的知识债。

那么，巴菲特又是如何使自己对格雷厄姆传授知识的感激和投资美国运通公司（1964年）、大都会/美国广播公司（1986年）、可口可乐公司（1988年）以及富国银行股票（1990年）的决策保持一致呢？因为在购买这些股票时，巴菲特并没有采取格雷厄姆的投资评估方法。

在早期的投资活动中，巴菲特对格雷厄姆的投资策略和分析方法虔诚之至。通过寻找以低于净资产的价格出售的公司，巴菲特买入了一家无烟煤公司、一家街区铁路公司以及一个风车制造公司的股票。但巴菲特很快意识到，按照格雷厄姆严格的数量界限去购买的这些股票根本无利可图。

在格雷厄姆-纽曼公司工作期间，巴菲特所做的研究促使他更深入地挖掘公司的财务报告，以便理解是什么原因导致了公司股价的下跌。巴菲特发现，他廉价买入的几只满足格雷厄姆检验准则的股票之所以廉价，是因为这些公司的基本业务正在遭受损失。

早在1965年，巴菲特就意识到格雷厄姆购买廉价股票的策略并不奏效。按照巴菲特的说法，用格雷厄姆的价值方法所购买的股票价格如此之低，以致于这些公司的经营只要“打个嗝”，投资者就会卖掉它。

巴菲特认为，为使格雷厄姆的策略长期有效，必须有人扮演清算人的角色。

按照巴菲特的解释，假如你用100万美元买下了市场价值为1000

万美元的公司，如果以当时的市场价格出售，那么你将获取厚利。但是，如果公司的经营经济状况很差，并且你在十年后才出售，那么你的收益就可能在平均水平以下。巴菲特认识到，“时间是好公司的朋友，是平庸公司的敌人”。除非你能帮助清算这个效益很差的公司并从公司的市场价值和购买价格的差价中获利，否则你的收益将和这家业绩很差的公司一样悲惨。

巴菲特吸取了早期投资失败的教训，开始偏离格雷厄姆的严格教诲。“我进化了，”他承认，但是“我并不是简单地从猿过渡到人，或从人退化到猿”。对比公司的数量特征，他开始欣赏公司的质量特征了。但他仍然在寻找廉价货色。巴菲特坦言：“我的教训来自于我在邓普斯特面粉加工厂、三流杂货店以及新英格兰纺织品制造商那里所受的折磨。”

巴菲特引用了凯恩斯的话来解释他的困境：“困难不在于产生新观念而在于背离老观念。”

巴菲特承认，格雷厄姆教给他的投资哲学及方法对他太有价值了，反而推迟了他的进化。甚至在今天，巴菲特继续信奉格雷厄姆的基本观点——安全边际。

“即使在读到这个理论的四十二年后，我仍然认为安全边际这四个字是正确的。”

巴菲特从格雷厄姆那儿学到的最有价值的思想是：当公司股票的市场价值明显低于其内在价值时，购买这类股票就是成功的投资。

1984年，巴菲特在哥伦比亚大学纪念《证券分析》一书出版十五周年的集会上发表演讲时指出，有相当一部分成功的投资者承认他们共同的投资知识来源于格雷厄姆。格雷厄姆提出了安全边际的概念和理论，而格雷厄姆的每一个信奉者在具体应用他的理论时，都发展了一套不同的方法来确定公司的内在价值。但共同的主旨都是寻找公司股票的内价值与市场价格之间的差异。对巴菲特最近的投资感到迷惑的人没有把理论和方法区分开。巴菲特确实信奉格雷厄姆的安全边际理论，但他已经摒弃了格雷厄姆的投资分析方法。按照巴菲特的说法，直接应用格雷厄姆的方法易于赚钱的黄金时期是1973—1974年。

早在1969年，巴菲特就开始研究费雪的文章。但使巴菲特转向费雪思维方式的关键人还是查理·门格。查理从某种意义上说是费雪的质量理论的化身，查理特别欣赏经营良好、价格合理的公司。希斯



糖果公司和《布法罗新闻报》都是价格合理而又经营良好的实际例子。查理向巴菲特传授了选购好公司的智慧。

本·格雷厄姆——来自东海岸的学者，代表了低风险的数量分析投资方法。而费雪——创业于西海岸的企业家，则代表了较高风险的质量分析投资方法。有趣的是，巴菲特住所正好处于两个海岸的中间——内布拉斯加，他综合了格雷厄姆的数量分析方法和费雪的质量分析方法。

从费雪那里，巴菲特认识到公司的业务类型、管理能力对公司价值起很大作用。因此，公司管理人员的特性也需要好好研究。费雪建议，为了全面了解一家公司，投资者必须调查公司的方方面面以及它的竞争对手。从费雪那里，巴菲特深知“闲话”的价值。经过多年努力，巴菲特创立了一个广泛的接触网络。借助这个网络，巴菲特能够对各种不同类型的公司进行评价。

最后，费雪教导巴菲特不要过分强调多元化。费雪认为，投资者被多元化误导了，他们相信把钱放在几个篮子里能降低风险。但购买太多股票的坏处是不可能去观察所有篮子中的所有鸡蛋。投资者得冒花太少精力在他们熟悉的公司上而花太多精力在他们陌生的公司上的风险。按费雪的说法，买入大量对其业务不甚了解的公司的股票所承受的风险要比投资了解深刻的有限多元化更大。

格雷厄姆不考虑公司的业务特征，也不考虑公司的管理能力。他的调查研究仅限于公司档案和年度报告。如果仅由于股票市价低于公司资产账面值而出现数学意义上赚钱的可能性时，格雷厄姆就会买下该公司的股票，不管它的经营管理状况。为了提高投资成功率，格雷厄姆选择大量购买、广泛分散的投资策略，这个做法和费雪正好对立。如果格雷厄姆的教导仅限于这些方面的话，巴菲特是不可能重视他的投资哲学的。对巴菲特来说，格雷厄姆的安全边际理论是如此重要，以致于格雷厄姆方法的所有缺点都可忽略不计。

除了成为巴菲特思维框架的安全边际理论外，格雷厄姆还帮助巴菲特认识到了跟踪股市波动的愚蠢性。格雷厄姆曾教导巴菲特说，股票既有投资特征也有投机特征。安全边际有助于解释股票的投资特征。股票的投机特征是人们恐惧和贪婪的结果。这些存在于大多数投资者中的情绪往往导致股价过分偏离股票的内在价值。如果能绝缘于股市的情绪旋风之外，就有机会利用那些基于感情而不基于逻辑分析

的投资者的非理性行为。

巴菲特从格雷厄姆那里学会了如何独立思考。如果你基于正确的判断得出了一个合乎逻辑的结论，那么，不要仅仅因为别人不同意而轻易放弃。

“别人不同意你，并不能说明你对或错，”格雷厄姆写道，“你之所以正确，是因为你的数据和推理正确。”

巴菲特同时倾心于格雷厄姆和费雪是容易理解的，格雷厄姆给了巴菲特有关投资的思考基准——安全边际，并且帮助巴菲特学会了控制情绪以便从市场波动中获利。费雪则教给了巴菲特实际可行的选股方法，使巴菲特能够判别出好的长期投资。当人们认识到巴菲特的投资行为是格雷厄姆和费雪投资哲学的合成时，围绕巴菲特投资行为的困惑也就容易解释了。

“仅有好的智力是不够的，”德斯卡特斯写道，“关键在于很好地应用智力。”

正是智力应用这个环节把巴菲特和其他投资管理人区分开来了。巴菲特同辈中的许多人都很有才华，严谨认真，富有献身精神，巴菲特之所以能超越他们完全是因为他令人仰视的战略执行能力。

实际上，区别不仅仅体现在战略和战术层面的不同，更多的是投资哲学境界的不同。

红杉基金会的比尔·瑞恩称巴菲特为“美国最精明的家伙”。前任美国通用电气公司执行总裁杰克·韦尔奇曾把巴菲特叫做“世界上最精明的人”。

总裁飞机公司首席执行官瑞奇·萨恩徒利说：“世界上没有一个人能比沃伦·巴菲特更精明。”

巴菲特的头脑里总是在不停地做着计算。在教堂里，他计算着赞美诗作曲者的寿命，核查他们的宗教职业是否带给他们更长的寿命。他的结论是：不。也许这就是巴菲特决定成为一个不可知论者的原因。巴菲特曾说过，“我是一个不可知论者。就是那个人说我是一个无神论者，感谢上帝”。

一般人很难理解，一个休谟主义者、相信不可知论的人，终生所做的恰恰是在最不确定的市场中寻找确定性。

“我们始终在寻找那些业务清晰易懂、业绩持续优异、由能力非凡为股东着想的管理层来经营的大公司。这种目标公司并不能充分



保证我们投资盈利：我们不仅要在合理的价格上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。但是这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的唯一机会。”巴菲特如是说。

表面上看起来矛盾，实际上并不矛盾。

巴菲特正是坚信证券市场股价波动不可预测，不可知，所以才彻底放弃那些毫无助益的技术分析手段，转而把有限的时间用于挖掘相对可以确定的东西——企业内在价值。

我认为巴菲特不仅仅是一个不可知论者，他还是个真正的“辩证唯物主义价值投资者”。

我们尝试对百年来最杰出的投资人士，进行粗略的哲学分类，巴菲特应该是一个辩证唯物主义者。

他的老师之一格雷厄姆是一个典型的牛顿决定论、机械唯物主义价值投资者。

证明机械唯物论的前提是世界是物质的，物质是运动的，运动是有规律的。因此，了解物质前一刻的运动状态，就可以推出下一刻的运动状态，把整个宇宙的每一个粒子的运动状态确定以后，就可以推出下一刻的运动状态，其中一个著名的假设就是拉普拉斯假定：如果有一个智能生物能确定从最大天体到最轻原子的运动的现时状态，就能按照力学规律推算出整个宇宙的去状态和未来状态。后人把他所假定的智能生物称为“拉普拉斯妖”。按照这种假定，宇宙中全部未来的事件都严格地取决于全部过去的事件，事件出现的不确定性或偶然性消失了。

从前面所述，我们可以看到，格雷厄姆的全部工作就是从静态的、已经存在的财务数据中，寻找量化了的确定的价值，坚决反对任何偶然的或不确定的东西，坚信只有远远低于净资产的股票才有投资价值。

但是，我们应当清醒地认识到价值并不是一成不变的，它随着公司的经营状况而不断地变动着。投资者不仅应当力争通过对企业的财务分析，对公司的过去、现在的价值要有清醒的、准确的认识，更应该对企业将来的经营状况和业务发展都做到心中有数。因此我们需要不断地加强对企业和行业的信息收集，做好和企业管理层的反复沟通，以求无限地接近事实真相。

早期的巴菲特，是一个彻头彻尾的格雷厄姆信徒，他的全部工作也像他的老师一样，就是努力从静态的财务数据中挖掘股价远低于净资产的“很划算的”股票，他们叫这种行为是“捡烟屁股”。

慢慢的，聪明的巴菲特发现很难找到这种股票了，即便找到了这种股票，企业经营管理状况也是十分糟糕而并没有真正的长期持有价值。巴菲特认为，除非你是清算师，否则你很难获利。

巴菲特是个务实的价值投资者，迷惑中他接受了费雪的“寻找成长股”的理论。在格雷厄姆的量化的、静态财务分析基础上，成功嫁接了以定性分析、基于未来成长为主的费雪企业成长理论，因此，巴菲特顺利实现了他价值投资理念的哲学上的“跃迁”。

所以，今天的巴菲特价值投资理念是一个积极的、主动的、基于未来成长的、具有相对投资价值意义的辩证唯物主义价值投资理念。

从某种角度来看，华尔街“股圣”彼得林奇、“狙击手”索罗斯、趋势大师罗杰斯，他们在股票操作中，虽然主要以投机为主，但无疑也会考虑价值因素。所以，他们应该粗略归于唯心主义价值投资者或者辩证唯心主义价值投资者。他们和巴菲特应该有本质的区别，和机械唯物主义价值投资者格雷厄姆也相差甚远。

以下是很多中国股市参与者奉为格言来恪守的“投资语录”，你仔细分析一下，看看它们离辩证唯物主义价值投资理念有多远呢？

1. 大跌之后不看跌，暴跌之后不杀跌。
2. 温柔的阴跌是陷阱，残酷的暴跌是机会。
3. 弱势中也有强股，跌市中也有能涨的股票。因此，无论大势涨跌，有波浪就有机会，抓住牛股就能战胜熊市。
4. 别等最高价才卖出，别等最低价才买进。
5. 顺势而为。如果它是涨势，回落时就应买入；如果它是跌势，那么在它反弹时就应卖出。
6. 股市下跌就像科罗拉多一月的暴风雪一样平常，如果你有准备，它并不能伤害你。下跌正是好机会，去捡那些慌忙逃离风暴的投资者丢下的廉价货。
7. 股价的上升一定要成交量的推动，而下跌并不需要量的配合。
8. 跌市中的反弹司空见惯，切莫把反弹当止跌。
9. 惯性思维常常使投资者涨时看涨，跌时看跌，在操作上涨的时候不愿卖，跌的时候不愿买，是大多数散户投资者的共同特征。



10. 新股民怕跌，老股民怕涨。

11. 涨时重势，跌时重质。

12. 最大的利好是跌过头，最大的利空是涨过头。

13. 看大方向赚大钱，天天关注涨跌的人，往往迷失在一时的反弹或调整行情中。

14. 机会是跌出来的，危险是涨出来的。

15. 不要在下跌中把精力放在对底部的一次次猜测上，应该把精力放在对风险的控制上。你不断地猜，当然最终会有一次猜对，但是有限的资金却经不起无数次的“抄底”。

16. 每当市场中充满了“后市下跌空间不大”之类的话时，往往预示股市还将要下跌；每当市场中充满了“熊市不言底”之类的话时，往往是多数人不敢测底、言底和抄底的时候，而这恰恰说明真正的底部已经为时不远了。

依笔者看来，市场上流传的大多数关于股市的格言警句都是属于唯心主义范畴的。

不仅如此，很多受人尊敬的中国证券市场权威人士也难逃唯心主义的陷阱，比如巴曙松就曾这样告诉听众，“什么是底部呢？就是要盘整到基金持有人厌倦了，赔钱也赎回。持有人一赎回，基金经理就得卖股票，这个时候是底部”。

“散户第一人”杨先生也说过，“抄底早一步不如晚一步，逃顶晚一步不如早一步”。

还有“华尔街神童”胡立阳的“迷你熊”判断，“放洗澡水理论”。

在中国市场上，以上等等诸多唯心主义的投资观俯拾皆是。

要知道，我们绝大多数的市场参与者深受上述观点影响。

3. 巴菲特辩证唯物主义价值投资理念对中国投资人的启迪

首先，巴菲特价值投资理念具有适合所有证券市场的普遍性。

很多人怀疑巴菲特理念是否适合中国证券市场，上海“民间股神”殷保华就很有代表性，他在2008年6月接受记者采访时，坚称巴菲特的操作思路在中国是不能用的。“因为中国股市起步晚，只有短短十几年的历程，长期以来投机成份居多，这在其他国家股市的发展历程中也经历过。如果我们的股市成熟了，股市规模壮大了，不容易再受到小的事件的冲击，那我们的开盘就可能进入45度的上升通道，美国的股市在发展成熟后便是如此。”他们往往把巴菲特理念不

适合中国归咎于“中国的股市还不够成熟”。

他们忘记了格雷厄姆价值投资理论恰恰产生于美国证券市场并不成熟的上世纪 30 年代。彼时的美国证券市场投机气氛比我们现时的中国证券市场更甚。正是和中国一样高度的投机导致了股市的大崩盘，而刚刚经历了股市大崩盘才让格雷厄姆痛定思痛，写就了《证券分析》一书。

所以，刚刚相反，中国市场现在更需要价值投资理念。

价值投资的普适性的东西适合所有证券市场，当然也一定适合中国。安全边际、能力圆圈、集中持股、长期持股等等这些普适性的价值投资概念，值得我们每一位投资人士学习并运用。

其次，巴菲特价值投资理念在中国市场又具有它一定的特殊性。

一是要从中国整个市场环境来看，中国是一个典型的转型经济，处于从无序到有序的过程中。

中国和美国的整个市场的管理水平、法律监管、投机气氛等等很不同，中国的投资者要忍受更多的由于信息不透明、虚假信息、暗箱操作甚至违法“坐庄”等带来的困扰。因此我们不能简单移植巴菲特理念。

二是从整体市场与具体投资对象的关系来看，很多中国投资人士有一个错误认识，以为中国经济连年高速增长，具体到每一个上市公司的股票也一定要“大涨特涨”才行。实际上，宏观经济好，不一定意味着微观经济下具体的每一个企业都蒙受其益。

宏观好，微观差，是中国经济的典型特征。所以，即使在中国经济整体高速发展的背景下，一大批上市公司的投资价值还是大打折扣的，是很令人生疑的。中国的价值投资者更应该对具体投资对象保持高度警惕，要像巴菲特一样拥有一面“照妖镜”。

巴菲特告诫我们，“世界上哪有那么多优秀企业？”相比较成熟的美国市场来说，中国的优秀企业就更少了。

三是从证券市场的具体参与主体来看，绝大多数参与者，包括基金经理的专业素养是远远不够的。比如，美国市场的研究人员和基金经理大多数是经验丰富的从业人员，年龄大多分布在 35-50 岁之间，而我们大多在 30 岁以下，35 岁以上的人甚至在证券市场找不到工作。所以中国的研究员和基金经理往往缺乏独立观点、人云亦云，“抱团取暖”是中国基金界独特的现象。

当然，巴菲特说了，“价值投资者是靠别人的愚蠢赚钱的，知道价值投资的越少越好”。所以，中国的价值投资者们，你们大可以放心，你们在中国更有用武之地。

伟大的“管理学大师的大师”德鲁克告诫世人：“每个人都要携带自己的开山刀。”我想，中国的价值投资者们尤其是基金经理们的开山刀就是不间断地强化对于价值投资的专业精神。

古老而历久弥新的希波拉底誓言（The Hippocratic Oath）虽简短而洗练，但向世人公示了四条戒律或者说专业精神：

对知识传授者心存感激；

为服务对象谋利益，做自己有能力做的事；

绝不利用职业便利做缺德乃至违法的事情；

严格保守秘密，即尊重个人隐私、谨护商业秘密。

中国上市公司中的优秀者已然认识到了回归专业精神的价值，2008年10月28日，万科A季报称，面对如此众多的不确定性，企业的经营策略只能回到更基本的商业逻辑。具体来说，就是一方面坚持“现金为王”的策略；另一方面，在行业的调整期内，公司不应过于追求短期内的规模增长，而更应致力于提升公司的专业能力，发现自身的不足，并进一步巩固和强化自身的优势，以立足长远，提高公司为客户和股东创造价值的价值。

回归专业精神，上市公司已经行动，那作为投资者的我们呢？

四是从巴菲特具体的选股标准来看，我们都知道，巴菲特理念源泉85%来自于格雷厄姆，15%来自于费雪。意味着静态的财务分析基础上的“安全边际”的比重远大于动态的企业成长的价值。在巴菲特的价值投资天平上，财务分析的意义要大于上市公司调研，虽然后者确实也很重要。所以，巴菲特的大部分时间是在阅读上市公司财务报表，就不奇怪了。

但是，中国企业和美国企业的“路径依赖”大不同，美国企业的自然历史发展过程是“个人业主制—合伙制—股份制”的“路径”；而中国大多数上市公司是国企改革后“空降”到证券市场的，“一股独大”是典型的“中国特色”。

江泽民曾经说过“国企改革关键的是要有人对企业资产负责”。事实是，由于国有产权所有者实际上的“虚位”，中小散户的“搭便车”，造成很多上市公司经营管理层的无人监督的“真空区”，“内部



人控制”大行其道。中国上市公司中的最不确定的东西恰恰是管理团队的诚信记录。

因此，在中国市场从事价值投资，权重更大的恐怕是紧紧盯住上市公司的管理团队的诚实、守信、责任感等等。

在此，你就不难理解，为什么巴菲特没有如我们的某些“著名财经专家”所愿买入中信银行等巴菲特在美国市场一向钟情的、炙手可热的金融概念股，而买进他在美国市场很少关注的汽车概念股了。

显然，“一生唯谨慎”的巴菲特在考虑买进中国股票时，更多考虑的是管理团队的诚信问题。这恰恰是中国企业特别是国有背景的企业“软肋”。对于中石油，巴菲特看中的仅仅是他的“资产便宜”而已。

80多岁得子的杨振宁老先生曾有一个经典论断，“物理学的最高境界是哲学，而哲学的最高境界是宗教”。

只有从哲学的高度来品味巴菲特，你才会真正把握巴菲特价值投资理念的“内核”。

#### 四、修炼巴菲特——成为价值投资者的“不二法门”

佛家说：西方极乐世界里“无我相，无他相，无众生相”。

德鲁克说：“管理的本质就是自我管理。”

投资世界里，人人都想成为像首富巴菲特那样的人，但你想过没有，世上真有个你心目中那个完美的“巴菲特”吗？这似乎是个很古怪的问题。

巴菲特曾经告诉追随他的人们说：我的失败的案例数都数不过来。

连他的老师格雷厄姆也一样，格雷厄姆在始于1929年的经济危机中损失了80%以上的财富。

彼得·林奇自言自语：“你不会总是正确的。”

以上大师们的言行正是提醒你的“醒酒方”。

当然，假如你因此而对价值投资心生疑虑而转入他途的话，那你恰恰是刚与财富擦肩而过了。任何一个人的成功都是在不断的失败中走出来的。

价值投资者都有少则数年，多则数十年的痛苦感悟路径。所以才有香港著名的价值投资者应玉明先生著书《十年感悟价值路》，以剖心迹。



笔者以为，修炼“巴菲特投资理念”并非学习那般简单，修炼最重要的是来自于学习外。

### 1. 明白财富的真正意义，忘掉金钱。

儿时，家庭的困顿让幼小的巴菲特充满了对财富的渴望，以至于自五岁开始就与经商这个在国人看来似乎是大人们的专利的事情有了第一次亲密接触。他曾经卖过可口可乐、柠檬汁，发送过报纸，等等。

他甚至在七岁发高烧时都梦见财富，梦醒后悄悄地告诉照看他的漂亮护士姐姐说他梦见自己长大后成为了千亿富翁。或许童真时代的梦真有预见性？如成真，他便是地球上第一个财富破千亿美金的人。

我想，童年的巴菲特，在他眼里，金钱就意味着不用过贫穷的生活了，金钱意味着妈妈不用频繁地往典当行跑，为了一家老少的一日三餐而典掉陪嫁的首饰。

少年的巴菲特，便对财富表现出了与其年龄迥异的成熟，当别人问他为什么如此热爱赚钱时，年仅十二岁的他回答：“我并不是完全喜欢金钱本身，我只是很喜欢看到金钱成长的过程。”

金钱在他眼里演变成了揭示金钱增值奥秘的有趣游戏。

青年时候的巴菲特，金钱和财富已蜕化为心爱事业的一部分，事业又是他生命的一部分。成立投资基金，而后又收购伯克希尔公司，一系列的财富创造故事使他有了一种类似魔术师一般的成就感。此时，金钱意味着成功。

随着巴菲特从金钱的必然世界走向自由世界，今天的巴菲特以实际行动证明了一种关于金钱财富最深刻、最伟大的本义，那就是社会公义和公民责任——

小布什政府上台后，为了报答共和党内的富人支持者而提出了一项取消遗产税的政策。无疑，这对巴菲特非常有益。但是，巴菲特连同好友比尔·盖茨，这两个最富有、也受益最大的人集体反对，最终导致此法案的流产。他们的理由很简单，这对未来美国不利，年轻一代和中产阶级这是美国社会的希望，这个法案对他们显然不公平。

好朋友韦尔奇从GE公司卸任时，按董事会决议套现了一大笔期权。巴菲特愤然不顾友情，在媒体上猛烈批评这种掏空公司的做法，并严加斥之为类似于“强盗”行为。

不仅如此，他还在此次金融危机爆发前5年就断定美国企业中的

此种不当行为和华尔街复杂的金融衍生品等做法终将葬送美国经济美好光景，今天看来果然如此。

他管理着美国第五大市值的伯克希尔·哈撒韦，但他的工资仅相当于一个普通美国白领。

就在一年前，巴菲特遵循已故妻子苏珊的遗愿，把全部身家的90%以上的财产捐给了并不以他自己的姓名命名的“盖茨·琳达基金”，以用于拯救全世界被贫困、病痛折磨着的人类。

无论从捐款金额本身，还是从行为方式方面看，都前无古人。

如果不是对财富的豁达进入了一种非常的境界，他能做得到吗？忘掉财富，不做财富的奴仆。我想，这是对待财富私欲的最好办法。

## 2. 认识自我，忘掉巴菲特。

如前所述，巴菲特并非神圣，在市场系统性的大崩溃中他也不能避祸，有时候甚至比别人亏得更多。《名利场》10月号就把巴菲特列为此次大输家的第二名，从危机爆发到杂志发行时他已输掉了整整163亿美元。

修炼“巴菲特”，你应该忘掉巴菲特财富故事中的这一切外在的东西。从“实”化巴菲特到“虚”化巴菲特，再到“实”化巴菲特。

首先，你要读懂他精彩的真实财富故事里的成功与失败。以人为镜，可以明得失。

其次，你要懂得巴菲特真实财富故事中提炼出的一套跨越时空界限的普通性的“理念内核”：关注企业价值，忘掉“市场先生”。

再到“实”化巴菲特时，你已经立足于中国证券市场这块本土实实在在地上了。

忘掉了巴菲特，是因为巴菲特投资理念已经成为你思考问题的习惯了，巴菲特理念已成为你思想、生活中不可分割的一部分了。

巴菲特曾经在一个记者会上坦率地向记者传授了这个“修炼大法”——巴菲特诙谐地告诉记者，你也可以成为“巴菲特”。为了成为财富的主人，你应该确认人生的标杆，然后把它（指标杆）的成功要素列一清单，悬挂于床头，每天督促自己改进一点，不断在知识、行为、人格上向自己的标杆趋近一点。时光飞逝，锲而不舍，你也终将养成和“标杆”一样的思考习惯、行为习惯，于是你便不知不觉地成功了。

忘掉巴菲特，目的是为了为了更好地研究中国本土市场。因为每个人



的能力圆圈有限，巴菲特也不例外。他自言对中国的一切并不是很了解，他甚至戏称，假如他到中国找不到一家麦当劳的话，那一定是大麻烦。

巴菲特投资的主战场美国成熟市场和中国的转型经济下的发展中市场有着本质的区别。市场的主体中国企业的经营状况，交易机制的缺陷，市场参与者“旅鼠”般的感性都是巴菲特从没见过过的。

试图从巴菲特那里找到现成的答案，那是很幼稚的想法。所以自设立“拍卖巴菲特午餐”以来，有一条不成文的规定，巴菲特从不与和他共餐的人谈论某个具体的投资策略的事，这是实事求是的态度。如果赵丹阳花 200 余万美元见巴菲特只是想讨一个“秘方”或某个赚快钱的具体建议的话，他一定会失望而归的，那也是很愚蠢的。如是，则千万别“学”巴菲特。

### 3. 关注社会，忘掉自我。

索罗斯说：“赚钱最重要的是人品。”

中国投资人在学习巴菲特投资理念时，往往功利性很强，一定要求自己财富增加到多少多少，然后想象自己取得财富后应该怎么光宗耀祖，在社会上如何有面子，满脑子的个人成功的幻象。

巴菲特的成功之因中，不为人知的是，他能超越别人不能超越的地方，有时甚至达到忘我的境界——他不修边幅，衣食住行和普通人一样，他甚至并不觉得他是个大富翁，也不觉得他自己有多伟大，他自得其乐地开着一辆 1991 年产的林肯轿车，住在 1958 年以 31500 美元买的老房子里，对别人的崇拜和褒扬他视而不见，他总是自谦地说他只是个极为普通的人。忘记自己，永远以一个普通人自居，以普通人的思维观察市场，感受市场，同时又不受普通人的情绪所左右。

“在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧”，正是他忘我的写照。

更难能可贵的是，巴菲特在忘我的过程中，又时时不忘自己是一个社会人，作为社会公众人物，他又自觉担有更多的社会责任。

海啸来袭，众人皆惊，避之则安；国际金融大厦将倾，他以一人之力，短短的几个月时间投入数以百亿计的美元参与政府拯救行为。粗略计算，包括他控股的下属公司，总共投入的资金达 500 亿美元之巨，历史上也只有始于 1929 年的大萧条时期的摩根可与之媲美。

10 月 17 日他在《纽约时报》发文给投资者注入信心，并提醒投资大众，“如果你一定要等到知更鸟鸣叫才行动的话，那春天已经结

束了”。

他经常在接待记者时坦诚地告诉记者：“社会对我太好了，我本人没有财富，我的财富来自社会，也将回归社会，因为它们本来就属于社会。”

对照巴菲特，笔者我倍感惭愧，我还停留在他少年时的水平。为此，我经常告诫自己，“我是在替上苍理财，我不能监守自盗”。

巴菲特在证券投资领域到达什么境界了呢？第四种境界是忘掉自己。我想，在巴菲特财富王国的“极乐世界”里也一样是“无我相，无他相，无众生相”吧。如是，巴菲特是仅仅靠“学”就学得来的吗？

无疑，在证券市场里滚爬摸打肯定是一件身心疲累的事，我们常人很难达到巴菲特的境界，喜怒哀乐有时候随着行情而不期而来，在没有达到巴菲特境界之前，我们普通人只能学会自我调适。

附上一美文，就像你疲惫时的“心灵鸡汤”。

其实，无论投资成败，你应该永远喜悦：假如地球是一个“百人村”，你一定是那个唯一的最幸运的人——

#### IF THE WORLD WERE A VILLAGE OF 100 PEOPLE (摘选)

今晨醒来的时候

你是否对新的一天怀有憧憬？

今晚要入睡的时候

你是否对这一天感到十分满足？

你是否珍惜你现在的全部拥有？

在这个住着

各种各样的人的村庄里

懂得

理解和接受

与自己不同的人

是一件非常重要的事

还有

请这样想想看  
住在村中的 100 个人中  
有 20 人营养不良  
有 1 人濒临死亡  
但是  
有 15 人过于肥胖

75 人  
食有所储  
身有所栖  
但是  
剩下的 25 人  
没有这样的保障  
有 17 人  
没有安全的饮用水  
银行有存款  
钱包里有现金  
家中某个角落里有滚落的零钱的人  
是最富有的 8 个人当中的一人  
有自己汽车的人  
是 7 人当中的一人

村庄中  
有 1 个人接受大学教育  
2 个人有电脑  
但是  
有 14 人是文盲

如果  
你没有被制裁、逮捕、拷问的威胁  
能够遵从自己的  
信仰、信条和良心  
有言行自由的话



与其他没有这种自由的  
48人相比  
你是幸运者

如果你没有受到  
来自空爆、袭击、地雷的惨杀以及  
武装集团的强奸和绑架的威胁  
与在这种威胁中生存的  
其他20人相比  
你是幸运者

如果你能读到这个邮件  
在这个瞬间  
你的幸福  
就已是从前的2倍、3倍  
因为  
你不仅拥有一个  
想着你的人给你发这个邮件  
而且你能阅读它  
并且  
更重要的是  
因为你活着

有人曾说  
付出自有回报  
所以  
请你  
发自内心地纵情歌唱  
自由欢欣地手舞足蹈  
认真地活  
即使曾经受到伤害  
也请你  
如同什么都不曾发生那样

去爱

首先

你要去爱

爱你自己

以及

人们得以生存在这个村庄的

这个事实



## 第二章 价值投资一般指标体系设计

### 一、价值判断指标

任何资产（股票、债券、业务或者其他）的价值都是由此资产在剩余的存续期内能够被合理预期的现金流入及流出按照一定的贴现率折现而得到的。债券价值是最容易度量的。标准债券规定了利息率和特定的到期日，而这些指标组合起来就决定了该债券未来可预期的现金流和适当的折现率。

普通股票没有像债券这样的固定股息，其存在期也是永续的。所以投资分析者必须对这股息和存续期都进行评估。另一个至关重要的差异是：定性的变量，如管理层诚信度和能力，对普通股票的价值有直接影响，但对债券价值的影响则很有限。

在进行投资选择时，价值投资者会选取那些评估分析显示最物有所值的投资对象。这个评估分析考虑了所有相关的商业因素，包括财务能力，相对业务成长性以及收益稳健性等等。在进行了这样的评估分析之后，就不需要再对这些因素进行额外考虑了。

在搜寻有前途的投资对象时，我们必须对那些最有可能在评估中胜出的公司进行考评。也就是那些最有能力配置资本的公司，他们能够创造出远高于资本成本的资本回报率。应该避免投资于那些需要投入较高的资本成本却产生很低的资本回报率的公司，而前者的数量远远小于后者。

将价值评估公式应用于这些选中的公司颇为困难而且有很大的失误风险。为了最小化判断失误的风险，价值投资提倡其核心的原则：安全利润率原则。这个原则规定投资者对投资对象的支付价格决不大约等于（或大于）他所估计的价值。因为如果投资失误的话，他将承受很大的损失。而如果投资者的支付价格仅仅相当于其投资对象估计价值的一小部分，就算他判断失误了，他也有可能避免未来的损失并且至少一定能减少损失。

尽管所有的投资者都认同一项资产的内在价值等于它能为其所有



者所创造的现金流的现值，但在关于应该用哪些因素来估计现金流和相关的折现率的问题上却分歧颇大。关于现金流的争论主要集中在哪些数据能够最可靠地反映这些现金流的值。现金流是对未来的描述，而只有在回顾过去的基础上才能有效预测未来。

哪些历史数据指标是对未来业绩的最好预测呢？备选指标包括现金流本身的历史数据、近期的收益记录和现有的资产和负债水平。即使是那些知名价值投资者，对于哪个指标最适合用来进行评估也各有侧重。但他们的共识是：按照重要程度排列，分析的重点应该依次是资产负债表、损益表和现金流量表。这三种会计报表经由适当的方法编制并配合了叙述性的解释，能够提供一个完整的公司业务和财务状况的图景。

格雷汉姆赞成使用资产负债表作为主要的商业分析参考，而损益表为辅。这两种报表现在仍然很重要，但自格雷汉姆时代以来，现金流量表理论充分发展，目前已经成为有效的信息补充。

价值投资要求检验一个公司的业务和财务状况。计算和解释财务指标有助于实现此目的。这些指标关注于测量一个公司的财务能力和财务风险。

#### 资产负债表：营运资产

资产负债表是对历史事实的记录，纯粹的价值投资始于资产负债表。它是资产和负债以及账面价值（资产减去负债的差）的列表。由此可衍生出三个指标：资产净值、清算价值和重置成本。它能帮助其使用者预测评估未来。损益表则是企业以往业绩的体现，其变化性更大。忽略其中的任何一个都是错误的。事实上，评估历史经营业绩最重要的单项标准是权益回报率——一个损益表项目除以一个资产负债表项目。这个指标度量了股东所投入资本获得的回报结果，因而十分重要。

负债/权益比例评估的是资本结构。它度量了企业的财务杠杆——对企业资产固定的长期要求权相对于剩余的股东要求权的比例如何。参看负债/权益比例图。财务杠杆对企业很有价值，但必须控制在一定限度内。所以，负债/权益比例在2到3之间是比较理想的。但如果达到8、9或者10就是很危险的，尤其是如果企业经营不能产生足够的现金来支付定期的固定债务的话。最优的负债/权益比例随相应的资产质量而变化。格雷汉姆再次采取了强硬路线，他筛除掉了很多按今天标准看来其负债/权益比例还算适当的公司。

为了测试资本结构的最优比例，价值投资者同样也考虑了公司的覆盖比例。这项指标将公司净收入与债务利息相比（参看覆盖比例图）。覆盖应该是义务的数倍才比较合理。

$$\frac{\text{总负债}}{\text{权益}}$$

负债 / 权益比例

$$\frac{\text{负债}}{\text{权益比例}}$$

覆盖比例

费雪强调了像管理效率这样的定性分析方面以及一些间接的量化分析指标。这些指标包括存货和应收款周转率以及利润率大小等。

存货周转率是通过比较一段时期内的存货销售成本（正式的称呼是销售成本）以及这段时期内平均的持有存货量水平。参看下图。高周转率的存货是企业管理效率的标志。存货是企业成本，大量闲置存货提高了成本，而高速的存货周转削减了成本。

$$\frac{\text{销售成本}}{\text{平均存货}}$$

存货周转率

存货周转速度也随业务类型不同而不同，一家奶制品企业与一家飞机制造商比，其存货明显会周转快得多。所以，问题在于一家企业与行业内的同业相比如何。

迅速的应收账款收回是良好的企业管理的标志。允许客户延长偿债期限等于对客户融资——对于企业来说是不能退还的成本。度量应收款的周转率是通过将一定时期内的信用销售除以这段时期的平均应收款来实现的。参看下图。

$$\frac{\text{赊销额}}{\text{平均应收款}}$$

应收款周转率

通过将这个比例数字除以 365 能够得到周转率的速度，这显示了一年当中应收款未收回的平均天数。将得到的数字与公司及同业的账期比较能够显示公司管理的技能。

价值投资的最保守形式是仅仅考虑公司的流动资产，再减去所有负债，将所得的差作为公司的价值。格雷汉姆就很提倡这种做法，他



将其称为纯净营运资本额 (net—net working capital figure)。这种做法多多少少有些不实际，尽管如此，它仍然适用于当今的少数公司，这些公司经营所用的流动资产大大高于公司总负债。

尽管有些不实际，但格雷汉姆和价值投资的这种做法仍然有其关键意义：这种做法能够保证数据的可靠性。流动资产数据是所有财务数据中可靠程度最高的。数据的可靠性按照以下顺序依次降低：(a) 资产负债表上的现金，到长期流动资产，再到长期资产，(b) 损益表，以及 (c) 现金流量表。

在资产负债表中，能反映公司管理短期资产和负债能力的指标是流动比例和速动比例。流动比例体现的是流动资产（现金和一年内可以变现为现金资产，例如存货和应收账款）与流动负债（一年内将到期的债务义务，如短期票据）的关系。（参看下图）格雷汉姆是流动比例的大力倡导者，他坚持认为，为了保持健康的财务能力，企业的流动比例应该控制在至少2:1的水平。

$$\frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}$$

流动比例

今天，绝大部分的价值投资者意识到随业务类型的变化最优的流动比例水平也会变化，对大部分业务而言，1到2之间的流动比例是比较理想的。流动比例低于1表明企业有流动性问题；流动比例高于2表明企业有低效率问题——存货应该更快周转或者应收账款应该更快收回。

速动比例在计算中去除了流动性相对较小的流动资产，因而更集中地关注于流动性——满足马上到来的财务义务的能力（参看下图）。

$$\frac{\text{现金+应收账款}}{\text{流动负债}}$$

速动比例

清算价值是指在出售一个公司的资产和清偿其所有债务后所能实现的净价值。在估计一个公司的清算价值时，大部分资产的价值都会被折价计算，而负债则会按面值计算。现金和证券是不多的可以按面值计算的资产。应收款需要略为折价（15%—25%），存货折价幅度更大（50%—75%），固定资产折价幅度至少相当于存货。而商誉和其他无形资产甚至是预付款的价值一般来说都应该忽略不计。

剩下的价值归股东所有。这种估值方法适用于那些被解散的公司。此方法不考虑这些资源组合起来进行配置所能产生的额外价值，因此其不太适用于评估持续经营中的公司。

在持续经营的假设下，有三种被认可的评估方法。格雷汉姆的方法是最苛刻的，即度量公司的流动资产再减去其所有负债。如果目标公司的卖价低于这二者之差的话，则存在很大的安全利润率。在当今这种公司就和母鸡的牙齿一样稀有。

另一种方法是账面价值法，此法纯粹而简单。具体做法是：如果一个公司的每股价格等于或少于其账面总资产与总负债的差额，则该公司很可能提供足够的安全利润率。尽管此种公司在当今的美国有时也会出现，但它们并不多见。同样，价值投资对账面数据的可靠性仍有怀疑，于是引出了第三种资产评估方法，称为重置成本法。

在用重置成本法进行资产负债表评估时，核心理念是对持续经营的企业进行评估时，假设要从无到有重建一个和现有公司相同的公司，考虑所需要花费的成本或重置价值。目标公司的所有资源和对其的要求权都要被单独评估。现金、证券、应收款、存货以及预付款一般都可以按照面值计算。

此外，还需要进行必要的调研以确保应收款都计提了足够的坏账备抵，以及存货账户没有被夸大（例如某些存货由于年份太久已经不能出售，就不应计算其价值）或少报（例如存货的账面价值是按照其历史成本来计的，而由于通货膨胀其价格已经上升）。固定资产价值应该经过调整以反映当前的市场状况，而不是账面记录的历史价格（减去折旧）。会计商誉只有在对整个评估价值影响不大时才继续作为资产项计算。

除了那些在持续经营公司的资产负债表上出现的资产项目以外，还有很多资源虽然拥有价值但在一般公认会计准则下却没有出现在财务报表中。这些所谓的隐藏资产包括品牌价值、产品质量、生产诀窍、员工培训、专业化生产以及分销组织等。

举个例子，一个市场的新进入者必须重复其目标公司经历过的投资于研发的过程，而其准确价值难于衡量。我们只能通过估计所研发产品的生命周期并用这个年数乘以目标公司年平均投入的研发费用水平来做一个非正式的估算。例如，对于专利药品来说，产品的生命周期可以最多等于专利年限 17 年。所以，如果此公司将每年销售收入



的5%用于专利产品的研发，则专利的价值至少等于年收入的85%。

客户关系的价值也可以用相似的方法来度量。客户关系的建立需要时间和资源。而这个价值可以用目标公司的年销售额和管理费用的倍数来度量——往往相当于1到3倍。额外的估值对象还包括其他一些隐藏资产，如政府许可、特许经营协议和其他在标准会计准则下不列入资产负债表的有价值资源。

一个持续经营公司的负债在重置成本法下则以其面值计算，评估时要从资产中减去。但我们仍需要对一些特定的负债种类作一些判断，例如递延税金负债或者临时费用。一个新进入的公司并不必然面临这些义务。如果不是必然的话，则他们可以忽略。而借款则必须减去，计算时取其面值和市价中的最高值。

通过分析资产负债表得到的这些数字可以作为公司价值的底线，公司价值至少是其总资产减去总负债。公司价值是否存在溢价则取决于其利用资产来创造竞争优势的能力，这种能力能够创造出进入障碍，以抵御竞争者进入。

#### 损益表价值：收益偿付

损益表可以反映出对资产的有效应用。损益表记录了收入减去费用，展示了对公司绩效的一个重要衡量指标。损益表没有反映现金流量，因为一般公认会计准则采用的是权责发生制而不是现金收付制来进行会计记录。

在权责发生制的会计体系下，对经济活动的记录是根据收入和费用的关系而不是现金的流入或流出。这并不仅仅是一个会计传统，它反映了会计的目标：对反映经济现实的商业事件进行度量和分摊。权责发生制会计记录抓住了那些非现金的成本，而这些成本反映了在未来需要被吸收的现金。

纯粹的价值投资者（格雷汉姆和多德）坚持认为当期收益（按照下述方法略作调整）是一个公司长期持续现金流的最可靠指标。如果进一步严格限制的话，纯粹价值投资者认为把当期收益作为评估指标的最可靠方法是假设其在未来将保持当前水平——因而无需估计增长。

这种方法的数学计算很简单。基于当期收益的价值评估等于当期收益除以公司当前的资本成本（也就是： $V=E/k$ ）。这种方法的好处是简单而可靠：计算所需的两个数据都是现成已知的或可以可靠地估

计的。收益就是损益表上显示的收益值；资本成本则是公司债务成本和权益成本的加权平均（前者可以通过简单计算得出，后者需要进行一些估计）。这种方法的简易性还体现在投资者不必花心思去估计增长率，因为此方法假设没有增长。

除了在进行权益资本成本计算时需要进行一些估计外，基于收益的评估方法也要求对当期收益的数据有效性做一些会计判断。这种操作可能需要对账面数字进行一些调整，使得当期收益数字能够最大可能地反映公司未来的长期持续现金流。

需要对当期收益进行调整的一个重要原因是一次性费用的存在可能对数字造成的失真。公司有时会对影响公司多年的不良事件通过一次性的费用处理掉，而这些事件是不会重复发生的。对这种操作的调整需要把此一次性费用在较长的时期进行重新分摊，同时也相应地调整该年度的当期收益。

需要进行调整的另一个原因是非现金费用如折旧和摊销等的会计分摊。这些会计项的目的是反映一个公司的资本资产在其存续期内被耗尽而必须被重置。而通常的情况是，对这些资本资产进行再投资所需要的数额超过了会计上给予的分摊。

对当期收益进行调整还可能因为经济原因当年的数据是一个反常数据。如果当年正好是该公司经营周期中的低谷年份，则需要基于上一年的收益做一个向上的调整。而如果当年对于该公司或者整个行业的商业周期来说是一个高峰年份，则应做相反的调整。

价值投资应该尽量避免使用预测（proforma）的财务数据。这种财务数据是基于种种假设而得到的对业绩的估计，它们不能用于编制实际的财务报表。这些数字在某些分析中是有用的，例如分析一个新近被合并的公司时，可以假设如果此合并提早几年发生的话其经营会怎么样。但在其他情境下，这种财务数据不能作为有效的评估信息来源。预测数据在财务报表中是可靠性最差的数据，所以在价值评估分析中应尽量避免使用。

对纯粹价值投资者的另一个挑战是其收益不变的假设。与增长投资的极端倡导者不同，价值投资者认为当期收益——按照上述方法进行适当调整后——是对未来持续现金流最恰当的估计。价值投资反对考虑将来未知的收益增长的一个关键原因是：如果缺乏持续的竞争优势或防止竞争者进入的障碍的话，任何增长都不能真正带来价值。



如果新进入者能够作为平等的竞争者进入公司所在的行业，其结果就是使得公司的回报恰恰等于其成本——没有持续的优势，则增长毫无意义。公司的销售额增长要求公司的资产同时增长。而增加资产则需要资本投入，而获取资本需要成本。所以在面临有竞争力的进入者时，这个过程不能给公司带来任何实质的价值增长（除非由于运气获得了不需要付成本的暂时利益）。

### 商业特权价值

纯粹价值投资者不喜欢通过估计增长来评估价值的另一个原因是增长的潜在价值可以用另外的会计工具来确定而不需要估计。这需要比较两种价值评估方法得到的结果：用收益来进行评估和用资产进行评估。

于是有三种可能性产生：两种评估方法结果一致，或者一种方法的结果高于另外一种。当二者一致时，则增长不带有价值。当用资产评估得到的价值高于用收益评估得到的价值时，说明管理者没有能够对资产进行有效配置，这可能是由于不称职，也可能由于行业产能过剩。同样，也不存在增长的价值。

如果用收益评估所得价值高于资产评估价值，原因则在于公司拥有竞争优势或防止竞争者进入的障碍，而这些线索显示了潜在的增长价值，说明公司拥有商业特权价值。对这种价值的一种度量方法就是用收益评估价值减去资产评估价值，它反映在高额的权益回报率上。这种经济优势使得公司成为合适的价值投资对象。

拥有商业特权的公司能够创造进入障碍或者拥有其他的竞争优势，使得新进入者参与竞争的成本过高。拥有竞争者无法比肩的强势品牌就是一种商业特权。现实的例子包括那些在一定时期内其品牌已经成为了该种商品代名词的公司，例如可口可乐、克里内克丝面巾纸、胡佛电动吸尘器（在其所处的时代）、哈利·大卫森（在一定程度上），以及其他知名品牌。产生商业特权的手段包括专利权、排他性许可协议、技术诀窍以及秘密配方等等。一般来说，高进入成本也可以成为一种商业特权。而特权公司的通常特点包括：消费者转而使用竞争对手产品转移成本高、消费者寻找替代产品的成本高，以及由习惯支配的消费者忠诚等等。与特权价值有着相反效果的则是那些竞争对手能够规避的限制。例如组成工会联盟的劳动力队伍、累赘的分销渠道组织，或者公司面临变革的适应性差等等。

## 增长的价值

增长不是免费的。增长的价格就是为支持增长所需投入的资本成本。只有当资本带来的回报高于资本成本时，增长才能创造价值。我们从布鲁斯·格林瓦德（Bruce Greenwald）关于价值投资的详细著作中选取一个例子来进行说明。

假设一个公司的收益是 32 美元。分析家认为，要使得收益永久性地每期增加 10% 需要花费 20 美元成本。所以你可以永久保持 32 美元的收益，也可以获得 12 美元的当期收益，但使这个收益按每期 10% 的速度增长。哪种选择更好呢？有增长还是无增长？这取决于资本的成本。

利用下列的标准公式进行计算：

$$V = \frac{D'}{k - g}$$

这个公式是我们在讨论当期收益时所用过的公式的变体，它考虑了由字母  $g$  所代表的增长率的影响。

再回到我们的例子中，假设  $k=20\%$ ，而  $g=0$  或  $g=10\%$ 。于是有：

$$(a) V = \frac{32}{0.20 - 0} = 160$$

$$(b) V = \frac{12}{0.20 - 0.10} = 120$$

可见当资本成本为 20% 时，永久性的 32 美元收益优于初始收益为 12 美元，但以每期 10% 速度增长。所以，当资本成本超过资本回报时，增长反而使得价值减少了。

假设  $k=14\%$ ，则：

$$(a) V = \frac{32}{0.14 - 0} = 229$$

$$(b) V = \frac{32}{0.14 - 0.10} = 800$$

当资本成本为 14% 时，初始收益 12 美元，但以每期 10% 速度增长的选择要优于永久性的 32 美元收益。所以，当资本回报高于资本成本时，增长创造了价值。

最后我们假设  $k=16\%$ ，则：

$$(a) V = \frac{32}{0.16 - 0} = 200$$



$$(b) V = \frac{32}{0.16 - 0.10} = 533$$

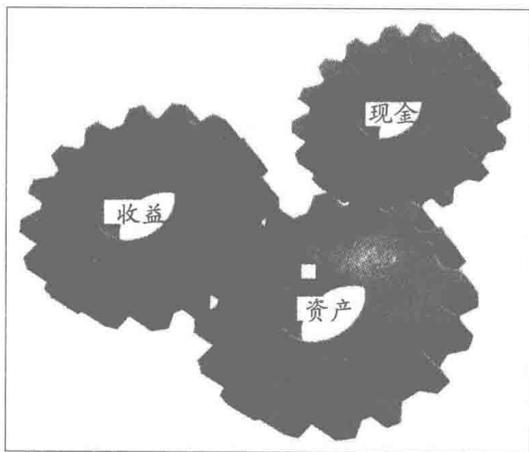
当资本成本等于资本回报时，增长对于价值没有影响。

这个例子证明了一个深刻的道理：当资本成本等于资本回报时，不管增长程度是大是小，增长都不能增加或减少价值。其原因非常直观：如果一个新投资者投入资本所要求的回报等于此资本所能创造的回报的话，则对原有投资者来说并不能得到额外的回报。

总而言之，增长不是免费的。增长需要新资本支持，如果一个公司吸引的资本成本低于资本所能创造的回报，则增长创造了价值。如果吸引资本的成本高于资本回报，增长则减少了价值。如果资本成本等于资本回报，则增长对价值没有影响。

有可能资本回报高于资本成本的公司都是那些拥有商业特权的公司。保证资本回报高于资本成本的唯一方法就是将竞争者拒之门外。如果竞争者能够随意进入的话，资本成本和资本回报就会迅速地向对方靠拢（甚至可能更糟，资本成本将超过资本回报）。

在进入下面对基于现金流量的价值评估方法的探讨前，请读者务必注意价值驱动因素图中显示的两个关键点：〈1〉资产驱动着收益和现金流量；〈2〉从分析角度说，资产比收益和现金流量都重要。关于要点〈1〉，对大部分公司来说，其资产价值都超过其收益价值；那些收益价值高于资产价值的公司都拥有商业特权。这种特权带来了持续保持高权益回报率（相对于净资产的高收益）的能力。至于要点〈2〉，则是由于数据的可靠性不同。资产负债表的数据对于评估来说是最可靠的，而损益表数据如当期收益的可靠性次之。一般来说，经过合理估计的现金流量要小于收益。然而很多当代分析家持相反的结论，他们的方法是忽略那些重要的非现金费用，例如折旧费用。



价值驱动因素

### 折现现金流分析：高主观性

由于最终的价值存在于未来现金流中，所以第三种会计报表现金流量表也很重要。现金流量表的最大优点是它将那些录入了损益表和资产负债表的会计操作还原了。价值投资强调资产负债表和损益表的原因在于仅仅依靠现金流量表分析过于简单而失真。单单依靠现金流会掩盖重要的指标。而现金也不是账本底线（也就是盈亏一览结算线，在财务报表中用此线标明净收益或净损失）的准确反映。的确，现金能产生价值，但现金流的一部分需要重新投资于资本资源以维持公司的生产和业绩。所以，要对净利润进行非现金费用的调整，得到调整后的现金流数据仅仅是第一步，第二步则是对这个数据根据未来资本支出所需要的现金来进行进一步调整。

假设一个公司的净利润为 100 万美元。其费用中有 20 万美元是非现金费用。于是其现金流为 120 万美元。这是第一步的调整。然后这个数据还要进行进一步调整来反映公司需要支付于其房屋、工厂以及设备的维护以保持其生产力的现金数额。假设这个数额为 10 万或 20 万美元。经过调整后，现金流数字为 90 万或 110 万美元。这就是账本底线数字，也可以称为自由现金流（巴菲特将其称为所有者收益，以表明这是可以向普通股股东自由分配的现金流）。

通常分析家们都没有采用这一额外步骤来调整需要用于投资的现金流。对于这些分析家来说坚持采用净利润数据更为精确。毕竟非现金费用已经至少在一定程度上反映了对需要用于重新投资的现金的估计。在上面的例子中，20 万美元的非现金费用在估计现金再投资额方面与 10 万或 30 万的单独估计都是合理的。但价值投资的关键操作是关注于这个数据。

在进行现金流分析时除了以上要点以外，当代最流行的评估方法还强调了现金流的纯粹和简单。这种方法称为折现现金流 DCF 分析，它同样要求分析者作出一系列的选择。

现金流可以用多种方法进行度量。其中主要方法是利用经营利润（支付利息和税金前的利润，称为息税前收益，用 EBIT 表示）以及经营利润加上折旧和摊销的非现金费用（用 EBITDA 表示）。折现现金流分析法的倡导者们很少采用会计导向的指标，如经营利润。

一旦利用上述的某一个指标来定义了现金流，折现现金流分析法就会对未来一个中长时间内的现金流进行估计，一般来说是 5 到 10



年。这种估计需要检验产生现金流的一系列业绩变量，主要有销售额水平、利润率和通过资本支出（cap—ex）对公司进行的必要重新投资。在预测了未来现金流之后，这种方法会根据一定的折现率对每年的估计现金流进行折现，这个折现率反映了该公司在这段时期内的资本成本。每年的折现结果进行加总之后就能得到一个5年或10年期的初步价值评估结果。

对于更长期的现金流，我们则假设它会以一个固定的增长率永续地增长。一般的计算方法是：将最后一年的现金流乘以一个数字来得到永续现金流的现值。而这个乘数则是由假设的现金流增长率与相关的资本成本之间的关系所决定的。其数值等于1除以资本成本与增长率的差——所以如果资本成本为10%而增长率为5%的话，这个乘数为20，计算过程是 $1/(10\%-5\%)$ 。

这种数学计算优雅而简易，表面看上去也很科学和客观。计算所需的原始数据同样也可以很容易地估计，计算式表面的和谐与精美掩盖了其高度主观性的实质。在计算中，我们做了很多估计和假设，这些都值得强调：为了5年或10年的现金流估计、永续现金流估计、10年以上的折现率的估计以及永续现金流的增长率的估计。

整个估计和折现的过程都是为了充分体现未来的风险。在对现金流的估计中考虑了竞争带来的冲击、技术、专利权到期的问题、违规操作、全球化的影响以及企业可能面临的其他剧变。这需要是关键性的因素如销售额、利润率和资本支出等进行仔细的研究。同样对折现率的考虑则反映了长期金融市场的资本成本、借贷者对公司证券的偏好以及其他所有类似的潜在风险。

确定合适的折现率（或资本成本）对于现值的确定是必须的，不管是采用当期收益来度量还是采用更为复杂的折现现金流模型。折现率必须反映货币的时间价值以及与特定公司相关的特定风险。权益的风险高于负债，所以一个公司的折现率应该略微高于该公司举借外债的通常成本。而关键的挑战在于确定高多少。

从概念上看，我们可以把折现率看作是一个谨慎的投资者将其资本投向目标公司所要求的回报率。高风险投资相应地需要高折现率；几乎没有风险的投资，则其折现率近乎等于货币的时间价值。当今最无风险的投资对象是美国政府债券，它的折现率可以看作是无风险回报率。

在决定大部分公司权益折现率时，都会用美国政府债券利率作为一个起点，再加上相应的风险溢价。下面将探讨的是两种思考和决定合适的折现率的思想方法。一种是传统方法，另一种则来源于现代金融理论。

### 度量风险和折现率的价值投资方法

无风险回报率可以根据美国政府债券（美国国库券）的利率作为参考来估计。美国国库券承诺到期支付从无失败记录，被认为是世界上风险最小的信贷。所以，美国国库券的回报率可以作为评估其他所有资产，包括公司债和公司权益的基准。公司债的风险高于美国国库券。而当公司破产时，债务的清偿优先于普通股的权益，所以，一个负债公司的普通股风险高于其债务的风险水平。

选择合适的无风险回报率需要基于各种因素作出判断。这些因素包括债券到期日、参考日期或期限以及参考来源。可能的来源包括公司自己的公开档案中所公布的回报率。这是一种非武断的选择，它反映的是公司用于内部目的并且认为足以向公众披露的回报率。其他的估计无风险回报率的方法包括用30年期的债券来反映对一个公司的投资的长期特征。

当我们对一个企业按照持续经营的假设进行评估时，我们追踪美国国库券市场每天、每周或者每月的利率变动，这给评估的结果带来了很大的波动性。但实际上企业的价值并不会随着国库券利率的日度甚至月度波动而变化。我们可以通过将当前利率与之前年份利率求平均的方法来避免对国库券市场短期内利率波动的过度敏感性。

在无风险回报率的基础上还需要加上一个风险溢价，以反映与一个特定投资对象相关联的风险。加总的结果便是用于决定一项资产现值的折现率。对于一个资本结构中既有负债又有权益的公司来说，这个折现率通常称为加权平均资本成本（WACC）。它是公司的负债和权益按比例计算得到的平均成本。其中，负债的成本是其税后的利息成本，而权益成本的确定需要更多的判断，但从概念上说与负债成本是相同的。

权益成本从概念上说与负债成本相同，因为它们都涉及到一个同样的问题：公司必须支付多少来吸引投资，不管投资是来自贷款的借出者还是权益的持有者。对权益成本的评估比负债成本的评估更需要判断，因为权益资本既没有到期日也没有确定的利息支付（股息也是



按照公司董事会的意志来支付的)。

一个关键的参考是资本市场上其他风险水平相近的公司为了吸引权益投资而向投资者支付了什么样的回报率。例如，如果要评估一个高风险的风险投资项目的权益资本成本，投资者可能要咨询类似企业中的风险投资家所提供的回报率。如果要评估的是一个低风险企业，则需要研究蓝筹股公司承销商的第二次公开发售。

更一般来说，我们是要评估投资者对拥有相似质量（在行业、资本结构、成熟度、规模、竞争前景以及其他因素方面）的公司所要求的回报率。对于拥有长期稳定利润的公司，所要求的回报率比较低，可能仅仅比无风险回报率高几个点。而对于新进入市场的公司，其经营波动性更大，投资者所要求的风险回报率也就更大。

进行评估需要进行实际的判断，而这个判断则需要基于投资者对业务和财务风险水平相近的其他公司所要求的回报。普通股持有者面临哪些特定的业务和财务风险？公司的负债水平如何？债权投资者优先于权益投资者得到偿付的可能性有多大，或者说高负债导致企业破产的可能性有多大？公司的财务能力以及行业领导性如何？公司的市场是在扩张还是在收缩？是否存在能够增加价值的增长空间？

简而言之，评估与折现率相关的风险水平所包含的问题与定义投资者的能力圆圈是一致的。价值投资者认为风险来自于投资对象商业价值的损耗或者对投资对象在最开始的过高支付。过高支付的原因是对上述问题的分析不充分或者分析错误。价格与价值错误关联的可能性暗示了这样一个常识：相对于收益来说过高的股价导致了高风险的投资。

价值投资者的风险观念不同于当代金融理论对风险的理解。当代金融理论定义风险的模型在当前占据了统治地位。这种理论用市场价格的波动来度量风险，认为其反映了潜在商业价值变动。这种做法看上去很科学，但实际上它和传统的方法一样，也需要很多主观的判断。它同样也与常识矛盾：在这个模型中，股票价格与收益的相对高低程度与风险没有关系。除了以上的缺陷外，这个模型的广泛应用也使得它成为了价值投资的对照物。

#### 投资组合理论方法： $\beta$ 值和风险溢价

现代金融理论使用“资本资产定价模型”（CAPM）来评估权益资产的折现率。在应用资本资产定价模型时，除了无风险利率外，还需要两个信息输入。一个是“市场风险溢价”，一个是“ $\beta$ 值”，其中

$\beta$  值度量的是股票价格的波动性，这个波动性被支持者认为是风险的指标。有些分析者犯的错误是认为对于这些变量存在唯一而精确的数据点。但实际上，对于这些变量的评估都需要很多的主观判断，因而是无法完全精确的。

这些变量同时也是互相关联的，所以其中一个的变动可能会导致其他变量也需要调整。例如，无风险回报率的增加会导致市场风险溢价的减少（后者度量的是无风险回报率与预期的市场平均普通股回报率之间的差）。由于评估中需要很多的主观判断，再加上变量间相互关系的复杂性，使得严谨的投资分析家要利用多种合理的数据来源（利用多种备选的方法，对每个变量进行多种方法的度量）。

市场风险溢价是一个基于历史数据的估计，它研究的是，如果要吸引投资者投资于股票而不是美国国库券或其他投资对象，需要提供什么样的回报水平作为诱因。基本的观念是投资者只有在得到足够的补偿时他们才会愿意承担股票的特定风险，否则他们就不会投资于此。

一般的获取市场风险溢价的做法是查询由顶尖经济学家所发表的数据资料，例如由耶鲁大学教授罗杰·艾博森（Roger Ibbotson）所经营的公司出版的《艾博森及辛奎费尔德年鉴》（Ibbotson & Sinqefeld Yearbook）。更困难的方法则是自己进行计算，这对于绝大多数非专业人士来说几乎是不可能的。但了解如何计算仍然是很有价值的，所以我们下面将进行介绍。

市场风险溢价的数据可以在任何时点进行实时计算。在计算时，需要先做三个关键性的假设。第一，评估者必须要么选择历史数据，要么选择对未来业绩的度量。第二，必须对“市场”这个概念进行定义，例如标准普尔 500 所代表的所有股票，在纽约证券交易所交易的全部股票，或者是其他的指数股票。第三，评估是基于一个特定的时间段的。可以选择的时间段包括：从 19 世纪末（从当时起有了市场数据的记录）到评估进行的时间点的时间段；从 1926 年（从当年起，芝加哥大学建立了一个数据库，这个数据库的好处是它包含了 1929 年股市崩溃前的完整商业周期资料）到评估进行的时间点的时间段；也可以是评估进行的时间点向前推 30 年的时间段（反映了相关度更高的商业周期，这段时期的业务和财务风险与目前市场状况更为相关）；或者分析一个特定时间段，如 21 世纪初。



在 20 世纪 90 年代末，度量“市场风险溢价”突然地变得很困难了，因为似乎这种溢价在市场上已经不存在了。过去曾经有过的任何溢价——例如在 90 年代以前的时期——都减少为零，这个世界历史上最强劲的牛市行情使得大量的投资者在不需要回报的情况下也愿意投身资本市场。在 90 年代，即使是现代金融理论最坚定的支持者也哀叹“市场风险溢价”工具正在失效。

尽管市场风险溢价在 90 年代末有归零趋势，但仍然有很多分析家坚持他们所认定的回报率，例如 9%，这个数据是基于 20 世纪 30 年代以来的股票回报率的历史数据得出的。另外一些人根据自己的直觉觉得这是不对的，于是他们选择了 7%、5%，甚至更小的回报率。有的人则坚持认为在 90 年代末风险溢价已经在向 0 靠近。

2000 年年中的时候，美国一批顶尖的经济学家聚集一堂，各自发表他们对市场风险溢价的度量。总共有 12 位经济学家参与。他们对风险溢价的估计分别是：0.1%、2%、3%、3%、4%、4%、6%、6% 和 8.1%，另外三位认为市场风险溢价的定义不明确而拒绝进行估计。

很多有力的因素导致了 90 年代末美国市场上的风险溢价降低或消失，例如美国投资者变得更加关注长期、美国公司效率的提高、财政政策和货币管理的改善、资本主义在全球范围内的扩张、财富的增加以及商业基础的波动性减弱等等。

至于  $\beta$  值，它所反映的是一个特定的公司的股票所承受的风险占“市场风险溢价”的比例。 $\beta$  值的计算需要通过设定各种假设来比较该公司股票价格与整体股票市场或者某个市场指数如标准普尔 500 的周期。

#### 折现率的确定

	价值投资	组合投资
基准值	美国长期国库券	美国长期国库券
附加值	风险评估（依靠判断）	市场风险溢价 $\times\beta$ （似乎很科学）

价值投资和组合投资理论在确定折现率时的基本方法是一致的：都是在一个由美国长期国库券利率所确定的无风险利率的基础上加上一定的附加值。在计算附加值时，组合投资理论用市场风险溢价乘以目标公司的  $\beta$  值。价值投资者对这种看似科学的做法表示怀疑，因此他们采用的方法是更多地依赖于判断来评估相关风险。

那些价格波动大于市场整体的股票被认为是比波动小于市场整体的股票风险更大。从理论上说，将  $\beta$  值这一价格波动性的度量指标与“市场风险溢价”相乘，得到的结果体现的是这一特定股票的特定风险水平。这个乘积再加上无风险回报率就得到折现率。

只有在目标公司的股票价格以及市场和市场指数所反映的投资者行为全部都是理性的情况下， $\beta$  值才是有用的。这种条件称为“效率市场”，某些公司以及某些市场或市场细分在一定的时间和一定的情况下可能满足效率市场假设。

但这些条件不是普遍存在的。90 年代末股票市场价格及其波动性使我们有理由相信这些条件在当时是不成立的。有的公司的股票交易价格低于了其内在价值——而这正是价值投资所宣扬的关键。在过去的 10 年中，出现了大量的著作对  $\beta$  值的有效性表示怀疑。

对  $\beta$  值的信心来源于对效率市场的信心。但如果我们认为效率市场假设成立的话，则意味着 90 年代末权益资产的风险溢价为负值、零或者非常接近零——这是在假设效率市场成立的情况下对 90 年代末的高股票价格的唯一合理解释。在资本资产定价模型下，市场风险溢价为零意味着折现率等于无风险回报率。但这是一个奇怪的结果，它与我们的常识相悖：普通股风险大于美国国库券。

于是我们回到了我们的起点：评估权益证券的折现率需要判断特定公司的风险水平与无风险证券如美国国库券相比高多少。现代金融理论认为回报率与风险相关（你得到你所支付的），而价值投资则认为回报率与努力相关（你得到你应得的）。

## 二、盈利能力指标

随着市场投资理念逐步转向价值投资，上市公司的盈利能力备受关注。公司的盈利能力或潜在的盈利能力的判断是证券投资的核心内容。公司的盈利能力是支撑股票价格的基础，是公司组织生产活动、销售活动和财务管理水平高低的综合体现。公司的盈利是销售收入或营业收入减去成本和费用后的余额，主要取决于两方面：一方面是劳动生产率的提高带来效益的增加；另一方面是在生产规模不变或扩大



时，成本和费用下降导致的盈利的增加。最常用的财务指标有：净利率、净资产收益率、股东权益、每股收益、每股净资产、现金流量比率、每股现金流量、市盈率等。因此，选取上市公司反映盈利能力指标进行定量分析研究，为投资者和市场各参与主体有效把握上市公司及其成长趋势提供借鉴。

### 指标的选择

**主营业务利润率** 主营业务利润率=主营业务利润/主营业务收入。主营业务利润率也就是我们通常说的毛利率。

目前的社会行业发展趋势是不断趋于信息化的，主要的成本体现在技术附加和产品宣传的附加当中。在一个产品的定价当中，原材料的成本越低，那么科技的含量就会越高。因此，简单的原材料附加值是衡量企业优势的有力武器。

在知识经济环境下，人的创造性劳动创造了企业的价值，用人均创利能够真正衡量企业的技术含量和组织效率，因此，人均主营业务利润可以作为衡量企业技术含量和盈利能力的有力手段来使用。人的创造性劳动收入在目前的收入体系下更多地体现为以股权、期权以及其他形式对利润进行分割。

在现有的条件下，使用原材料成本和人力成本加总的主营业务成本计算的主营业务利润率在一定程度上能够比较深刻地反映出企业和产品的盈利能力。这个指标的关键在于能够揭示产品在市场上的竞争力。但目前，这两个成本在会计报表上无法直接获得，笔者建议上市公司在财务报表的附注当中揭示这两方面的数据，以供投资者参考。

**净资产营业利润率** 净资产营业利润率=营业利润/平均净资产，其中，平均净资产=(期初净资产+期末净资产)/2。主营业务利润率指标是营业利润与主营业务收入做比较，而净资产营业利润率是将营业利润与企业净资产做比较。

随着新经济时代的来临，品牌资产、专利资产以及高科技智力创造性资产在企业经营中日趋重要，高新技术企业比比皆是。目前，有关存货、固定资产、应收账款的周转率或者利润率的计算对于很多高新技术企业来说意义不大，但是，关于资产负债表右方净资产收益率的计算对他们来说仍然很重要，因为一家公司可以没有很多实物资产，但必有权益和负债。

可见，净资产营业利润率是一个非常重要的指标，可以在一切制

制造业和非制造业中通用，是一般盈利能力分析的核心。我国上市公司的该项指标可以清晰地反映出其盈利能力的好坏，上市公司的该比率一旦恶化，投资者对于其发展前景就要有所注意。

**可用资本利润率** 可用资本利润率=折旧税息前营业利润/(股东权益+长期负债)。

该指标反映的是实际所用资本的创利能力。该指标首先剔除了对盈利能力影响不大的财务费用，另外还剔除了折旧。这样处理以后更利于企业进行相互比较，体现实质性的获利能力。然而，资产折旧往往是很多行业难以获利的重要原因。由于行业内竞争激烈和技术的不断进步，许多企业不得不经常更换生产设备，这就直接导致了企业较低的可用资本利润率。资产折旧水平也是企业、行业的重要成本特征，反映了固定成本的大小，所以剔除折旧也未必非常恰当。

**经济增加值率** 经济增加值率=(税后营业利率-资本投入额×加权资本成本率)/(股权资本投入额+债券资本投入额)，其中，加权资本成本率=股权资本比例×股权资本成本率+债券资本比例×债权资本成本率×(1-所得税率)。

目前在欧美等国，经济增加值率已经成为衡量公司盈利能力的主要标准。它涵盖了公司运行当中多方面的重要信息，在公司管理工程中发挥了重要的作用。

一个公司只有在其资本收益超过其为获得该收益所投入的资本的全部成本时，才能为公司的股东带来价值。因此，经济增加值率越高，公司的价值越高，股东的回报也就越高；股东回报越高，公司股票在二级市场上的表现也就越好，即公司的市场价值越高。

在市场经济中，资本是讲求效益的，公司资本运作的效益越高，就越能吸引资本的投入。在传统的利润标准体系下，没有一个恰当衡量资本运作效率的指标，而在经济增加值率标准下，这个问题将一目了然，经济增加值率高即意味着该公司单位资本创造的价值最大。

综上所述，四个财务比率由浅入深地揭示了如何度量企业的盈利能力。主营业务利润率主要从企业的产品竞争力和经营模式方面反映企业的盈利能力。净资产营业利润率、可用资本利润率、经济增加值率由浅入深地揭示出了企业在资本投入方面所展示出来的盈利能力。笔者建议，我国上市公司在分析盈利能力时应适当采用合理的分析体系来分析盈利能力，从而为企业内外部决策提供可靠依据。



以上经济指标除市盈率指标外，各指标应该越高越好，它总体反映了上市公司的含金量，是研究公司投资价值的基础，也是股价上升的动力。其中每股收益、每股净资产、净资产收益率是投资者最关心的财务指标，也是评价一家企业经营业绩和比较不同企业运行状况的重要依据。

但在分析时，投资者不能单纯地依据当期的每股收益、净资产收益率等“单位化”后的指标来判断公司的投资价值，因为这些指标是历史的、静态的反映，并不一定反映出实际经营能力的真正提高，而应采用比率分析法。如我国沪、深两市对增发、配股公司的净资产收益率有严格的要求：连续三年净资产收益率达到10%以上，其中最低一年不能低于6%。所以有的公司由于经营不善，净资产收益率低于法定限额，就实行超额派现，以降低股东权益的方式来提高净资产收益率。另外，非经常性的损益也会对公司的盈利产生重大影响，它虽然带给公司的是盈利增加，但只是非正常、特殊情况下的偶然现象，并不代表公司的持续经营能力。所以考察公司的盈利能力不仅要看公司每股单位指标，关键是要看这些指标变动的基础，看公司的主营收入和公司的主营业务利润率，这是分析上市公司财务报表的出发点。

同时应关注上市公司的每股现金流量、现金流量比率。现金流量比率（净现金流量/流动负债）是用来显示公司偿还即将到期债务能力的一种动态指标。现金流量比率高，则表明公司现金比较充足，短期偿债能力较强。但要区分现金流量比率与现金比率的不同，现金比率是公司的货币资金和短期证券与流动负债的比率，是存量比率关系，反映的是某一时点上的公司偿债能力的高低；而现金流量比率是经营活动所产生的净现金流量与流动负债的比率，它动态地反映了一定时期公司的偿债能力的高低。

每股现金流量是公司经营活动所产生的净现金流量与普通股数的比率。从短期来看，每股现金流量比每股盈余更能显示从事资本性支出及支付能力，通常每股现金流量要高于每股的盈余，但也可能低于每股盈余，这种情况要根据公司的实际经营情况来判断。在支出集中、收益集中的行业，如房地产、农林业等行业或新项目的投资期，这时公司的现金流量可能是负值，但并不能说明公司经营状况恶化。此时判断公司的投资价值关键是项目的盈利前景，这类股票往往具有爆发性的行情，投资者必须全面分析。

### 三、业务水平指标

企业经营的好坏，很大程度上是由它的业务水平决定的。分辨一个企业经营效率的高低，投资者要特别关注这样几个指标：存货周转率、应收账款周转率、主营成本比例、营业费用比例、管理费用比例、财务费用比例、总资产周转率。其中存货周转率反映的是企业产品的周转情况，而应收账款则反映的是企业销售收入的周转情况，这两个指标反映了“生”钱的速度；而主营成本比例、营业费用比例、管理费用比例、财务费用比例反映的是企业取得这些收入所付出的成本和费用，这四个指标反映的是“生”钱的成本问题；总资产周转率则反映了企业整体资产的运用效率，是一个总体反映企业业务水平的指标。

#### 关于存货

说到存货周转天数和存货周转率，要先了解一下什么是存货。按照会计学上的说法，存货包括以下三类有形资产：在日常生产经营活动中持有的产品或商品，或者是仍然处在生产过程中的在产品，或者是将在生产过程或提供劳务过程中耗用的材料、物料等。

流行的财务分析认为，对任何企业来说，大量的存货都不是一件好事，但是严格地讲，这种判断并不一定准确，因为存货也是资产，而且一般来说，公司的资产越多，其财务状况就越好。

大量的存货给公司带来的负面影响主要在于：它们或许需要大量的银行贷款来支撑，或者会过度占用公司的现金资产，而且，如果商品价格趋于下跌，它们还会导致重大损失。当然，如果商品价格趋于上涨的时候，它们同样可以带来很大利润。

考察存货的财务指标最重要的就是存货周转率，这个比率是用每年的销售成本除以存货得到的。这一指标的标准值应该多大，则因行业不同而不同，而且差别很大。

具体分析存货周转率的时候，不但应该和同行业其他公司进行比较，还应该把该公司往年数据进行纵向比较，同时，要把商品的价格趋势考虑进去。



### 关于应收账款

应收账款是企业采用赊销方式形成的。采用这种策略的目的可能是为了尽快实现产品销售、争取客户、扩大市场占有份额、增加本企业收益等。

与存货类似，分析应收账款也要同时考虑企业的销售收入以及应收账款在一定年度内的变化。如果应收账款占销售收入或者其他科目的比率显得不正常的大时，那表明公司实行的是一种过于放松的信用赊销政策，这时要注意坏账很可能就会在这里产生。

在那些出售货物收款周期较长的公司，对应收账款应该细致考察，国内这类公司主要包括外贸公司、建筑企业、加工企业、机械设备制造商等。

及时收回应收账款，不仅能增强企业的短期偿债能力，也能反映出企业管理应收账款方面的效率。

反映应收账款周转速度的指标是应收账款周转率，应收账款周转率的数值是销售收入除以平均应收账款余额得来的。从会计角度讲，一般来说，应收账款周转率越高说明平均收账期越短，也就是说应收账款的收回越快。

### 关于成本与费用

主营成本、营业费用、管理费用、财务费用构成了企业获得销售时付出的代价，如果还用“一块钱生两块钱”来打比方的话，那这几项基本构成了那“一块钱”。能不能把这“一块钱”降低下来，对于企业的经营效率至关重要。

主营业务成本是指产品的原料成本和加工成本（如生产工人的工资、加工零件时消耗的电力、水、煤等），这部分成本发生在企业的车间里，而营业费用是发生在销售的过程中，如销售人员的差旅费、招待客户的招待费用等。在公司平稳经营时期，包括营业费用和财务费用在内的期间费用与收入的相对比例一般不会发生巨大变化，如果发生异动，则投资者需要引起注意。

财务费用的变化主要来自于公司财务结构、资金需求的变化。如果上市公司的财务费用大大增加，投资者需要警惕该公司的财务风险，最好及时比较该公司与同业其他公司的财务状况，还需要注意其现金流量表，看该公司的现金流是否充沛。

用这几项指标和公司的销售收入进行比较，得出的比率就是主营

成本比率、营业费用比率、管理费用比率、财务费用比率，如果和同行业其他公司比较，这些值低的话，反映的是该企业在控制成本方面技高一筹。

### 关于资产周转

如果一块钱一年内周转一次，可以赚两块钱，那么周转两次，那就能赚四块钱了，这还是不考虑利润再投资的情况。

总资产周转率从整体上反映了全部资产的管理质量和利用效率。这一指标是指一定时期内主营业务收入同平均资产总额的比值，是考察资产运营效率的一项重要指标，总资产周转率是销售收入与平均资产总额的比值，即销售收入除以平均资产总额。平均资产总额为期初资产总额与期末资产总额之和除以 2。

资产周转速度越快，反映销售能力越强。薄利多销的企业将会获得更高的资产周转率，从而带来利润绝对额的增加。

作为投资者，在选择上市公司的时候，从价值投资的角度看，应该优先考虑该企业的经营效率，企业的经营效率高，那么您投资的效率也就会高。

### 从公司的销售额及其增长率判断公司的成长性和投资价值

公司销售额或营业额的大小是衡量一个公司经营的综合指标。一般来说，销售额越大，表明公司的市场份额越大，生产与营销的能力越强。但在分析公司销售额的同时，必须分析公司销售额或营业额在报告期内的增长幅度，即增长率。销售额增长率是一个相对指标，没有统一的标准作参考。公司销售额的增长一般是由产品空间的扩张以及经营规模扩张这两个层次决定的。如果说产品空间扩张是纵深扩展的话，那么经营规模的扩张就是横向的扩展。前者如“一汽轿车”产销量的增长；后者如“国电电力”通过持续收购集团公司的资产，装机容量较上市之初增长了 259 倍，净利润增长了 23 倍，是名副其实的横向规模扩张型的公司。投资者可采取纵向比较和横向比较以及发展趋势来进行总体评判。如可将目标公司的年增长率与同行业的其他公司或整个行业的平均增长率比较或与国内生产总值进行比较，如果公司的销售额或营业额的年增长率高于本行业的平均增长率或国内生产总值的年增长率，且销售额的增加带来的是企业效益的提高，则表明该公司具有成长性，具有投资的潜力；如果该公司的增长率与行业持平或较低（或公司销售量的增加是以其降价促销而实现的，则会引



起盈利水平下降), 表明公司的销售额增长与其他公司相比则显滞后, 此时应避免对该公司投资或另加选择。

### 产品分析

#### 1. 产品品牌的知名度

有些产品由于有很高的质量、优良的服务和广泛的宣传而成为家喻户晓、众口皆碑的名牌产品或优质服务, 这种优势意味着生产这些商品的公司的销售优势, 从而其利润额将会较快增长, 公司股东的收益也会相应增加。

#### 2. 产品的市场份额

在产品价格确定的情况下, 销售数量的增加和产品需求的稳定性就显得非常重要, 因为它们会直接影响到公司的利润和股东收益。产品的销售量一般和产品的知名度是一致的, 但也有例外的情况, 如由于市场管制、运输不便、产品价格过高, 以及产品的用途比较专一(如某些医药品)等原因, 商品的销售量与其知名度之间也会出现不一致的现象。

此外, 商品的市场份额和商品销售的绝对量一样, 对公司的市场竞争能力具有重要的影响, 有时甚至比绝对量更为重要。市场份额指某公司的销售量占整个市场的百分比。市场份额的扩大通常意味着收益的增长和竞争实力的加强。但有时市场份额的扩大也会导致经营成本的提高, 从而部分抵消收益的增长。

### 技术状况分析

#### 1. 产品的技术水平分析

考察企业产品的技术水平主要关注这三个方面, 一是产品是否具有其他公司难以企及的技术水平, 在该行业具有无可争辩的领先地位; 二是是否具有专利保护其垄断地位, 其他公司不能模仿和假冒; 三是技术的赢利前景, 技术的先进性应体现在赢利能力上, 企业的技术产品没有赢利前景, 其股票就没有投资价值; 四是产品市场的广度, 企业的技术产品具有广阔的市场, 才能形成大规模的赢利。

#### 2. 企业的技术开发能力分析

企业的技术开发能力决定企业发展的潜力, 股票价值取决于企业未来股利的现值, 而能改变企业未来状况的最重要因素就是技术。考察企业技术开发能力应着重于: 一是公司的股东背景, 新技术的开发往往要耗费大量的财力和物力, 并且风险极大, 如果有一个研究实力非常强大

的股东支持，那么公司的技术开发能力将大为提高。二是公司自身的技术开发能力，这主要考察公司的人员构成，科研机构设置等。

## 四、管理能力指标

上市公司管理水平可以影响公司对社会资本的吸纳能力，影响投资者对公司看好的程度和社会资本在公司内部的积聚程度。管理能力越强的公司，或者公司治理水平越高的公司，越是被投资者看好，其吸纳社会资本的能力越强，公司股票溢价能力就越强，市值就越大。这种由管理水平所引起的公司股价的增加和市值的增大，即为管理溢价。管理是企业持续增长的根本，上市公司的管理水平必须要体现公司的持续发展能力，并能与公司的主业发展相协调和匹配。至于公司治理带来的溢价，实际上是通过清晰透明的公司治理机制的设计，增强投资者对于上市公司整个运作机制的信心。大量的市场研究证明，投资者愿意为良好的公司治理支付溢价，这也就是我们所说的治理质量溢价。股权分置的解决之所以带来治理溢价，十分重要的原因是非流通股与流通股利益的一致，使上市公司内部股东利益之间的冲突减弱，全流通带来的外部并购压力加大等因素都会成为上市公司改进公司治理的推动力量。

在股权分置条件下，由于无法通过股票交易直接从市场获利，非流通股股东（一般是控股股东）就会想方设法利用其手中的控制权为自己谋求利益。于是，大股东过度圈钱、违规造假、侵占挪用上市公司资产等弊病丛生。在统一的价值标准建立后，上述行为将直接导致非流通股股东资产更大的损失，这就从制度源头上制约非流通股股东损害流通股股东利益的行为。在同一价值标准下，非流通股股东只有形成良好的自我约束机制，关注上市公司利润的提高、财务指标的改善，从而促使股票价格上涨，赚取更大的收益。管理能力的考察从以下几个方面着手：

### 我国上市公司 TMT 治理

我国上市公司 TMT (Top Management Team) 治理的质量状况：股东及其他利益相关者的利益是否得到了有效保护；何种 TMT 治理



模式更适合我国上市公司的治理环境；如何规范董事会与 TMT 的关系；董事会与 TMT 的权力与责任如何配置更有利于提高公司绩效；如何有效管理董事会与 TMT 之间的冲突才能有利于公司 TMT 治理绩效的提高；TMT 如何运作才能形成完善的决策机制；采用何种激励约束机制才能有效降低代理成本，并促使 TMT 为公司长期发展而努力；决定上市公司 TMT 治理绩效的主要因素有哪些等等。解决上述问题的核心是在借鉴国际经验的基础上结合我国上市公司所处的法律环境、机制环境、市场条件以及上市公司本身的发展状况，设置中国特色的上市公司 TMT 治理绩效评价指标体系，采用科学的方法对上市公司 TMT 治理状况做出准确、客观的评价。

我国上市公司 TMT 治理着眼于公司治理核心从治理结构建立转向治理机制优化、从权力制衡转向科学决策的新观念，有针对性地提供一套治理评价指标体系，以期客观判断和测评“内部人（TMT）控制”的风险程度、TMT 运作的优化程度、TMT 激励约束体系的完善程度，为建立有利于我国上市公司长远发展的 TMT 治理机制提供参考。

### 1. TMT 成员的任免机制

在我国经理人市场与公司控制权市场尚未建立和完善的情况下，“控制权行政配置”起着替代作用。它所强调的主要内容是政府行使对公司经营者的任免权，而非通过经理人市场和控制权市场来实现控制权的配置和转移。由此形成的 TMT 在实际决策和管理过程中，必然会有意或无意地脱离公司价值最大化的目标。

对 TMT 任免机制的评价，有利于发现形成于高级管理人员任免过程中的公司治理障碍，促进 TMT 任免机制的市场化、法制化，解决公司 TMT 治理的源头问题。这里我们从测评“行政型”TMT 治理，推动“市场型”TMT 治理的角度出发，设置相关指标进行评价；运用高层梯队理论的最新研究成果，分析我国上市公司 TMT 的传记特征与结构性特征，从 TMT 成员的任期、年龄、职业来源、教育背景等方面的异质性角度设置相关指标进行评价。

### 2. TMT 的运作柔性

企业的发展如果长期保持在某一水平或以其为轴线上波动时，其相应的机制框架是稳定的，公司治理与管理也会达到一个系统化的机制均衡。但机制变迁的动力在仅考虑企业自身时，主要取决于机制结构及其内在的相互关联性。引起治理和管理系统化失衡的动力主要

来自它们之间的强相关部分。而且由于管理所涉及的面太广，以及考虑到与公司治理紧密联系的主要是管理的高层次部分，所以着重从TMT运作柔性的角度，分析其与公司TMT治理的关系。

孙海法等学者通过改进高层梯队理论（Upper Echelon Theory）为TMT的运作柔性研究搭建了基本的理论框架。高层梯队理论从五个方面来描述和评价TMT：团队成员组成、团队管理过程、团队成员结构、激励以及领导，并将这五个维度归结为团队组成、团队结构与团队过程三个方面。团队组成与结构包括TMT成员的传记特点（年龄结构、教育、资历等）、角色定位与角色冲突、进入TMT的动机及职权结构等因素。组织结构特征是在TMT组建或变动时形成的特点，是TMT较稳定的、客观的特征。团队过程即TMT的运作过程，包括团队成员之间的协调、沟通、冲突处理、领导、激励等行为。团队成员的互动影响了高层决策，TMT的运作柔性在很大程度上由TMT成员之间的这种互动过程决定。

多数文献显示，西方学者对公司治理与公司管理关系的研究，仍主要着眼于公司治理的角度，虽然也注意到公司高层战略柔性在两者之间的重要地位和作用，但却没有充分认识到，高层战略柔性实际上是维系公司治理与公司管理的根本纽带。我们从战略效率、战略反应性、战略多功能性、战略稳健性等四个方面对上市公司TMT战略柔性进行测度。

在上市公司TMT治理中冲突管理的研究方面，暨南大学马兆平、夏洪胜提出了公司治理结构中冲突管理的研究课题，并强调董事会与TMT之间的层级冲突是核心冲突，需要给予着重研究。本文从TMT治理的角度出发，把其中的冲突分为三类：董事会与TMT之间的冲突，TMT内部的冲突，TMT与债权人、客户、社区等公司利益相关者之间的冲突。

CEO的领导柔性是公司成功的重要保证，是公司管理柔性化的最高体现。CEO领导策略的建设性使用和影响力的有效发挥，可以激发被影响对象的行动意愿，提高被影响者接受目标和执行目标的自觉性。因此，对CEO领导策略和影响力的研究是领导理论和实践的重要内容。

因此，我们从公司董事会与TMT的关系入手，着重探讨评价两者在冲突管理、战略决策、领导效能等三方面的相互影响与作



用机制。

### 3. TMT 的激励机制

企业绩效的高低及经营成败在很大程度上取决于 TMT 成员的能力及其积极性的发挥。从 TMT 薪酬总量、结构、薪酬与公司业绩的关系等多方面设计指标，从强度和动态性两个角度评测 TMT 薪酬激励约束程度，考虑到各国 TMT 成员不同的薪酬水平和结构对公司 TMT 治理状况及业绩有不同方向的影响，我们认为应该根据我国 TMT 薪酬激励与约束的实证研究情况而设立不同的评判标准及测评值。

西方学者的实证研究结果表明：与基本工资和年度奖金等传统薪酬机制相比，股票与期权激励机制的激励效果较好；随着股票与期权激励机制使用规模的扩大，整体薪酬业绩弹性增大，整体薪酬的激励效果增强。

由于我国的法律体制、机制背景和上市公司的治理结构等不同于西方发达国家，我们在借鉴西方发达国家的经验对 TMT 进行长期激励时，是能达到预想的激励 TMT 努力工作、提高公司绩效和公司价值的效果，还是会由于公司真正的所有者不在位、“内部人控制”，股权激励演变为经营者的一场权力资本的“寻租运动”？股权激励采用何种方式进行会使得 TMT 像关心自己的利益一样真正关心企业的利益，从而加倍努力地工作？在我国外部治理机制难以发挥作用和内部治理机制不完善的情况下，对 TMT 进行股权激励能否起到改善公司 TMT 治理，从而提高公司业绩的作用？通过对我国上市公司 TMT 股权激励的治理评价，试图回答以上问题。在指标体系的设计中对 TMT 持股（股权数量、流通性、形成方式）的各个单独因素加大了测评力度。

#### 公司 TMT 治理评价指标体系

##### 1. TMT 任免机制的评价指标

基于以上对 TMT 任免机制的治理评价内容分析，对 TMT 任免机制的测评主要从 TMT 成员的竞聘方式、TMT 成员的职务多重性、TMT 成员的更替机制、TMT 的结构等四个方面设置二级指标。

TMT 成员的竞聘方式包括两个三级指标：（1）总经理（CEO）的竞聘方式：评价总经理来源的公开与竞争程度。总经理竞聘方式的公开、透明程度越高，TMT 治理绩效越好。（2）TMT 其他成员的竞聘方式：评价 TMT、其他成员来源的公开与竞争程度。TMT 其他成员竞聘

方式的公开、透明程度越高、TMT 治理绩效越好。

TMT 成员的职务多重性包括四个三级指标：(1)总经理与董事长两职设置：评价总经理经营控制地位的相对独立性。上市公司董事长和总经理两职分离有利于董事会对 TMT 的监督与激励。(2)TMT 成员的行政度：评价政企分开的程度。实行现代企业机制的公司高管人员不兼任行政官职是政企分开的保证。(3)TMT 成员的双重任职：考核 TMT 成员是否在股东单位与被控股公司双重任职及双重任职 TMT 成员占总数的比例，以此衡量 TMT、介入关联交易的可能性。双重任职更易发生转移价格和其他非市场交易，避免双重任职是控制关联交易的有效手段。(4)TMT 主导的内部人控制：通过 TMT 中董事人数占董事会成员总数的比例评价 TMT 与董事会相互制约程度。比例过高会使 TMT 凌驾于董事会之上，造成股东会、董事会形同虚设。

TMT 成员的更替机制包括五个三级指标：(1)继任规划：考核继任规划和 TMT 发展被董事会审视的频数。定期审核有利于 TMT 做好持续、长远的科学决策。(2)总经理的变更程度：考核总经理的变动依据《公司法》及《公司章程》规定进行的程度，即考核总经理变更履行法定程序的程度。(3)总经理的稳定性：通过总经理变更频率和原因的考核，分析总经理的相对稳定性。频繁更换总经理对公司业绩成长不利，应维持总经理的相对稳定性。(4)接管防御机制：考核 TMT 变换的防范机制，在 TMT 成员突然离职的情况下，有人选可以接管相应职务。(5)TMT 成员的辞退机制：考核辞退 TMT 成员的条件和依据的规范程度。在规范的辞退机制引导下，有利于 TMT 的健康发展与更替。

TMT 的结构包括四个三级指标：(1)TMT 成员任期异质性：考核 TMT 成员进入公司高管层的年限差别程度。(2)TMT 成员年龄异质性：考核 TMT 成员所处年龄段的差别程度。考核年龄段划分为 35 岁以下、36-40 岁、41-45 岁、46-55 岁、56 岁以上。(3)TMT 成员职业来源异质性：考核 TMT 成员进入公司高管层以前的身份，分为企业人员、政府官员、个体职业者、其他等进行考核。(4)TMT 成员教育背景异质性：考核 TMT 成员接受正式教育的层次与水平，按学历分为中学或中专、专科、本科、硕士、博士等进行考核。

## 2. TMT 运作柔性的评价指标

基于以上对 TMT 运作柔性治理评价内容的分析，对 TMT 运作柔



性的测评主要从战略柔性、冲突管理柔性、CEO的领导柔性等三个方面设置二级指标。

在不同的背景条件下，战略柔性往往具有不同含义。这一现实增加了测度 TMT 战略柔性的难度。综合有关理论研究与成功企业的实践，尝试从战略效率、战略反应性、战略多功能性、战略稳健性等四个方面设置八个三级指标对上市公司 TMT 战略柔性进行测度：相对于竞争对手而言，TMT 战略柔性表现出的灵活性；TMT 具有在必要时迅速改变其基本战略方向的能力；TMT 能够对竞争对手的行动做出快速反应；TMT 能够对变化的顾客需求做出快速反应；TMT 努力在环境的不断变化中寻求获利机会；TMT 通过在不同业务活动之间共享投资，能够保持适当的剩余资源；TMT 能够因环境变化而快速调整其战略资源配置；TMT 能够因环境变化而以较低成本重置战略资源。

冲突管理柔性包括六个三级指标：（1）TMT 提交董事会半年/年报、季报原始资料的及时性：用于考核法定信息披露的时效性。（2）TMT 与董事会的非正式信息沟通：考核 TMT、与董事会非正式沟通方式的灵活性，以及沟通的频次。（3）TMT 的内聚力：考核 TMT 成员之间相互被吸引的程度，具有内聚力的 TMT 中成员会对别的成员表现出更深厚的感情，更多的信任和更高水平的满意感，会对整个 TMT 表现出情感性的吸引力。（4）TMT 处理冲突的方式：TMT 处理冲突的方式包括消极对抗策略、顺从策略、竞争策略、回避策略、合作策略等五种类型，该变量主要考核 TMT 成员运用合作策略解决冲突的频次，以及运用不同策略的灵活程度。（5）投资者有渠道能够直接接触 TMT：考核 TMT 对公司投资者利益的关心程度，良好的 TMT 治理有必要建立较为宽广的沟通渠道以便投资者及时了解公司的运营状况。（6）TMT 能够及时披露公司重大资讯：考核 TMT 是否及时向董事会、监事会、投资者等提供公司重大事件发生可能性的预警信息，TMT 如能及时提供相关信息可以在很大程度上缓解和消除 TMT 与董事会、监事会、投资者等之间的冲突。

CEO 的领导柔性包括四个三级指标：

（1）采用领导策略的多样化水平：CEO 的领导策略分为以理服人、以情感人、观念与行为示范、以身作则、惩戒、利益交换、组织权威、决断、寻求他人支持等。CEO 采取领导策略方式的多样化是

CEO 领导柔性的基础，多样化程度越高，CEO 领导柔性化程度相对越高。

(2) 唤起 TMT 成员的忠诚：CEO 通过提供 TMT 成员行为的意义与实际缘由，以及解释需要做什么、为什么做等，引升 TMT 成员的自我价值和他们对工作的激情，从而提高 TMT 成员的内聚力。CEO 唤起 TMT 成员忠诚度的能力越高，CEO 领导柔性程度就越高。

(3) 采用领导策略的灵活性：CEO 的领导策略可分为对董事会的影响策略、对监事会的影响策略、对 TMT 成员的影响策略，不同对象的地位、个性、行为模式有很大差别。CEO 领导策略的灵活性主要是测评 CEO 根据不同的对象采用不同策略的程度。

此外，还要考察公司管理人员的素质和能力。在现代企业里，管理人员不仅担负着对企业生产经营活动进行计划、组织、指挥、控制等管理职能，而且从不同角度和方面负责或参与对各类非管理人员的选择、使用与培训工作。因此，管理人员的素质是决定企业能否取得成功的一个重要因素。在现代市场经济条件下，企业面临的内外环境日益复杂，对公司管理人员的要求也不断提高。在一定意义上，是否有卓越的企业管理人员和管理人员集团，直接决定着企业的经营成败。显然，才智平庸、软弱无能者是无法担当起有效管理企业的重任的。所以，现代企业管理职能客观上要求企业管理人员具有相应的良好素质。换言之，良好的管理人员的素质是提高管理的不可或缺的重要条件。管理人员的素质要求是指从事企业管理工作的人员应当具备的基本品质、素养和能力，它是选拔管理人员担任相应职务的依据和标准，也是决定管理者工作效能的先决条件。对管理人员的素质分析是公司分析的重要组成部分。一般而言，企业的管理人员应该具备如下素质：

#### (1) 从事管理工作的愿望

企业管理是组织、引导和影响他人为实现组织目标而努力的专业性工作，胜任这一工作的前提条件是必须具有从事管理工作的愿望。只有那些具有影响他人的强烈愿望，并能从管理工作中获得乐趣、真正得到满足的人，才可能成为一个有效的管理者；反之，倘若没有从事管理工作对他人施加影响的愿望，个人就不会花费时间和精力去探索管理活动的规律性和方法，亦缺乏做好管理工作的动力，不可能致力于提高他人的工作效率，难以成为一个优秀的管理者。



## (2) 专业技术能力

管理人员应当具备处理专门业务技术问题的能力，包括掌握必要的专业知识，能够从事专业问题的分析研究，能够熟练运用专业工具和方法等。这是由于企业的各项管理工作，不论是综合性管理亦或职能管理，都有其特定的技术要求。如计划管理要求掌握制定计划的基本方法和各项经济指标的内在联系，能够综合分析企业的经营状况和预测未来的发展趋势，善于运用有关计算工具和预测方法。要胜任计划管理工作，就必须具备上述专业能力。因此，管理人员应当是所从事管理工作的专家。此外，就管理对象的业务活动而言，管理人员虽然不一定直接从事具体的技术操作，但必须精通有关业务技术特点，否则就无法对业务活动出现的问题作出准确判断，也不可能从技术上给下级职工以正确指导，这会使管理人员的影响力和工作效能受到很大限制。

## (3) 良好的道德品质修养

管理人员能否有效影响和激发他人的工作动机，不仅决定于企业组织赋予管理者个人的职权大小，而且在很大程度上取决于个人的影响力。而构成影响力的主要因素是管理者的道德品质修养，包括思想品德、工作作风、生活作风、性格气质等方面。管理者只有具备能对他人起到榜样、楷模作用的道德品质修养，才能赢得被管理者的尊敬和信赖，建立起威信和威望，使之自觉接受管理者的影响，提高管理工作的效果；反之，管理人员如果不具有良好的道德品质修养，甚至低于一般规范，则非但无法正常行使职权，反而会抵消管理工作中其他推动力的作用，影响下级工作的积极性。

## (4) 人际关系协调能力

这是从事管理工作必须具备的基本能力。在企业组织中，管理人员通常担负着带领和推动某一部门、环节的若干个人或群体共同从事生产经营活动的职责，因此，需要管理人员具有较强的组织能力，能够按照分工协作的要求合理分配人员，布置工作任务，调节工作进程，将计划目标转化为每个员工的实际行动，促进生产经营过程连续有序地稳定进行。不仅如此，为了充分发挥协作劳动的集体力量，适应企业内外联系日益复杂的要求，管理人员应成为有效的协调者，善于协调工作群体内部各个成员之间以及部门内各工作群体之间的关系，鼓励职工与群体发挥合作精神，创造和谐融洽的组织气氛；同时

要善于处理与企业有直接或间接关系的各种社会集团及个人的关系，妥善化解矛盾，避免冲突和纠纷，最大限度地争取社会各界公众的理解、信任、合作与支持，为企业的发展创造良好的外部环境。

### (5) 综合能力

现代市场经济条件下，企业作为不断与外部环境进行信息、物质与人才转换的开放系统，生产经营过程具有明显的动态性质，即需要随时根据市场环境的变化作出反应和调整。与这一状况相适应，管理工作经常面对大量的新情况、新问题。在一定意义上，管理过程就是不断发现问题、解决问题的过程。为此，管理人员必须具备较强的解决问题的能力，要能够敏锐地发现问题之所在，迅速提出解决问题的各种措施和途径，善于讲求方式方法和处理技巧，使得问题得到及时、妥善的解决。在解决问题的过程中，决策能力具有至关重要的作用。现代管理中管理人员特别是高层管理人员面临的非程序性、非规范化问题越来越多，在没有先例可循的情况下，管理人员必须具有较高的决策能力，要善于在全面收集、整理信息的基础上，准确判断，大胆拍板，从各种备选方案中果断地选择最优方案，并将决策方案付诸实施。不同层次的管理人员所需要的能力构成也有所不同。一般说来，专业技术能力对基层管理人员显得比较重要，中层管理人员次之，高层管理人员则不需要太强的专业技术能力。基层管理者日常工作中面对的大量问题是技术问题，必须有熟练的专业技术能力和深厚的专业基础知识才能胜任。综合能力对高层管理人员最重要，因为高层管理者承担企业重大战略决策、协调内外环境平衡的职能，专业问题可以委托职能部门的参谋人员去解决，但是最终的决策必须由自己承担。人际关系协调能力对每个管理层次都很重要，但不同管理层次人际关系协调能力的类型有所不同。基层管理者需要协调基层操作人员工作协作、配合方面的能力；中层管理人员既要协调上级和下级单位之间的关系，也要承担大量的横向协调职能；高层管理人员主要承担企业外部关系的协调职能，为企业营造一个良好的环境。

### 3. TMT 激励机制的评价指标

基于以上对 TMT 激励机制的治理评价内容分析，对 TMT 激励机制的测评主要从薪酬激励、股权激励、控制权激励等三个方面设置二级指标。

薪酬激励机制包括五个三级指标：（1）薪酬水平：评价 TMT 成员



的薪酬在国内同行业所处的相对水平。TMT 成员相对于国内同行业有较高的薪酬水平，将会产生较强的激励作用。(2)薪酬结构：薪酬形式与构成。多样的、长短期兼顾的合理薪酬能正确引导 TMT 成员的职业努力方向。(3)TMT 成员的薪酬差异：评价 TMT 成员之间的薪酬差异，差异程度较大将会产生较强的激励作用。(4)TMT 成员与公司员工的薪酬差异：评价 TMT 成员与公司员工的薪酬差异，差异程度较大将会产生较强的激励作用。(5)TMT 的薪酬与公司绩效的挂钩程度：通过衡量薪酬与业绩的关系，考核薪酬激励的动态化程度。薪酬与公司绩效挂钩，使薪酬具有动态激励性。

股权激励机制包括四个三级指标：(1)TMT 成员持股比重：反映对 TMT 股权激励的强弱程度。TMT 成员持股水平高的公司能激励 TMT 创造较好的经营业绩。(2)TMT 成员持股水平：评价 TMT 成员的持股在国内同行业所处的相对水平。TMT 成员相对于国内同行业有较高的持股水平，将会产生较强的激励作用。(3)持股方式：考核持股方式如业绩股票、股票增值权、年薪购买流通股、强制 TMT 成员持股以及以上混合模式等对激励强度的影响。TMT 成员主动收购方式的激励与约束性强于被动持股方式。(4)持股流通性：反映对 TMT 股权激励作用的有效程度，TMT 股权在一定期限内一定比例的流通或内部虚拟流通会增加股权激励的有效性。

控制权激励机制包括三个三级指标：(1)职务消费机制：考核经营管理权激励约束程度。取消公司支付的非货币化职务消费，激励约束力会大大增强。(2)绩效评价机制：考核是否存在基于股票市场和基于公司财务绩效相结合的综合评价体系。良好的非 TMT 主导的公司绩效评价机制是激励约束有效性的根本保证。(3)经营风险抵押机制：考核与报酬激励相配套的约束程度。与经营者自身权益紧密联系的风险抵押可降低公司风险，减少重大损失，实现应有的激励效果。

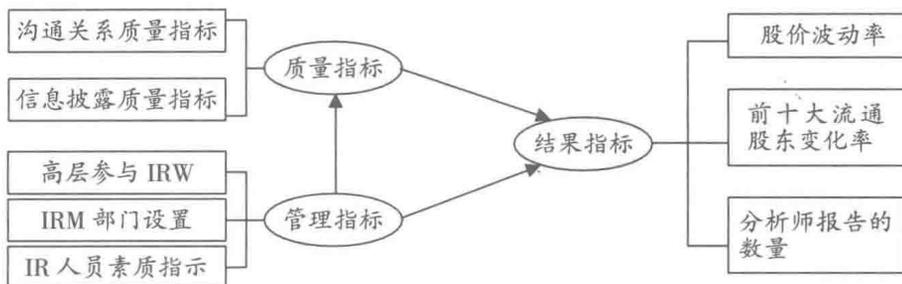
综上所述，运用公司治理理论与企业高层管理理论，从上市公司 TMT、治理与 TMT 运作管理相契合的角度，通过科学地界定上市公司 TMT 治理评价的内容，创建了一套适用于我国上市公司治理环境的上市公司 TMT 治理评价指标体系，用以评价我国上市公司 TMT 的治理状况。

其中，有待于进一步深入研究的问题包括：上市公司 TMT 治理绩效的主要权变影响因素是什么，公司董事会与监事会的职能如何确

定，公司利益相关者、国家相关法律法规与政策的变化等因素对上市公司 TMT 治理绩效评价指标体系的建立、评价主体的确认、评价基准与等级的设置等系统要素的动态影响机制如何等。通过广泛的实证研究与一系列的规范研究，进一步深入探讨公司 TMT 中的冲突管理柔性、战略决策柔性、领导柔性，进一步理顺与规范 TMT、董事会、监事会、公司利益相关者群体之间错综复杂的运作关系，而不是仅仅停留在“委托—代理”关系的权力制衡层面。

### 投资者关系管理评价

投资者关系管理（IRM）评价是基于外部对上市公司实施投资者关系管理质量（好/坏）的评价。在评价中关注投资者关系管理的两个层面，即当前投资者关系管理的水平状况以及影响投资者关系管理水平因素。当前投资者关系管理的水平状况用结果指标来度量，影响投资者关系管理水平的因素用质量指标和管理指标共同度量（下图）。



影响投资者关系管理水平的因素用质量指标和管理指标共同度量

将结果指标纳入到投资者关系管理评价指标体系中是我们的一个创新。一般的投资者关系管理评价或是对投资者关系管理的实施状态如质量指标和管理指标进行评价，如路透社 IR 评价、IR 杂志以及日本投资者关系协会的 IR 评价；或是从结果指标入手进行评价，如 NASDAQ 等专业机构进行评价。从逻辑上讲，投资者关系管理的质量指标和管理指标对结果指标产生影响，但结果指标并不必然由质量指标和管理指标引起。所以我们认为评价一个上市公司投资者关系的质量（好/坏）应该是一个综合的评价过程，即好的投资者关系管理应该是质量指标、管理指标和结果指标均好的投资者关系管理。由投资者关系管理质量指标、管理指标和结果指标共同构成投资者关系管理评价指标体系。



结果指标直接衡量上市公司实施投资者关系管理的状态水平。好的投资者关系管理能够建立与投资者良好的关系，提高投资者满意度，增强投资者对公司的忠诚度，并最终实现股价的提高，资本成本的降低等目标。结果指标采用三个指标：股价波动率、股东忠诚度、分析报告的数量。

投资者关系管理在本质上是一种以金融团体为对象的战略性沟通活动。作为一种沟通活动，其质量包括两个方面的内容，其一是沟通关系的质量，其二是披露信息的质量。沟通关系的质量是指上市公司在与投资者进行沟通的过程中所包含的基本面的质量，包括进行沟通的渠道的质量和沟通本身特征的质量。信息披露是投资者关系管理的一个核心重要组成，也是衡量投资者关系管理质量的一个重要方面。

管理指标是影响结果指标的另一重要因素，也会对质量指标产生影响。管理指标是从公司的 IR 组织角度考虑的。组织，一般包含两个层面的意义：第一，是作为过程的组织，即上市公司对投资者关系管理活动的组织，这主要体现在上市公司高层管理者对 IR 的承诺和参与上；第二，作为一种结构的组织，主要是 IR 组织的健全方面，体现在 IR 部门设置、IR 人员配备素质等方面。在管理指标中包括三个子指标，高层参与指标、部门设置和 IR 人员素质指标。详细指标体系参见下表。

目标层指标	准则层指标	子因素层指标	指标说明
结果指标 (A)	股价波动率 (A 1)		衡量公司进行 IR 努力的效果,好的 IR 努力使股价波动率小
	股东忠诚度 (A 2)	前十大流通股股东增持率 (A 21)	衡量股东增持股票比例
		前十大流通股股东变化率 (A 22)	衡量公司前十大股东结构变化状况
	分析报告的数量 (A 3)		衡量跟踪上市公司的分析师数量状况

续表

目标层指标	准则层指标	子因素层指标		指标说明
质量指标 (B)	沟通关系质量 (B 1)	沟通渠道易达性指标 (B 11)	是否提供 IR 沟通渠道: 电话、传真、电子邮件、IR 主页、业绩说明会、CEO 演示等以及这些沟通渠道对于沟通的重要性特征 (B 111)	衡量公司是否为投资者提供接触公司、获取公司相关信息的便利条件以及是否采用了一些公认的有利于投资者关系管理的渠道
			股东大会的易达性 (B 112)	衡量上市公司是否为股东提供网上、现场等方式参与股东大会的便利性
		响应速度指标 (B 12)	对传真的反馈速度 (B 121)	衡量通过传真对投资者问题的响应速度
			对电子邮件的反馈速度 (B 122)	衡量通过电子邮件对投资者问题的响应速度
			IR 主页的更新速度 (B 123)	衡量公司对发生重大事件在 IR 主页的披露速度
		询问反馈效果指标 (B 13)	是否制定接待投资者、反馈投资者询问等方面的规范性文件 (B 131)	衡量上市公司对投资者询问进行反馈的效果
			在股东大会上对股东质询的态度和反馈效果 (B 132)	衡量上市公司对投资者询问进行反馈的效果
		互动性指标 (B 14)	及时将信息反馈给管理层 (B 141)	是否将 IR 的信息反馈给公司高层 (如投资者对公司经营管理方面的想法和建议)
			投资者反馈的信息对公司高层决策的影响程度 (B 142)	衡量投资者反馈的信息对公司决策的影响状况
			在股东大会上积极主动披露相关信息 (B 143)	衡量上市公司在股东大会上披露信息的积极性和主动性

续表

目标层指标	准则层指标	子因素层指标		指标说明	
质量指标 (B)	信息披露质量 (B 2)	完整性指标 (B 21)	公司战略规划信息 (B 211) (从产业发展趋势、公司未来战略规划、核心竞争能力、社会责任和环保信息等角度考量)	衡量披露信息的透明性和上市公司信息披露的主动性和积极性	
			公司治理结构(B 212)(从公司治理准则和内控制度的设立, 控股股东、董事会、管理层持股比例, 董事会、管理层及监事会情况等角度考量)	衡量披露信息的透明性和上市公司信息披露的主动性和积极性	
			财务信息披露(B 213)(从上市公司采用的会计准则、经营业绩披露、专题及重大事项披露、前瞻性信息、以往业绩对比分析信息披露等角度度量)	衡量披露信息的透明性和上市公司信息披露的主动性和积极性	
		可信性指标 (B 22)	是否对年报出具标准无保留意见 (B 221)	衡量披露信息的可靠性和真实性	
			上市公司是否受到证监会、上交所、深交所等机构谴责 (B 222)	衡量披露信息的可靠性和真实性	
			及时性指标 (B 23)	发现重大信息在网络上披露速度 (B 231)	衡量信息披露的及时性
		管理指标 (C)	高层参与IRM (C 1)	IR负责人在公司的职务 (C 11)	衡量管理层对IR重视状况
				高层参与投资者关系管理的程度(C 12)	衡量管理层对IR重视状况
			IR组织设置 (C 2)	设置专门的IR部门 (C 21)	衡量IR组织设置方面状况
	设置专门的IR部门 (C 22)			衡量IR组织设置方面状况	



续表

目标层指标	准则层指标	子因素层指标		指标说明
质量指标(B)	管理指标(C)	IR 人员素质(C 3)	IR 工作人员所接受的培训情况(C 31)	衡量 IR 人员的素质

### 公司管理风格及经营理念

管理风格是企业在管理过程中所一贯坚持的原则、目标及方式等方面的总称。经营理念是企业发展一贯坚持的一种核心思想，是公司员工坚守的基本信条，也是企业制定战略目标及实施战术的前提条件和基本依据。一个企业不必追求“宏伟的”理念，而应建立一个切合自身实际的，并能贯彻渗透下去的理念体系。经营理念往往是管理风格形成的前提。一般而言，公司的管理风格和经营理念有稳健型和创新型两种。稳健型公司的特点是在管理风格和经营理念上以稳健原则为核心，一般不会轻易改变业已形成的管理和经营模式。因为成熟模式是企业内部经过各方面反复探索、学习、调整 and 适应才形成的，意味着企业的发展达到了较理想的状态。奉行稳健型原则的公司的发展一般较为平稳，大起大落的情况较少，但是由于不太愿意从事风险较高的经营活动，公司较难获得超额利润，跳跃式增长的可能性较小，而且有时由于过于稳健，会丧失大发展的良机。稳健并不排斥创新，由于企业面临的生存发展环境在不断变化之中，企业也需要在坚持稳健的原则下不断调整自己的管理方式和经营策略以适应外部环境的变化。如果排斥创新的话，稳健型的公司也可能会遭到失败。创新型公司的特点是管理风格和经营理念上以创新为核心，公司在经营活动中的开拓能力较强。创新型的管理风格是此类公司获得持续竞争力的关键。管理创新是指管理人员借助于系统的观点，利用新思维、新技术、新方法，创造一种新的更有效的资源整合方式，以促进企业管理系统综合效益的不断提高，达到以尽可能少的投入获得尽可能多的综合效益，具有动态反馈机制的全过程管理目的。管理创新应贯穿于企业管理系统的各环节，包括经营理念、战略决策、组织结构、业务流



程、管理技术和人力资源开发等各方面，这些也是管理创新的主要内容。创新型企业依靠自己的开拓创造，有可能在行业中率先崛起，获得超常规的发展；但创新并不意味着企业的发展一定能够获得成功，有时实行的一些冒进式的发展战略也有可能迅速导致企业的失败。分析公司的管理风格可以跳过现有的财务指标来预测公司是否具有可持续发展的能力，而分析公司的经营理念则可据以判断公司管理层制定何种公司发展战略。

### 公司业务人员素质和创新能力

公司业务人员的素质也会对公司的发展起到很重要的作用。作为公司的员工，公司业务人员应该具有如下的素质：熟悉自己从事的业务，必要的专业技术能力，对企业的忠诚度，对本职工作的责任感，具有团队合作精神，等等。具有以上这些基本素质的公司业务人员，才有可能做好自己的本职工作，才有可能贯彻落实公司的各项管理措施以及完成公司的各项经营业务，才有可能把自身的发展和企业的发展紧密地联系在一起。当今国际经济竞争的核心，是知识创新、技术创新和高技术产业化，不少高科技公司依靠提高产品和服务的市场竞争力，加快新产品开发，公司业绩实现持续增长。管理创新是企业创新的一个方面，其他还有产品创新、技术创新、市场创新。管理创新则是产品、技术和市场创新的基础。在进取型的公司管理风格下，还需要具有创新能力的公司业务人员，如技术创新、新产品的开发必须要由技术开发人员来完成，而市场创新的信息获得和创新方式则不可缺少市场营销人员的努力。因此，公司业务人员的素质，包括进取意识和业务技能也是公司发展不可或缺的要害。对员工的素质进行分析可以判断该公司发展的持久力和创新能力。

### 上市公司独立董事制度

独立董事制度对上市公司的可持续发展有着十分重要的意义。没有完善的独立董事制度，就不会有完善的公司治理机制，公司的健全运作就无法得到保证，从而会对投资者的信心和公司的价值产生重大的消极影响。2001年8月16日，中国证监会颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，要求上市公司2002年6月30日前董事会成员中至少要有两名独立董事，其中必有一名为会计专业人士。独立董事作为一种制度安排，已经为证券场所接受。事实证明，上市公司建立独立董事的时间虽然不长，但对上市公司以及董事

会的运作已有显著影响，特别是在提高上市公司信息披露质量、维护公司及中小股东权益和完善公司董事会职能等方面起到了积极作用。毋庸置疑，由于独立董事制度实施时间很短，不免出现这样或那样的问题。独立董事作为中小股东利益的代理人，本应由中小股东（委托人）提名选聘，但实际情况是，大股东一手包办，致使独立董事与上市公司之间存在某种程度上的隐形关联交易，直接削弱了独立董事的独立性。因为独立董事的准入条件和选聘机制、薪酬激励与考核评价等许多敏感问题尚未妥善解决，独立董事与上市公司之间还存在利害关系，就很难向上市公司及其大股东的某些说法提出异议，所以未能完全尽到保护投资者尤其是中小股东权益的社会责任。公司独立董事制度应该建立以独立性为原则的独立董事选聘机制。独立董事除具有《公司法》和其他相关法律法规赋予董事的职权外，上市公司还赋予其特别职权，其中大多与财务治理业务有关，如重大关联交易和担保事项的判断与认可；提议聘用和解聘会计师事务所；独立聘请外部审计机构和咨询机构等。独立董事除参加董事会行使自己的职权外，还可以在董事会内设的审计委员会中起主要作用，如监督公司的审计制度及其实施；审核公司的财务信息及其披露；审查公司的内部控制制度等。作为会计专业人士的独立董事，在公司财务治理中更是责无旁贷。从一定意义上来讲，独立董事制度的引入是对上市公司监事会监督职能缺失的一种补救，因此独立董事的功能在公司治理中应定位于监督职能。

### 内部会计控制制度

公司治理实质上是对企业进行控制而建立的企业内外一整套制度的安排。良好的内部会计控制是正确处理企业的利益相关方关系、完善公司治理的重要保证。企业内部控制应以内部会计控制为核心。企业内部会计控制制度的建设，应根据《会计法》、《审计法》、《公司法》、《企业会计准则》、《内部会计控制规范》等理论体系，结合企业的业务流程、组织结构、经营特点与规模、控制目标等进行设计，为企业提升竞争实力提供制度保证。内部会计控制的基本方法是加强内部控制制度的建设，强化内部管理，对内部控制制度的完整性、合理性及实施的有效性进行定期检查和评估，同时要通过外部审计对公司内部控制制度以及公司自我报告进行核实评价，并披露相关信息。通过自查和外部审计，及时发现内部控制制度的



薄弱环节，认真整改，采取有效措施，提高防范风险的能力。通过会计内部控制，应达到以下目的：规范募集资金的运用，不得随意变更募集资金的用途，提高募集资金的使用效益；严禁侵占上市公司资金，控股股东不得巧立名目实施侵占，对已经侵占的资金加速追回；坚决遏制违规对外担保，明确对外担保的审批权限，严格执行对外担保审议程序，有效控制对外担保风险；规范关联交易行为，严格执行关联方回避制度，履行相应的信息披露义务，保证关联交易的公允性和交易行为的透明性。

### 公司的内在机制分析

公司的内在机制完善与否是保证公司健康运转的条件，在分析公司的内在机制时，主要考察两个方面，一是公司与大股东，特别是第一大股东之间的关系。公司与股东间交易的定价原则是什么，表决时是否实行了关系人回避，是否有损其他股东的利益，资产交易是否有利于公司的长远发展，资产的盈利能力如何，是否有通过关联交易调节利润的嫌疑，大股东及其子公司是否占用了公司资产，是否实行了“三分开”，等等，都是投资者分析的重点。二是公司的内部治理机构是否完善。这方面要考察公司董事会、监事会和经理层之间是否存在相互制衡的关系，是否存在总经理或董事长“一言堂”的情况等。上市公司要严格按照《公司法》、外商投资相关法律法规和现代企业制度的要求，完善股东大会、董事会、监事会制度，形成权力机构、决策机构、监督机构与经理层之间权责分明、各司其职、有效制衡、科学决策、协调运作的法人治理结构。股东大会要认真行使法定职权，严格遵守表决事项和表决程序的有关规定，科学民主决策，维护上市公司和股东的合法权益。董事会要对全体股东负责，严格按照法律和公司章程的规定履行职责，把好决策关，加强对公司经理层的激励、监督和约束。要设立以独立董事为主的审计委员会、薪酬与考核委员会并充分发挥其作用。公司全体董事必须勤勉尽责，依法行使职权。监事会要认真发挥好对董事会和经理层的监督作用。经理层要严格执行股东大会和董事会的决定，不断提高公司管理水平和经营业绩。

### 第三章 巴菲特价值投资理论 中国 A 股市场诠释

无疑，价值投资要在中国运用就要符合中国市场发展的方向，需要结合中国股市的实情，价值投资需要中国本土化。本来，价值投资是没有国界的，不应该存在价值投资的“中国化”问题，但是，中国股市的阶段性特征十分明显，这就提示我们，在价值投资时需要考虑中国股市所处的历史阶段、需要考虑中国股市股改的大背景，如果忘记了这两点，照搬外国成熟股市的价值投资理念，势必使中国股市走弯路。

巴菲特价值投资理论是价值投资理论中最有代表性的投资理论。巴菲特被喻为“当代最成功的投资者”。在历史上伟大的投资家中，他运用价值投资理论在美国的资本市场运行了五十多年，以其独特、简明的投资哲学和策略，投资可口可乐、吉列、所罗门兄弟投资银行、通用电气等著名公司股票、可转换证券等，并取得了年投资回报率 22% 以上的极大成功。石油大王约翰·D·洛克菲勒、钢铁大王安德鲁·卡内塞和软件大王比尔·盖茨都有一个共同特点，即他们的财富都来自一种产品或发明。巴菲特却是个纯粹的投资商，他从零开始，仅仅从事股票和企业投资，成为 20 世纪世界大富豪之一。对于巴菲特价值投资方法的研究，特别是对其作为价值投资核心的财务分析方法的研究，并将其核心部分就中国本土证券市场进行诠释，对于我国广大投资者熟悉和掌握理性投资理念具有十分重要的意义。具体表现为：

1. 有利于进一步完善我国 A 股市场的价值投资理论体系；
2. 有利于进一步探索那些对于我国 A 股市场更加有效的价值投资分析工具；
3. 为投资者准确把握 A 股市场理性投资的策略，提供了一个很好的方法；
4. 能够帮助 A 股市场的广大投资者更好地规避风险。



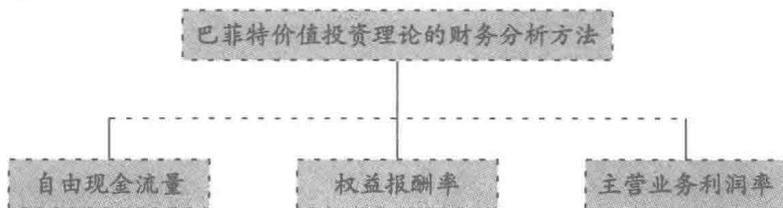
下面采用实证分析研究的方法对我国上市公司的投资价值进行研究。

首先根据巴菲特的财务分析方法，以我国A股上市公司为样本选出适合其理论的股票。然后对样本股票的各项指标进行统计描述，对数据进行定量、定性分析，得出实证研究结论。

另外，根据巴菲特的财务分析方法的各项指标在中国A股市场进行实证分析的结果，再结合中国A股市场自身的特点进行分析，得出规范分析结论。

## 一、巴菲特的财务分析方法

巴菲特在其价值投资理论中，将自由现金流量与权益报酬率、主营业务利润率等指标结合起来，构建股票选择的财务分析方法，如下图所示。



巴菲特的财务分析方法

资料来源：（美）巴菲特著：《巴菲特致股东的信：股份公司教程》，机械工业出版社，2004年版

### 1. 自由现金流量

#### (1) 自由现金流量的概念

承接第二章，自由现金流量（FCF）是指企业经营活动产生的现金流量（CFO）扣除资本性支出（CE）的差额，即： $FCF=CFO-CE$ 。其中，CE是维持企业现有生产能力的全部资本支出，包括投资在固定资产、无形资产各其他长期资产上的现金支出。

美国会计学界对现金流量表的使用与分析相当注重“自由现金流量”的概念，它表示经营活动产生的现金在扣除了计划中维持企业经营、分发股利、资本扩张后剩余的可动用部分。其定义式为：自由现

现金流量=经营活动产生的现金流量净额-股利-购买长期资产支出+出售长期资产得到的现金。

一般来说，一个企业的自由现金流量越大，表明其内部产生现金的能力就越大，其可自由运用的内源资金也越多，企业对外融资的要求也越低，企业的财务状况越健康。自由现金流量才是企业用来扩大投资、支付利息、回报投资者的源泉。如果一个企业的自由现金流量大于零，则表明该企业不需任何外部筹资即可满足经营的扩张。

由于有真实的现金支出，自由现金流量不受会计方法的影响，也不受经理人的操纵。分析现状我们可以看出，经理人的报酬与公司业绩、股票价格的关系越来越密切。例如，在1997-2000年间，美国施乐公司高级管理人员领取了500多万美元的业绩补贴，通过出售所持股票获得了3000多万美元的利润。正是依赖于公司业绩的薪金以及与股票价格直接相关的股票收入，促使公司管理层通过提前确认租赁收入和出租资产组合的远期合约收入、操纵各项准备金、以及不正当披露应收账款贴现业务等方式，操纵利润。因此，只有尽量选择受经理人操作空间小的财务指标和财务数据，才能尽可能真实地反映出企业的经营业绩，分析企业的投资价值。

### (2) 巴菲特的财务分析方法中的自由现金流量

巴菲特价值投资理论的财务分析方法中最为有效和独特的是他时常用到的自由现金流量指标。全球领域的价值评估模型主要有现金流量折现模型、经济增加值模型和相对价值模型等。其中，自由现金流量折现模型居于主导地位，是价值评估领域使用最为广泛、理论最为健全的模型。现金流量决定企业的价值创造能力，企业只有拥有足够的现金才能从市场上获取各种生产要素，为价值创造提供必要的前提，而衡量企业的价值创造能力正是进行价值投资的基础。

### (3) 自由现金流量指标主要表现形式

自由现金流量主要有两种表现形式：公司自由现金流量和股权自由现金流量。公司自由现金流量是公司产生的在满足了再投资需要之后剩余的现金流量，这部分现金流量是在不影响公司持续发展的前提下可以“自由”分配给公司全部资本提供者（包括债权人和股东）的最大现金额；股权自由现金流量是公司自由现金流量在扣除了债权人要求的现金流量之后的剩余现金流量，反映公司可以“自由”分配给



股东的最大现金额。这里所说的“自由”，是以扣除了满足公司持续发展所需的短期资金占用和长期资本支出为前提的。

自由现金流量的计算公式如下：

公司自由现金流量=息税前净营业利润+折旧与摊销-营运资本增加-资本支出股权自由现金流量

=公司自由现金流量-债权自由现金流量

=公司自由现金流量-税后利息+有息债务净增加

营运资本增加是指支持业务运转所需的新增的短期资金占用，资本支出是为了满足持续经营和提高未来增长潜力而购置各种长期资产的支出，两者之和为公司的总投资。由于折旧及摊销只是在计提时从资产负债表的会计科目中转到利润表的会计科目中，并不涉及现金的实际支出，因此在计算自由现金流量时应加回来。

#### (4) 自由现金流量指标的作用

现金流量比传统的利润指标更能说明企业的盈利质量。

首先，针对利用增加投资收益等非营业活动操纵利润的缺陷，现金流量只计算营业利润而将非经常性收益剔除在外。其次，会计利润是按照权责发生制确定的，可以通过虚假销售、提前确认销售、扩大赊销范围或者关联交易调节利润，而现金流量是根据收付实现制确定的，上述调节利润的方法无法取得现金因而不能增加现金流量。可见，现金流量指标可以弥补利润指标在反映公司真实盈利能力上的缺陷。如果一家公司的现金总是处于入不敷出状态，无论其账面利润如何耀眼，也逃脱不了陷入财务困境的悲惨结局。美国安然公司破产以及新加坡上市的亚洲金光纸业沦为垃圾公司的一个重要原因就是现金流量恶化，只有那些能迅速转化为现金的收益才是货真价实的利润。对高收益低现金流的公司，特别要注意的是有些公司的收益可能是通过一次性的方式取得的，而且只是通过会计科目的调整实现的，并没有收到现金，这样的公司很可能存在未来业绩急剧下滑的风险。自由现金流量与经营活动现金净流量相比，更具优势。

经营现金净流量指标本身没有反映为了持续经营的需要而不得不投入的资源，单从经营活动所产生的净现金流量判断企业的经营态势会有偏颇之处，企业经营能力的真正提高还需将维持经营生产能力的成本扣除再加以衡量。自由现金流量正是指将经营活动所产生的现金流用于支付维持现有生产经营能力所需资本支出后，余下的能够自由

支配的现金，该指标大于零是企业健康发展的标志，它旨在衡量公司未来的成长机会，因为稳定充沛的自由现金流量意味着公司用于再投资、偿债、发放红利的余地就越大，公司未来发展趋势就会越好。

单单一个自由现金流量指标就可以对公司的盈利能力、偿债能力和红利支付能力进行一次综合测评，省时省力。而且，计算自由现金流量所需的财务报表信息来源比净利润和经营现金净流量要广，净利润指标仅来自于利润分配表，经营现金净流量指标仅来自于现金流量表，而自由现金流量的信息来源则包括资产负债表、利润分配表、现金流量表。

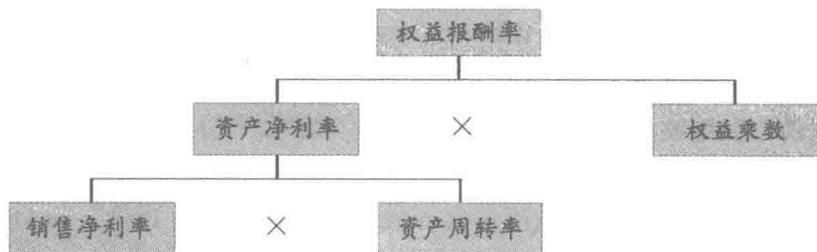
综上所述，自由现金流量不受会计方法的影响，受到操纵的可能性较小，可以在很大程度上避免净利润和经营活动现金净流量指标在衡量上市公司业绩上的不足，进而能够有效刻画上市公司基于价值创造能力的长期发展潜力。

## 2. 权益报酬率

### (1) 权益报酬率的概念

权益报酬率是反映上市公司经营状况的核心指标。透过这个财务指标，投资者可以对上市公司的财务状况作出系统而相对准确的分析，业内称之为杜邦分析系统。如图所示：

基本公式如下：权益报酬率=销售净利率×资产周转率×权益乘数



权益报酬率

资料来源：中国注册会计师协会编：《财务成本管理》，经济科学出版社，2006年版

杜邦系统数据资料来源于资产负债表和利润表。其核心指标权益报酬率符合股东财富最大化的要求，并由它与销售净利率、资产周转率、权益乘数之间的等式关系，说明企业盈利能力、运营能力、资本结构方面的状况以及三者之间的关系，从而较全面地反映企业的财务状况。并且通过对不同会计期间权益报酬率指标的比较分析，我们能找出权益报酬率上升或下降的原因所在。



## (2) 巴菲特的财务分析方法中的权益报酬率

在巴菲特的财务分析方法中，衡量企业经营层业绩最直接的标准就是企业经营层是否实现股东权益的最大化。因此，指标权益报酬率的大小很大程度上反映了企业经营管理的业绩水平。巴菲特的财务分析方法中杜邦分析法事实上就是从这个角度出发，进行指标细化，通过权益报酬率的一系列互动指标来分析经营者的成功与失误原因所在，并为下一阶段的经营提供有效的决策支持。采用杜邦分析法，可以帮助作为管理者的巴菲特通过以下途径提高股东收益，从而实现有效的管理。

①企业是否可以通过改善资本结构，提高权益乘数和资产利润率等途径提高权益利润率。

当企业资金需要总量一定时，在资产利润率基本保持不变的情况下，适当增加负债，提高权益乘数，可以达到提高权益利润率的目的。其原因是利用了财务杠杆原理，获得杠杆收益所致。相反，当负债比率过大时，增加负债将使资本成本急剧增加，导致总资产利润率下降，从而影响了权益利润率的提高。因此，优化资本结构，使权益乘数和总资产利润率增加，可达到提高权益利润率的目的。

②销售管理状况如何？是否采用能降低产品成本费用的措施，提高总资产利润率。

当权益乘数一定时，提高总资产利润率可达到提高权益利润率的目的。由前分析可知总资产利润率是销售利润率和总资产周转率的乘积，而提高销售利润率是提高企业盈利能力的关键所在。一个企业的销售收入水平，取决于市场营销与策划的成效，企业可根据自身特点和市场行情，有效地筹划市场营销策略，达到增加销售额的目的。

通过杜邦分析图巴菲特可以了解企业成本费用的结构是否合理，并进一步利用与成本有关资料分析成本高低、升降的原因，从而加强各环节、各方面的成本管理和控制，最终达到降低成本费用以增加利润总额的目的。

③企业是否有合理的资产结构、获利能力和偿债能力。通过杜邦分析法，巴菲特可以进一步分析各项资产的占用数额和周转速度，不断揭示企业资本运营中可能存在的问题，从而判断企业的获利能力和偿债能力。

总之，巴菲特通过杜邦分析图，可以理解各项财务指标之间的内在联系，然后根据财务比率分析提供的信息，并结合企业其他有关资

料，判明企业在生产经营中存在的问题，从而判断企业的投资价值。

### (3) 权益报酬率的作用

我国证券市场开设以来，权益报酬率一直是评判一家公司，尤其是上市公司经营业绩的主要指标。总体上讲，这一指标的设立有三个方面的作用：

①综合作用。由于这一指标表示的是每股收益与每股净资产的比值，而每股收益又直接与市盈率相关，所以它是判断公司股票价值即股东利益最大化的综合性指标之一。

②分析作用。净资产收益率是所有财务分析比率指标中最具有代表性、综合性最强的一个指标。

③标尺作用。在中国证券市场，公司能否发行股票与配股，其资格主要由这一指标来定夺。

## 3. 主营业务利润率

### (1) 主营业务利润率的概念

主营业务利润率=(主营业务利润÷主营业务收入)×100%

主要反映了企业在该主营业务领域的获利能力，它体现企业的智力、技术、产品、管理、文化的综合实力，包括企业有优秀的领导层，提供优质的服务、生产好的产品，优异的营销渠道、技术创新，良好的财务管理等，我们可以用这项指标在同行业中不同的公司间比较获利能力，还可以在不同行业比较企业获利能力、对同一企业不同年份或经济周期的赢利情况分析比较等。

### (2) 巴菲特的财务分析方法中的主营业务利润率

在巴菲特的财务分析方法中巴菲特总是用主营业务利润率来寻找持续高利润率的公司。巴菲特试图寻找没有有效竞争者的公司，或是由于专利或商标品牌等无形资产使得产品与众不同的公司。这些公司总是保持高的利润率。但传统的利润率选股标准总是只关心高利润率行业内的公司。而巴菲特的标准则寻找营业利润率和净利润率高于行业平均的公司。营业利润率关注与产品和服务直接相关的成本，而净利润率则考虑了公司的所有经营活动。接下来应该考虑的就是公司在行业的地位和可能的变化了。

### (3) 主营业务利润率的作用

主营业务利润率在如何分析企业的核心竞争力中有着重要的作用，主要表现为以下几点：



### ①主营业务利润率属于财务报表分析的重要指标

企业财务报表体现了盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力与社会贡献能力等多个方面，居于核心地位显然是企业主营业务的盈利和成长能力。

我国目前企业综合评价指标体系有四套：

- A. 财务评价指标体系，包括八大指标；
- B. 经济效益评价指标体系，包括十项指标；
- C. 综合评价指标体系，包括六类十二个指标；
- D. 资本增值保值考评指标体系，包括一个主导指标和若干个辅助指标。

前两个指标体系，由财政部发布，第三种指标体系是国家经贸委和国家统计局公布的，第四种指标体系来自于国家国有资产管理局的规定。如此多重的企业评价制度着实复杂重复，在这里通过主营业务利润率来分析，比较方便实用。

### ②主营业务利润率反映企业核心产品赢利能力

主营业务利润率指标反映一个公司核心产品的盈利能力。主营业务利润率必须保持一个稳定的数值，才能为企业创造充足的现金流，支付企业正常运转的费用，否则就谈不上核心竞争力，主营业务的核心东西可以包括某一方面的技术服务或制造能力，也可以体现在市场网络、品牌价值等无形资产，它反映的核心竞争力也可以从主营业务的资金流、管理能力、专门人才数量上体现等。

一个公司想要实现企业的高速发展，主营业务利润率必须每年保持一定的增长速度，为企业创造更多利润，支付企业规模扩展。在同行业中要保持强的持续的核心竞争力，如不断制造好的产品或提供优质服务。从企业的主营业务经营方面分析，好的企业主营业务利润率普遍比较高，这都是企业的核心竞争力的体现。如果企业没有稳定收入就不可能支付公司经营所需的费用，就不可能扩大投资持续发展，如果公司没有主打产品，就不能对外竞争。

主营业务利润率反映了企业在该主营业务领域的获利能力，它体现企业的智力、技术、产品、管理、文化的综合实力。包括企业有优秀的领导层，提供优质的服务、生产好的产品，优异的营销渠道、技术创新，良好的财务管理等。我们可以用这项指标在同行业中不同的公司间比较获利能力，还可以在不同行业比较企业获利能力、对同一

企业在不同年份或经济周期的赢利情况分析比较等。在垄断行业的门槛不断降低，市场竞争越来越激烈的背景下，寻找盈利能力强且能持续保持较高获利水平的公司已成为价值投资的重要思路。

## 二、巴菲特财务分析方法在中国 A 股市场运用的实证分析

### 1. 实证分析及其结果

#### (1) 自由现金流量在我国股票市场的运用可行性实证分析

自由现金流量相对其他价值指标更为复杂，目前在国内价值评估和资产管理领域的应用较少。自由现金流量指标在我国股票市场是否具有投资可行性，下面分别从个例和组合两个不同的角度进行实证分析。

表 1 自由现金流量衡量企业利润质量的实例

简称	ST 银广夏	ST 康达尔 ( 中科创业 )
代码	000557	000048
财务报告年度	1998	1998
每股收益	0.405	0.142
调整后的每股净资产	2.36	1.68
净资产收益率	15.35	8.12
自由现金流量	-384304329.2	-224724481.5
每股自由现金流量	-1.7452	-1.4285

备注：ST 银广夏 1999 年开始财务报表造假，中科创业 1998 年开始操纵股价。

资料来源：ST 银广夏和中科创业 1998 年的财务年报。

由表 1 可见，虽然 ST 银广夏和 ST 康达尔（中科创业）在 1998 年年报的主要财务指标（每股收益、调整后的每股净资产、权益报酬率）都很不错，但其自由现金流量均为巨额负数，说明两家公司的利润质量值得推敲。如果以自由现金流量对两家上市公司进行评估，就可能对随后发生的银广夏“财务造假”和中科创业“股价操纵”有所警觉和防范。可见，自由现金流量作为衡量上市公司利润质量的有效工具，可以甩开上市公司利润指标的“水分”，去伪存真。

表 2 自由现金流量组合与沪深市场 A 股组合的财务特征比较

主要指标	自由现金流量	组合沪深市场 A 股组合(剔除 ST)
组合样本	98	1158
每股收益	0.299	0.167
每股净资产	3.458	2.88
每股经营现金流	0.532	0.259
市盈率	22.661	32.249
市净率	2.469	2.555
净资产收益率	10.213	5.708

备注：选取股价/每股经营现金流量比率位于 (0,10) 的公司为样本。组合构建日 2006 年 12 月 26 日。

资料来源：大智慧股票分析系统。

表 2 为自由现金流量组合与沪深市场 A 股组合的财务特征比较。运用 2005 年年报的财务数据和 2006 年 12 月 26 日（2005 年年报披露截止日之后的第一个交易日）的股价数据，构建自由现金流量组合。通过比较可以发现，自由现金流量组合的每股收益、每股净资产、每股经营现金流、权益报酬率、主营业务利润率等财务指标以及市盈率、市净率等相对价值指标均优于沪深市场 A 股组合，具有良好的投资价值。无论是个例还是组合的结果都表明，自由现金流量作为衡量上市公司财务品质的国际通行指标，在我国股票市场不仅具有投资可行性，而且能够弥补其他财务指标在估值方面的不足。

#### (2) 权益报酬率在我国股票市场的运用可行性实证分析

以万科 A (000002) 的 2007 年度财务报告为例，来对权益报酬率在我国股票市场的投资可行性实证分析。如表 3 所示。

表 3 万科 A (000002) 的权益报酬率

年度	权益报酬率	销售净利率	资产周转率	权益乘数
2007 年	16.55%	14.97%	47%	2.95
2006 年	14.48%	12.07%	51%	2.86
2005 年	16.25%	12.79%	56%	2.56
2004 年	14.16%	11.45%	59%	2.44

备注：权益报酬率=销售净利率×资产周转率×权益乘数

资料来源：万科 A(000002) 的 2007 年度财务报告。



根据年报中的财务数据，公司的权益报酬率为 16.55%，销售净利率（净利润/销售收入）为 14.97%；资产周转率（是衡量企业资产管理效率的重要财务比率，在财务分析指标体系中具有重要地位。这一指标通常被定义为销售收入与平均资产总额之比：资产周转率=本期销售收入净额/本期资产总额平均余额。该项指标反映资产总额的周转速度。周转率越大，说明总资产周转越快，反映销售能力越强）为 47%；资产负债率（负债/总资产）为 66.11%；权益乘数（ $1/(1-资产负债率)$ ）为 2.95。同理，我们还可以计算出 2005 年、2004 年该公司的以上数据（见表 3）。从中我们可以看出其从 2004 到 2005 这两年间各项指标变动的幅度。如表 4 所示。

表 4 万科 A (000002) 的权益报酬率的变化率

	权益报酬率	销售净利率	资产周转率	权益乘数
2006-2007 年	14.30%	24.04%	-7.84%	3%
2005-2006 年	-10.89%	-5.6%	-8.9%	11.7%
2004-2005 年	14.75%	11.7%	-5.1%	5%

资料来源：万科 A (000002) 的 2007 年度财务报告。

数据显示，2005 年到 2006 年，公司的权益报酬率有所下降，这主要是公司销售能力、资产管理运营能力的下降，以及负债的增加，但这三方面的贡献是不尽相同的。权益乘数的增长率最大，达到了 11.7%，说明公司通过大幅举债有效提高了权益报酬率；但是销售净利率，增长率为-5.6%，公司的赢利能力有所下降。2006 年到 2007 年，公司的权益报酬率上升，这主要是 2007 年度国内房地产价格大涨，公司销售净利率增加，公司赢利能力加大。而公司的资产周转率一直在下降，虽然这和公司所处行业有一定关系，但从 2004 年到 2007 年，这个比率从未达到过 60%，说明公司的资产管理和运营能力尚需提高。

通过这个案例，我们不难发现，权益报酬率这个工具，能够在众多的财务信息中，去伪存真，从而证明了权益报酬率在我国股票市场的投资行为中运用的可行性。

### (3) 主营业务利润率在我国股票市场的运用可行性实证分析

我国上市公司行业不同，经营的产品、服务千差万别，以及经济周期性不同，经营的效益也不一样，我们通过公司的主营业务利润率静态及动态角度，横向和纵向分析所体现的核心竞争力，从而来验证主营业务利润率在我国股票市场的运用可行性。



①上市公司主营业务利润率高的核心竞争力强。主营业务利润率低的，核心竞争力差。

A. 主营业务利润率高反映了公司核心专长及相关资源优势，企业创造的产品附加价值高，竞争对手难于模仿。

a. 以用友软件为例

表 5 用友软件(600588)

项目/年份	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年	平均
主营收入(万元)	131729	103723	97715	70896	60157.29	92844.06
净利润(万元)	38780	18747	9884	6944	7491.89	16369.38
每股收益(元)	1.60	0.83	0.56	0.48	0.62	0.81
主营业务利润率	88.70%	89.81%	89.58%	91.23%	90.72%	90.01%

资料来源：用友软件的2003-2007年度财务报告。

2007年上市公司用友软件主营业务利润率88.70%，主要产品是ERP软件，主营业务利润率97.45%，技术服务、培训78.93%，公司收入主要靠卖ERP软件。软件是靠人的智力创造，有难模仿性，一套软件可以不断卖，不像工业品需买入材料生产后销售，成本费用高。用友软件5年的主营业务利润率都很稳定说明其产品销售额保持长期稳定甚至获得稳定超额利润，营业额和利润逐年上升。

b. 以贵州茅台公司为例

表 6 贵州茅台公司(600519)

项目/年份	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年	平均
主营收入(万元)	723730	379235	393051.5	300979.4	240101.7	9407419.5
净利润(万元)	452203	248807	111854.2	82055.4	58674.78	190718.9
每股收益(元)	3.00	1.64	2.37	2.09	1.94	2.21
主营业务利润率	82.56%	79.61%	82.52%	82.22%	80.12%	81.4%

资料来源：贵州茅台的2003-2007年度财务报告。

上市公司贵州茅台，2007年主营业务利润率82.56%，其产品是白酒类，高度茅台毛利在82.82%，低度茅台主营业务利润率79.61%，2007年每股收益达3.00元在上市公司及酒类公司是少有的，意味着其在酒类产品中的竞争力强，贵州茅台酒不可在其他地方生产，资源具有稀缺性。该公司产品在市场上的占有率高，毛利率稳定在80%以上。

B. 主营业务利润率低反映企业产品核心竞争力差。

主营业务利润率低，意味主营产品附加值低，企业获取利润的能力不高，如服装企业缺乏品牌，核心能力差。

以中国服装公司为例：

表 7 中国服装公司(000902)

序号	项目/年份	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年	平均
1	主营收入(亿)	22.10	18.57	4.94	5.15	4.5	11.05
2	净利润(万元)	1377	2607	-13551.65	216.49	-1780.98	-2226.4
3	主营业务利润率	5.19%	5.18%	-0.68%	12.02%	13.95%	7%

资料来源：中国服装公司的 2003-2007 年度财务报告。

上市公司中国服装主营业务收入在 2006 和 2007 年有了很大的提升，但利润却没有太大的增长，2003 年和 2005 年还出现亏损，毛利逐年下降。2005 年的主营业务利润率还是-0.68%。

“中国服装出口基本上还是以低质货为主，产品雷同、低价竞争、缺乏品牌、效益不高的现象相当突出。国家商务部一位研究人士对此感到担忧。重产品、轻品牌，重眼前利益、轻长远利益，是服装企业的做法。”许多企业的目标就是获取短期微利，根本没有考虑久远，常常是打一枪，换一炮。而品牌的形成是一个长期、艰苦的过程。中国服装企业必须从低成本价格扩张模式转向品牌竞争模式，从追求产品竞争力转向追求品牌竞争力。中国服装行业还要彻底改变品牌拿来主义意识，发展自己的品牌。

### ②运用主营业务利润率了解企业的核心竞争力

企业需要持续的核心竞争力，核心能力是企业过去的成长历程中积累产生，而不是短期内形成的。如发展生产规模，创造品牌，从企业战略角度核心能力是层次高、持久的中心策略，从企业未来成长看，核心能力具有打开多种产品市场，开展新行业领域的的能力；从竞争角度是发挥自身优势独树一帜的能力。

A. 主营业务利润率历年波动变化大反映产品市场竞争激烈。

企业的核心竞争力是一个系统工程，是人力资源、技术开发与创新经营管理能力，企业文化建设，市场营销方法和多元化经营以及需要靠规模来经营和树立品牌的过程。如前几年曾高速发展的家电企业。见表 8 所示。



表 8 家电公司历年主营业务利润率

序号	名称	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年	平均
1	长虹	14.46%	14.69%	11.94%	14.46%	13.89%
2	海尔	14.53%	12.88%	16.64%	18.02%	15.52%
3	康佳	14.69%	15.14%	8.39%	16.47%	13.67%
4	厦华	12.74%	11.92%	9.11%	6.50%	10.07%
	平均	14.11%	13.66%	11.52%	13.86%	13.29%

资料来源：大智慧股票分析系统。

以上资料所列家电类上市公司主营业务利润率 2000-2003 年波动大，说明市场竞争激烈，2000 年海尔、康佳主营业务利润率比其他家电的高，但经过 4 年发展竞争，大家都差不多。但康佳公司从 2000 年 16.47% 到 2001 年近 8.39% 波动 50%，在竞争中明显输给了长虹、海尔。家电在上市公司中行业毛利比较低，2003 年平均在 14.11%，业务收入高速增长，营业规模大幅度增长；企业利润虽然增长，但远低于业务收入的增长幅度；彩电企业利润大幅度下降，与业务收入的增长呈相反的态势，“净利润率极低，康佳竟然跌到了 0.44%，即卖出 1000 元的产品，只有 4.4 元的净利润”。解决这个问题只有靠品牌、良好服务和销售渠道取胜。如海尔 4 年平均毛利 15.52% 在同行中比较高，在市场竞争中有优势。在中国制造中，海尔擅长多品牌经营，“世界品牌实验室、世界经理人周刊和世界经理人网站联合推出的世界最具影响力的 100 个品牌揭晓，成为唯一入选的中国本土品牌。而在海尔之前，从来没有一个中国本土品牌进入世界 100 品牌排行榜。”海尔的核心策略是在产品的形式上优化品牌形象，提高产品质量，美化包装，实施产品的差别化，加强服务，通过优质服务提高顾客满意度，从而产生顾客忠诚导致顾客常常忽视竞争对手的品牌和广告及低价。发展规模经营也很重要，长虹具有规模优势，是世界第二大彩电生产企业。

B. 在行业里企业主营业务利润率逐年上升，说明企业能跟随外部环境同步变化，核心竞争力在提升。

在日益开放和日趋激烈的市场竞争里，企业重视规模经营和核心技术，建立自己的核心竞争力，使整个企业能保持长期稳定获取利润的能力，也包含获取竞争对手难以取得的超额利润。如表 9 所示。

表 9 钢铁公司历年主营业务利润率

名称	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年	平均
宝钢	24.65%	31.71%	29.85%	27.01%	19.90%	26.62%
马钢	14.23%	21.70%	30.06%	24.88%	15.16%	21.20%
首钢	15.08%	15.57%	10.22%	10.65%	10.39%	12.38%
武钢	20.15%	41.01%	17.05%	14.82%	14.94%	21.59%
凌钢	10.42%	12.46%	14.53%	18.88%	16.24%	14.51%
平均	16.90%	24.49%	20.34%	19.25%	15.33%	19.26%

资料来源：大智慧股票分析系统。

以上资料可以看到上市公司首钢、凌钢主营业务利润率上升不明显，宝钢、马钢上升幅度大，宝钢由 19% 上升到 31.71%，马钢由 13% 上升到 30%，宝钢实践也证明，发展诸如钢铁工业这样的行业必须重视规模经营和核心技术。

经验数据表明，钢铁企业生产达到 600 万吨以上才能实现规模经济。宝钢始终坚持其钢铁生产能力的不断扩大和技术改进，一期、二期工程建成后年钢产量已经超过 800 万吨，三期主体工种可使其综合生产能力达到 1100 万吨。由于生产规模扩大，产量提高，产品单位消耗大幅度降低，其经济效益逐年大幅度递增。2003 年宝钢收入达 444 亿，利润 99 亿，而 2003 年的凌钢公司收入 35 亿，利润 4 亿，武钢收入 68 亿，利润 8 亿，可见企业规模不同效益也不一样。

马钢股份 2003 年主营业务利润比 2002 年增加 148.29%，可见马钢近年来加快了推进技术改造的步伐，为其拓展市场空间增添了有力筹码。2003 年投资 52 亿元的大型薄板技改项目也已全面铺开。这些措施大大提高了公司产品在同行业中的竞争力，实现产品的升级换代和第二次腾飞。如公司成功拿下国家首列高速铁路——时速达 270 公里的秦沈线世界一流高速车轮招标项目；其跨距 550 米的上海卢浦大桥多项工艺、技术均创下世界之最，公司已连续三年入围中国“上市公司”50 强，还打赢了美国反倾销官司，出口美国的 H 型钢被裁定为 0% 关税税率，公司可不受约束地将其钢材出口到美国，说明马钢的竞争力在逐年增强。

③ 在一个经济周期主营业务利润率变化看企业的核心竞争力适应能力

在一个经济周期里企业的核心竞争力不同，企业适应能力不同，从



主营业务利润率可以体现。在经济周期里企业利润率随经济周期变化，在经济萧条期主营业务利润率高的，适应能力强，核心竞争力也强。

中国市场经济具有周期性，经济周期特点：高涨、调整、萧条到复苏。经济高涨，固定资产增长明显加快，企业设备更新加快，社会商品的供给能力提高，企业盈利能力明显增长。萧条是经济周期接近低谷部分，其特点是：劳动力失业率高，公众消费水平下降，投资减少，存货积压，企业利润低甚至亏损。钢铁、汽车等行业受经济周期性影响很大，以表9为例，2000年我国经济低谷，宝钢企业其主营业务利润率21.77%是行业内最高，收入309亿，净利29亿，而马钢的主营业务利润率13.43%，收入81亿，净利1.7亿，可见宝钢核心竞争力强，在经济萧条期也能赢得好的利润，马钢在萧条期就不行。而2003年经济复苏高涨，马钢上升幅度大，宝钢始终保持行业龙头。

④我国上市公司的主营业务利润率大小不同，不同行业有不同核心竞争力

国内上市公司在不同行业主营业务利润率不同，行业主营业务利润率高的反映核心竞争力强，体现为行业的精英。国内上市公司行业特别的企业主营业务利润率反映其独特的核心竞争力。

#### A. 同期企业的主营业务利润率体现的行业的核心竞争力

同期企业的主营业务利润率对比，不同行业如软件、化纤、银行、钢铁、贸易有着不同的利润率，体现了行业的核心竞争力，利润率高的行业是朝阳行业，利润率高的企业大都是行业中的龙头，产品在市场上占有率比较高，竞争能力比较强。如表10所示。

表10 各行业2005年主营业务利润率

行业\单位	用友软件	新宇软件	浪潮软件	托普软件	东软股份	平均
软件	90.72%	31.59%	26.04%	16.62%	27.29%	38.45%
行业\单位	仪征化纤	新乡化纤	吉林化纤	南京化纤	九江化纤	
化纤	30.06%	24.88%	15.16%	24.38%	8.79%	20.65%
行业\单位	浦发银行	民生银行	华夏银行	招商银行	深发展	
银行	43.10%	16.35%	25.35%	18.02%	28.15%	26.19%
行业\单位	宝钢	马钢	首钢	武钢	凌钢	
钢铁	24.65%	14.23%	15.08%	20.15%	10.42%	16.90%
行业\单位	厦门建发	厦门信达	厦门国贸	中技贸易	新天国际	
贸易	4.97%	6.18%	6.80%	1.49%	13.54%	6.60%

资料来源：大智慧股票分析系统。

通过表 10 上市公司 2005 年主营业务利润率的比较，软件行业的利润比较高，平均 38.45%；贸易行业较特别，毛利低；其他大多数行业一般在 20% 多。不同行业里的企业主营业务利润率差别很大，大于平均利润率的企业都比较优秀，如软件行业里用友软件的毛利 90.72%，而托普软件只有 16.62%，化纤类的仪征化纤主营业务利润率 30.06% 比九江化纤多了 20% 等等，我们可以看出用友软件、仪征化纤、浦发银行、宝钢、新天国际在同业中主营业务利润率比较高，产品或服务在市场中占有率比较高。

#### B. 特殊行业主营业务利润率反映了企业具有特殊核心能力

如公用事业、高速公路等主营业务利润率比较均衡，经营变化不大，现金流充足，市场竞争不强，属于“收费的桥梁”，具有资源性的垄断。如表 11 所示。

表 11 高速公路公司历年主营业务利润率

序号	名称	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	平均
1	福建高速	76.26%	68.12%	67.42%	67.18%	70.07%	69.81%
2	华北高速	53.42%	68.23%	60.21%	58.08%	64.16%	60.82%
3	中原高速	69.56%	65.46%	70.48%	60.37%	66.55%	66.48%
4	粤高速	61.10%	60.19%	67.85%	65.07%	64.51%	63.74%
5	赣粤高速	58.67%	61.96%	71.10%	58.39%	55.95%	61.85%

资料来源：大智慧股票分析系统。

高速公路上市公司的主营业务利润比较高，在同业中利润率差别不大，历年平均在 60% 以上，波动不大。“高速公路公司的收入来源稳定且以现金收入为主，发生业绩大起大落或大额坏账的可能性较低。近年来我国宏观经济持续向好，国家加大了对高速公路建设的投资力度，预计随着国家“五纵七横”高速公路建设的完成和各种公路网络体系的进一步完善，政府将对高速公路行业继续扶持。”国家继续加大基础设施建设给予高速公路公司较好的发展机遇，高速公路由于其所具有的独特优势，车流量增长更快，如沪深两市高速公路上市公司主营收入同比增长 20% 以上，实际车流量增长的速度在 12% 以上。高速公路行业的快速增长给上市公司业绩稳步增长创造了良好基础。

通过对我国上市公司在不同行业不同时期主营业务利润率分析，可以发现我国的上市公司，从企业的主营业务利润率了解分析，是可以发现具有核心竞争力的企业的，从而验证主营业务利润率在我国股



票市场运用的可行性。

## 2. 与传统财务分析方法的比较

现金流量指标日益取代利润指标成为评价上市公司股票价值的一个重要标准，其中，自由现金流量在巴菲特的价值评估和资产管理领域得到了非常广泛的应用，大量的投资银行、财务咨询、信用评级等机构十分关注公司的自由现金流量，而且美国上市公司年报中常常披露自由现金流量。自由现金流量作为衡量上市公司财务品质的国际通行指标，在我国股票市场不仅具有投资可行性，而且能够弥补其他财务指标在估值方面的不足。

本文拟将银广夏公司作为案例，分别运用传统财务指标和现金流量指标两种财务分析体系进行比较分析。通过将分析结果与事实进行对比，说明传统财务分析的局限性和现金流量分析的独特作用，论证现金流量指标体系在中国 A 股市场上的实用性。

### (1) 运用传统财务指标体系分析的结果

①净利润和每股收益指标。1999 年度银广夏净利润总额 1.27 亿元，每股盈利 0.51 元，并实行公司历史上首次 10 转赠 10 的分红方案。2001 年 3 月，银广夏公布了 2000 年年报，净利润达到 4.18 亿元，比上年增长 226.56%，在总股本扩张 1 倍的基础上，每股收益增长超过 60%，达到每股 0.827 元，盈利能力之强可见一斑。

②权益报酬率。1998 年公司权益报酬率为 15.35%，1999 年为 13.56%，2000 年达到 34.56%。每年的权益报酬率都大大超过了 10% 的配股线，而且大大高于上市公司的同期平均水平。

③主营业务收入增长率。公司主营业务收入增长率 1998 年为 87.9%，1999 年为 -13.7%，2000 年为 72.8%，三年平均收入增长率为 49%，体现了很好的成长性。

④总资产报酬率。公司总资产报酬率 1998 年为 18.4%，1999 年为 9%，2000 年为 17.7%，超过了一般公司的权益报酬率的平均值。

⑤主营业务利润率。公司 1998 年主营业务利润率为 14.6%，1999 年为 24.3%，2000 年为 46%，可谓一年上一个台阶。

⑥总资产周转率。1998 年公司总资产周转率达到 46.1%，1999 年为 26.1%，2000 年为 32.6%，均显示出企业良好的资产运营能力。

⑦资产负债率和已获利息倍数。银广夏 1998 年资产负债率为 53.8%，1999 年度为 53.7%，2000 年度为 57.1%。应当说，从静态分析，资产

负债结构较为合理。而从动态分析，银广夏的已获利息倍数 1998 年为 3.3，1999 年为 3.22，2000 年度为 7.00，这说明银广夏每年的息税前利润足以支付当期的利息支出。由以上两项指标分析，该公司具有良好的偿债能力。

⑧资本积累率。银广夏 1998 年资本积累率为 18.1%，1999 年为 62.3%，2000 年资本积累率为 28.2%。

⑨市盈率和市场反应。银广夏自 1999 年以来，市场反应良好。其股价从 1999 年 12 月 30 日至 2000 年 4 月 19 日不到半年时间，银广夏股价从 13.97 元涨至 35.83 元，于 2000 年 12 月 29 日完全填权并创下 37.99 元新高，折合为除权前的价格 75.98 元，较一年前启动时的价位上涨 440%。

正是基于以上分析，中证·亚商依据 1999 年度报告将该公司遴选为“第二届中国最具发展潜力上市公司 50 强”第 38 位，香港《亚洲周刊》也将其评为“2000 年中国大陆一百大上市企业排行榜”第 8 名。2001 年 5 月中国证券报社和清华大学企业研究中心根据上市公司绩效评价模型，联合推出了 2000 年中国上市公司盈利能力排行榜，银广夏雄踞中国上市公司十强第五。尽管我们不能全部否定上述分析系统和绩效评价模型，但是就事实而言，上述属于基本分析范畴的业绩评价不可争辩地存在缺陷，甚至是重大缺陷。

## (2) 运用自由现金流量指标体系分析的结果

### ①盈余质量评估

A. 经营现金流量/净利润。该指标反映净利润中现金收益的比重，一般而言，该指标应当大于 1（当利润大于 0 时）。银广夏公司 1998 年经营现金流量与净利润比率为 -23.3%，1999 年为 -4.4%，2000 年为 29.7%。这说明企业的经营活动所创造的利润提供的现金贡献很小。一般情况下，不可能存在连续几期经营现金流量远远小于净收益的情形发生。

B. 现金流量偏离标准比率 = 经营现金流量 / (净利润 + 折旧 + 摊销)。该指标衡量实际现金流量偏离标准水平的程度。一般来说，该指标应在 1 左右。银广夏公司 1998 年该比率为 -20.9%，1999 年为 -3.8%，2000 年为 28%。这说明现金流量偏离标准现象异常严重。按照用间接法计算经营现金流量的有关原理，两者的差异主要体现在经营性应收应付项目上，进一步查找现金流量表，发现公司 1998 年在



应收账款项目上沉淀了 2.04 亿元，占全部销售收入的 1/3。当公司下一年回收贷款时，这一指标应当大于 1，但是我们发现，1999 年该指标仍为负值。这就属于严重的不正常状态，降低了盈余的质量。

C. 经营现金流量/营业利润。由于经营现金流量和营业利润都对应于公司正常经营活动，因此有较强的配比性。该比率一般应大于 1。然而 1998 年，银广夏的这一比率为 -12.3%；1999 年为 -4.8%；2000 年为 27.8%。与标准相去甚远。通过以上分析，基本可以判定该公司的盈余质量是低劣的，存在着管理当局虚增利润的可能。

### ②现金流量偿债能力分析

A. 经营活动现金流量/负债总额指标。这是一个预测公司财务危机极为有用的指标。指标越大，则偿债能力越强。银广夏公司 1998 年该指标值为 -2.4%，1999 年为 -0.4%，2000 年为 6.9%。这表明，企业的经营活动对负债的偿还不具有保障作用。也就是说，企业需要偿还到期负债的资金来源必须是投资活动和筹资活动的现金流量。如果投资活动不产生效益、筹资出现困难，则企业很可能面临不能偿还到期债务的情形。

B. 现金利息保障倍数。这一指标类似于利息保障倍数，但是账面利润并不能用来支付利息，只有实实在在的现金收入才可以满足利息支出的需要。因而这一指标较利息保障倍数指标更具有合理性。银广夏公司 1998 年现金利息保障倍数为 0.715，1999 年为 0.935，2000 年为 2.794。也就是说连续两年，公司的息税前经营现金流量连利息支付都无法保障，更别说债务本金了。

C. 经营现金流量/流动负债。该指标能有效地反映公司经营活动产生的现金流量对到期债务的保障程度。其意义在于如果公司的经营活动产生的现金流量能够满足支付到期债务，则企业就可以拥有较大的财务弹性，财务风险也相应减小。银广夏公司 1998 年经营现金流量/流动负债值为 -2.8%，1999 年为 -0.7%，2000 年为 8.5%。很明显，公司的经营现金流量并不能对流动负债起任何保障作用。

由上所述，这个公司的偿债能力存在严重的问题。

### ③现金流量营运效率分析

A. 经营现金流量与主营业务收入比率。该指标反映企业通过主营业务产生现金流量的能力。银广夏公司 1998 年该比率为 -3.4%，1999 年为 -1.1%，2000 年为 13.7%。银广夏持续高额利润居然不能产

生正的经营现金流量，它需要依靠筹资活动来维持企业的正常生产经营，这种反常现象理应引起投资者的高度警觉。

B. 经营现金流量与资产总额比率。该指标反映企业运用全部资产产生现金流量的能力。银广夏 1998 年该比率为-1.3%，1999 年为-0.2%，2000 年为 3.9%。说明公司运用全部资产产生经营现金流量的能力极其有限。

C. 现金流量构成。通过分析企业本年度现金净流量的构成，可以了解公司现金流量的真实来源，从而恰当地评价公司产生现金流量的能力。如在 1998 年公司经营现金净流量为-20792479 元，投资现金净流量为-123443350 元，筹资活动现金净流量为 121283838 元，现金净流量为-22951990 元。公司的经营活动没有给企业创造现金流入，这样企业购置设备等投资活动需要的大量资金都必须通过新增筹资渠道来解决。我们可以看到，尽管公司想方设法筹集了 3.5 亿元现金（发行债券 3000 万元，借款 3.2 亿元）仍然不能满足企业现金支出的需要。到 1999 年更是变本加厉，其经营现金净流量-5575052 元，投资活动现金净流量-372170118 元，筹资活动现金净流量 655814690 元，公司经营活动仍然不能产生现金流量，巨额投资所需的资金仍然是通过外部筹资。从报表上可以看到，当期筹资现金净流量达到了 6.5 亿元。深入分析就可以发现 1999 年该公司实际融资额达到了 9.5 亿元（其中吸收权益性投资 3 亿元，债券发行 8000 万元，借款 5.7 亿元），公司该年用于还债和支付利息的现金就达到了 2.9 亿元。

从自由现金流量分析的三个方面看，银广夏公司是一个财务风险很大，盈余质量低劣，靠借款度日的公司。

### (3) 结论与启示

尽管本文选择分析的样本过于特殊——银广夏是过去中国股市盈余操纵过于严重的公司。使传统以利润为核心的财务分析和现金流量分析得出的结论呈现出天壤之别，但我们必须看到，两种分析中自由现金流量分析结果更切合实际，它不仅反映了公司资金捉襟见肘的真实财务状况，并且揭示出银广夏盈余中存在的猫腻。其中主要原因是自由现金流量信息能够避免应计制会计对盈余的操纵，因此反映的信息更为真实、更为客观。

所以说巴菲特财务分析方法中的重要财务指标——自由现金流量作为衡量上市公司财务品质的重要指标，在我国股票市场不仅具有投



资可行性，而且能够弥补其他财务指标在估值方面的不足。

### 3. 巴菲特财务分析指标的进一步讨论

#### (1) 现金流量分析指标的设计

巴菲特认为，充足的现金流对一家公司是至关重要的。在其财务分析方法中，自由现金流量分析也是十分的重要。我国自从1998年颁布现金流量表会计准则以来，也开始注重分析公司现金流量。人民银行颁布的贷款分类办法中就要求信贷分类要以现金流量分析为基础，2001年证监会要求上市公司披露每股经营现金流量信息。然而这些现金流量指标都不具有系统性。“证券之星”网站与复旦大学金融期货研究所共同合作，研究开发的一套名为“证星—若山风向标上市公司财务评测系统”将财务指标划分为偿债能力指标、资产负债管理能力指标、盈利能力指标、成长能力指标与现金流量指标五大类，其中现金流量指标占有25%的权重。这个系统首次在业绩评价系统中加入了现金流量指标，并且权重达到1/4，这是一个可喜的尝试。其缺陷是：①像银广夏这样的公司尽管现金流量部分得分很低，但是由于其他部分得分高，导致总分仍然偏高。②现金流量指标缺乏系统性。

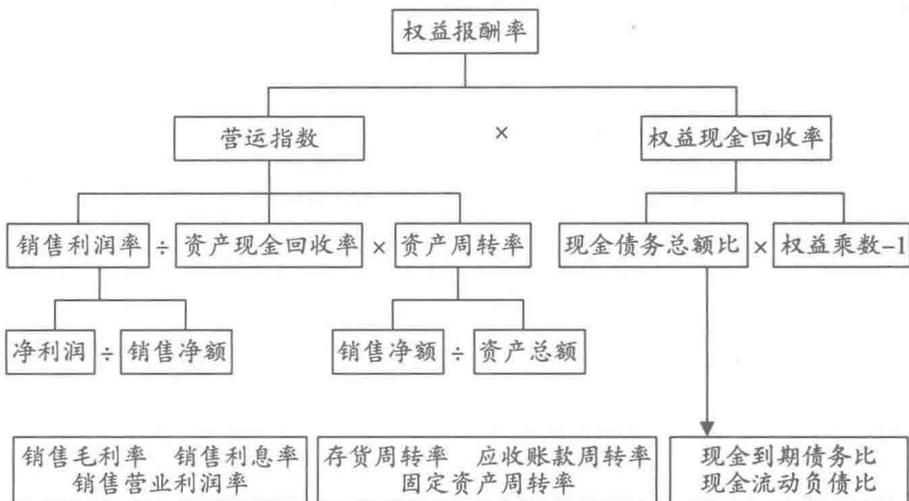
笔者认为，适合我国实际情况的现金流量指标应当包括以下方面：①偿债能力指标，包括经营活动现金净流量/负债总额，经营活动现金流量/流动负债、现金利息保障倍数等；②收益质量指标，包括经营活动现金流量/净利润，每股经营现金流量，经营现金流量/营业利润；③营运效率指标，包括现金流量与主营业务收入比率，经营现金流量与资产总额比率；④现金充足性指标，包括现金再投资比率，经营现金流量/股利，自由现金流量，经营现金流量/(存货投资+股利+资本性支出)。

将现金流量分析与传统财务指标体系相结合的方法是：①利用现金流量指标对会计盈余进行修正，并据以计算获利能力指标；②偿债能力指标由现金流量指标和传统指标两部分组成，而现金流量指标应占有更大的权重；③效率指标同样由两类指标构成，由传统指标占有更大的权重；④成长指标则由传统指标组成；⑤资本充足率指标主要考察企业是否有筹资的需要，可作为辅助分析指标。

#### (2) 权益报酬率分析指标的设计——引入现金流量分析的杜邦系统

巴菲特的财务分析方法在中国市场上的运用要充分考虑中国市场的实际情况。于是，对于权益报酬率的分析也不能仅限于一般的杜邦

分析，而是要引入关键的现金流量指标。从而对企业的财务状况有一个更清晰的认识。自 20 世纪 90 年代以来，美国、英国、澳大利亚等国家会计准则委员会纷纷要求所属企业通过编制现金流量表为财务管理提供所需的现金流量信息。我国财政部也于 1998 年颁布了《企业会计准则——现金流量表》。鉴于现金流量表的重要性，在传统杜邦财务分析系统中引入现金流量分析，是对杜邦系统的一个较大的改进。如下图所示：



引入现金流量的杜邦系统

资料来源：中国注册会计师协会编：《财务成本管理》经济科学出版社，2006 年版

在引入现金流量分析后，在进行企业的权益报酬率分析时，杜邦系统的数据来源于企业必须编制的三张报表，使得财务分析更加全面、综合，具体表现在以下两个方面：

①更全面地反映了企业盈利能力。改进后的杜邦系统在反映企业的盈利能力的指标中，增加了营运指数和反映企业获取现金的能力的指标资产现金回收率。营运指数是企业净利润与经营活动现金净流量之比，该比率越小，说明企业经营活动获取现金的能力越强；反之，则说明企业的现金流入更多来自于折旧、无形资产摊销及其他不影响现金的费用或损失，这样的企业盈利能力较差。资产现金回收率反映企业每一元资产所能获得的现金流量，比率越高，说明企业的资产利用效率越高，盈利性越强。

②能较全面地提供企业的偿债能力信息。原来的杜邦系统只能分



析出企业的负债情况，不能反映企业的偿债能力。改进后的杜邦系统在反映企业的资本结构的指标中，增加了反映企业偿债能力的相关指标。权益现金回收率指所有者每一元投资所获得的现金流量，比率越高，所有者投资越有保障。现金债务总额比反映企业每年现金流量偿还全部债务的能力，是衡量企业偿还全部负债的能力大小的一个指标，该指标越高，说明偿债能力越强，反之，则说明企业偿还债务的保证程度越小。现金到期债务比反映企业偿还即将到期的债务的能力。现金流动负债比越高，则表示企业短期偿债能力越好，反之，则表示企业短期偿债能力越差。

改进后的杜邦系统在反映盈利能力的指标中增加了销售现金净流量指标。销售现金净流量反映每元销售得到的净现金，其数值越大越好。在反映企业的资本结构情况的指标中，增加了每股净资产和每股现金流量。每股净资产为每年年末股东权益与年末普通股总数之比，反映企业保值增值的现有状态，同时也是上市公司股票的理论价格。每股现金流量为经营活动现金流量减优先股股利后与普通股总数之比，反映企业经营活动所得现金分派股利的能力。同时现金负债总额比反映的是经营活动现金的还债能力。也就是说，经营活动所得现金既要还债，又要分配股利，从中可以看出资本结构是否合理。

### (3) 主营业务利润率分析指标的设计

从主营业务利润率能很好地分析出企业的核心竞争力，但在实际的运用中也有一些优缺点。

#### ① 主营业务利润率分析企业的核心竞争力的优点

- A. 主营业务利润率分析指标简单，计算方便，数据容易取得。
- B. 主营业务利润是企业财务重要内容。

主营业务利润体现其核心能力方面的信息。企业能力包括生产能力、营销能力、研发能力、企业家能力、议价能力等很多方面，其核心能力尽管还存在诸多争议，但主营业务利润率直接反映企业核心能力。

#### ② 主营业务利润率分析企业的核心竞争力的缺点

- A. 从主营业务利润率分析受多方面影响，不易反映企业真实经营  
主营业务利润率直接反映企业收入和成本的生产和销售情况，该指标也会失真。如果销售收入是虚增的，而又没有相应的成本费用，

主营业务利润率就不真实，“以蓝田股份为例，2000年年报以及2001年中报显示，蓝田股份水产品的毛利率约为32%，饮料的毛利率达46%左右（同行的深深宝的毛利率约20%，承德露露的毛利率不足30%）。从公司销售的产品结构来看，相关产品都应是低附加值商品，出现奇高的毛利率很难令人信服。”在这类造假中，该指标往往偏高。因为销售收入是虚增的，而又没有相应的成本费用。

在此，我们对巴菲特不投资科技股简要评析。巴菲特即使在“网络股神话”时代，也没有购买一只科技股，即使是比尔·盖茨领导的微软。科技是未来经济增长的真正驱动力。很多科技公司都具有巴菲特最崇尚的经济特点——高主营业务利润率、将盈余重新投入高速增长企业的能力以及以股东利益为重的管理方式。巴菲特真正感到困难的是估算企业未来的现金流量，并折算从而估算企业的内在价值。多数人在试图评估科技公司时遇到的问题是未来的远景不太肯定，巴菲特也认为他没有能力预测科技企业的未来。所以你必须设想出好几种结果而不是一种，这会使长期投资的未来收益产生很大的偏差。

#### B. 主营业务利润率的缺陷

财务会计报告目标基于财务会计信息用户的需求。用户分析企业过去的历史信息和企业未来发展前景的信息。“事实上，主营业务利润只反映过去的经营情况，而投资者对企业未来发展趋势、发展前景信息的关心程度要高于对企业过去信息的关心程度。而现行财务主营业务利润率显然偏离了信息需求者的目标。”

#### C. 主营业务利润率没有反映企业其他方面的核心竞争力

主营业务利润率不能反映对社会的贡献、反映企业遵纪守法的情况、反映增值能力或净资产收益率。主营业务利润没有反映企业对外投资的收益，有些企业主营不行，利润是靠投资收益贡献如长城电脑、盐田港等。

所以我们在运用主营业务利润率进行企业经营状况分析的时候，要更多地关注企业的实际价值。结合自由现金流分析来判断企业是否存在真正的投资价值。



### 三、巴菲特财务分析方法在中国 A 股市场上运用应注意的问题

#### 1. 投资关系问题

我国现行的金融体系结构缺少一个真正成熟的资本市场基础。国有企业的数量在上市公司中占绝对比重。同时国家持有上市国有企业的大部分股份，而且这些股份是缺乏流动性的。这意味着，广大投资者不可能是上市国有企业的真正所有者。要有真正的资本市场，使得资产价格或者股票价格能够反映其未来资本化利润的价值，就必须建立一整套的法律和规则体系来保护财产所有者。保护产权（包括企业财产所有者的产权）是其中的核心。

在股票市场中要保护产权的可交易性，至少需要满足以下三个基本条件：

其一，从事股票买卖的权利必须能够被有效实施。

其二，包括股票在内的任何一种经济商品都有多种用途，人们必须能对其产权有分解的权利，即既有使用这种用途的权利，也有使用另一用途的权利；既有这样使用的权利，也有那样使用的权利。

其三，股票的这些权利，都应该是可交易的。只有在这种基础上，才能有效地实行整个经济的专业化分工，有的人处理和承担市场风险的能力比其他人要强，他们可以选择承担风险，成为企业家；有的人更善于管理，他们可以成为管理者；有的人更愿意通过自己的劳动取得稳定的合同工资，而不愿意成为剩余索取者。要实现这种分工和专业化，最有效的办法是通过在市场规则下公平地交易自己的权利，各得其所。

所以在中国 A 股市场上运用巴菲特的财务分析方法进行分析上市公司的投资价值时就存在一个中国 A 股市场的投资关系问题。

#### 2. 投资条件问题

假如巴菲特进入中国证券市场，那以他的习惯，投资对象必须符合他的标准。巴菲特对于投资对象的财务要求就是简单透明、有可预

见的盈利前景及可控制的风险。中国证券市场一直呼唤价值投资，可是按巴菲特的投资理论，中国证券市场还存在着许多的问题。

(1) 中国的蓝筹股公司缺乏核心竞争力。国际市场中蓝筹股公司，都是从长期的市场竞争拼杀出来的幸存者，它们的优势是在竞争中逐渐积累起来的。而我们目前所公认的这些蓝筹公司，基本是由于政策或自然因素形成了某种垄断优势，其自身竞争力令人疑虑。

核心竞争力中最重要的内容莫过于研发创新与市场开拓能力，而这些恰恰是国内企业的软肋，几乎遍及所有的行业。我们在与跨国公司的竞争中，其实主要是依靠低廉的人工成本所形成的比较优势，才在一些领域占据上风。稍稍留意便会发现，我们具有国际竞争力的企业，基本集中在制造业，如家电、纺织品、玩具、部分机电产品等，这是我们的国情使然。这也注定了这些行业难以形成高额利润，所以出现了一种情况——具有国际竞争力的中国企业，不能成为业绩优良的蓝筹公司。而人们所认可的蓝筹公司，有相当一部分属于资源型或公用事业型企业，由于垄断才形成了超额利润。在这种情况下用主营业务利润率指标对这些公司进行评估时，要关注风险。因为这种垄断局面的形成，来自于政府政策的支持，但随着中国的开放，垄断格局终将被打破，那时这些企业将面临跨国公司雄厚资本、先进技术与国内民营企业灵活体制的双重夹击，未来的艰难可想而知。

(2) 中国股市存在严重的信息不对称。信息公开披露制度是证券市场制度的核心，其原因在于证券产品是一种特殊的商品，其特殊性主要在于证券产品特殊的价值决定方式。证券是一种虚拟资本，其本身没有价值，但它代表了对一定数量的现实资本的所有权，可用来买卖，因而具有交换价值。而且，证券的交换价值不仅表现为所代表的现实资本，并更多地表现为其投资价值，即所具有的为投资者带来的收益能力。中国证券市场的信息不对称，集中体现于信息公开披露制度。信息公开披露制度的目的，是为了实现证券市场信息的完全对称，是保持证券市场有效性的充分必要条件。但是，在现实证券市场运作过程中，存在着大量的、种类繁多的、严重的信息不对称。而正是由于存在严重的信息不对称，进一步强化了投资者的投机心态。由于缺乏一个好的投资条件，以财务分析为基础的巴菲特股票分析方法在中国的使用便存在着一些障碍。



### 3. 投资有限性问题

目前中国的股市本质上说是一种相对价值投资，各项价值投资评价指标的运用，绝对地看必然会失真，不管是DCF也好，还是EVA也罢，所得出的结论只能够相对地比较公司之间的相对投资价值，因此股权分置时代的价值投资判断是相对于其他股票，相对于境外股票而言的，是一种相对价值的投资理念。股价涨跌与非流通股股东无关，实业投资与股票投资存在巨大障碍，上市公司从一定角度来说是一个“影子符号”，投资者之间主要是基于“影子符号”的相对价值博弈，但由于“影子符号”与上市公司之间是完全割裂甚至是对立的利益关系，使得股价的“相对波动”最终都演变为“价值投机”。

投资理念的真正生命基础在于创造回报，其外在环境便是资源的自由流动和优化配置，尤其是整个市场游戏规则的可预期性和确定性。

全流通时代，股价的结构性分化将更明显，绩差股与绩优股的股价将进一步冰火两重天，投资的风险进一步放大。投资首先不是盈利，而是控制风险，如何尽可能避免信息非对称造成的风险将成为投资研究的必备理念。境外机构留给境内机构印象更为深刻的不是其优良的业绩，而是其严格的风险控制体系。全流通时代的投资过程实际上将是风险控制的过程，因此也是对价值修正的过程，除了应该注重合规性风险控制外，在投资的整个流程、投资决策和执行的每一个层面、每一个环节和每一个步骤，都必须建立相应的风险管理机制，对投资风险实行全过程、全方位、多角度的监控管理，既追求收益最大，又最大限度地控制风险。

这种控制风险的外在最重要办法之一便是研究的草根性，就是从最基础、第一线、上下游产业链等方面，深入细致地了解企业的每一个方面，真正做到了如指掌，那种只是见一个董事会秘书就写成调研报告或者推荐建议的行为将会被摒弃，调查一个重点企业真的需要花上一个月时间，甚至更多。巴菲特之所以能够成为常胜将军，正是其一方面投资简单易懂的企业，另一方面是对被投资企业进行密切的跟踪和沟通。

### 4. 投资关系、条件与有限性问题之间的相互影响

在价值投资中，股市是经济的晴雨表，蓝筹股能起到反映社会经济发展趋势的作用。这时，在投资股市就是投资经济的未来，不

管是买入还是抛出股票都是对经济的总体把握。股市是崇尚绩优的时代，所以蓝筹股作为价值投资的一种先进投资理念，会使股市进入绩优时代。

但在中国进行价值投资却存在着许多问题，且相互影响。综合起来主要是以下两点：

(1) 整体市场存在着体制缺陷的问题。目前的这些蓝筹股，大多属于大型国有企业，它们仍处于计划经济向市场经济的过渡之中。由于股权结构割裂的现实长期不能得到解决，它们在体制上存在着与其他公司同样的种种弊端，如大股东缺位、管理机制落后、成本居高不下等等。这些企业的高管人员，基本都是国家干部，官员的身份远远强于经理人角色，他们最终要对政府负责，因为政府掌握着他们的生杀大权，这就使其难以实现对全体股东的义务。从某种意义上讲，由于种种原因，目前被市场公认的这批蓝筹股企业，他们的改革过程可能更漫长、更复杂，因而体制缺陷所隐含的风险可能更大，对此不可忽视。

(2) 在股权分置时代，中国股市的最大风险来源于游戏规则的不确定性，其中股权分置更是主要问题，因此，全流通是价值投资长期生存的内在土壤。后股权分置时代是全流通的时代，是同股同权的时代，在经历过股权分置改革过程中的估值体系混乱之后，市场将围绕价值投资理念来进行股票投资，但是其本身将被赋予更为丰富的内涵，而不是目前简单的 PB、PE、PEG，价值投资将发生嬗变。作为投资方法的巴菲特财务分析方法，也面临着一些不确定的因素。

## 四、结论与展望

### 1. 结论

在中国的 A 股市场将自由现金流量与权益报酬率、主营业务利润率等财务指标结合起来构成评估企业的财务分析方法是十分有效的财务分析方法。巴菲特价值理论的财务分析方法在中国 A 股市场上也能得到有效的运用。



(1) 自由现金流量分析在中国 A 股市场上能得到有效的运用。分析现金流量,有助于投资者了解和评价企业获取现金和现金等价物的能力,并据以预测企业未来现金流量,正确评估企业价值;对价值投资者来说,对现金流量分析则是洞察企业盈余操纵、分析企业收益质量和企业成长性的重要手段。

(2) 权益报酬率分析在中国 A 股市场上能得到有效的运用。权益报酬率这个工具,能够在众多的财务信息中,去伪存真,从而证明了权益报酬率在我国股票市场的投资行为中运用的可行性。

(3) 主营业务利润率分析在中国 A 股市场上能得到有效的运用。主营业务利润率反映了企业在该主营业务领域的获利能力,它体现企业的智力、技术、产品、管理、文化的综合实力。包括企业有优秀的领导层,提供优质的服务、生产好的产品,优异的营销渠道、技术创新,良好的财务管理等。我们可以用这项指标在同行业中不同的公司间比较获利能力,还可以在不同行业间比较企业获利能力、对同一企业在不同年份或经济周期的赢利情况分析比较等。在垄断行业的门槛不断降低,市场竞争越来越激烈的背景下,寻找盈利能力强且能持续保持较高获利水平的公司已成为价值投资的重要思路。

## 2. 展望

实业投资与股票投资不断走向融合,价值投资理念将从相对投资价值理念走向绝对投资价值理念,周期性股票或许获得真正的正确定位,回归本来价值。巴菲特价值投资理念将被深化和具体化,并以一种新的形式演绎多元化,在全球视野下突出资产重组和收购兼并的投资理念。

股权分置问题解决之后,中国资本市场将重建资深的投资者结构,这种结构最为典型的特点就是多元化和多层次:有真正长期股票投资理念的社保机构和企业年金,也有不断引领市场的共同基金,有不断寻找套利机会的企业投资者和海外投资者,还有大量的市场投机者。不同的投资者结构必然对应不同的投资理念,投资理念必然多元化,市场可能会重现几年前的股市风景线,只不过一切始终会围绕价值投资展开。

巴菲特的财务分析方法将获得真正的高度重视,价值投资会始终贯穿投资理念的全过程,财务分析成为股票分析的基础条件,不管是直接投资股票,还是判断收购兼并的价值,注重分析企业的真实价值

成为万变不离其宗的核心理念。

不容置疑，中国 A 股市场的全流通时代不仅是巴菲特价值投资的真正土壤，更是多种投资理念、多元投资文化的交汇期。在这个多元投资文化的交汇期，巴菲特的财务分析方法能够更加表现出它的实用性和科学性。

## 第四章 中美“巴菲特概念股” 比较分析案例

考虑到中国上市企业未来现金流的严重不稳定等现实状况，下述比较分析没有就现金流方面进行具体分析。

### 一、比亚迪 VS 通用电气 (GE)

#### 一、巴菲特持股情况：

##### 1. 比亚迪：

2008年9月29日，巴菲特下属公司中美能源和比亚迪在香港召开新闻发布会，宣布中美能源以2.32亿美元购入比亚迪约2.25亿股，每股作价8港元，约占10%股份。这是在中石油后，巴菲特入股的第二家中国企业。

受此利好刺激，比亚迪在9月29日港股大跌的情况下，一度逆市大升90.4%，最高升至16港元，全天报收11.9港元，大涨41.667%。次日再涨7.90%，10月2日上涨23.83%。

比亚迪当家人王传福说，巴菲特对比亚迪的投资打破了他以往投资的几个惯例：

一是不投看不到的东西；二是不投未来的东西，而电动车恰恰就是未来的东西；三是巴菲特不投资有轮子的东西，不过他这次看中的恰恰是有轮子的比亚迪环保汽车；四是巴菲特的投资很少有人拒绝，尤其中国公司；五是伯克希尔的投资都在5亿美元以上，低于5亿美元的小投资一般不考虑。但是比亚迪拒绝了巴菲特的5亿美元投资请求，只给了他的要求一半不到的份额。

2008年8月底，在接受美国CNBC电视台《财经论坛》栏目采访时，巴菲特告诉记者：“中国人很伟大，现在竟然有中国公司拒绝让我入股。”



## (2) 通用电气 (GE)

通用电气是全球市值第二大上市公司，巴菲特在 2008 年第一季度开始增加了对通用电气的投资。截至今年 3 月 31 日，伯克希尔公司持有 780 万股通用电气股票，价值 2.7 亿美元。

随后的 2008 年 10 月 2 日，巴菲特又宣布将收购通用电气 (GE) 30 亿美元永久性优先股。与巴菲特此前购买的高盛一样，通用电气也向巴菲特作出了很大的让步。它的永久性优先股将支付 10% 的高额股息，而且可以在三年后溢价 10% 买回。此外，巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司还得到保证，可以在今后 5 年内以每股 22.25 美元的价格再收购通用电气 30 亿美元的普通股。

巴菲特在接受 CNBC 电视台采访时表示：“我已经观察通用电气这家公司很久了。现在的市场给我们提供了大量的投资机会，而这在 6 个月或者一年之前是难以想象的。”

## 2. 比较分析

### (1) 公司竞争优势

凭借企业在技术、研发、服务领域的综合实力，比亚迪逐步形成了 IT 和汽车两大产业群，为客户提供优质的整体解决方案，帮助客户提升竞争力。比亚迪在行业的领导地位与核心竞争力，源自其创新的商业模式与先进的产品技术的完美结合。比亚迪中央研究院涵盖高分子科学、表面科学、材料科学、液晶显示研究等众多研究领域，为 IT 及汽车两大产业群的发展提供有力的支持，同时依托这一平台与客户通力合作，致力于创造具有全球竞争力的领先科技。比亚迪通讯电子研究院专业从事通信技术及电子产品的研究，其领域涉及通讯技术的各个方向，可以从硬件、软件以及测试等方面提供产品设计和项目管理的支持。比亚迪不仅拥有超群领先的技术与最合理的成本控制，还拥有最可靠的品质。植根于华南、华北、华东、西北的七大产业基地，形成了比亚迪完善的研发、制造、营销、物流综合网络，明晰的产业分布与规范的管理运作，构筑了比亚迪以中国为依托，辐射全球市场的战略部署。比亚迪已经成为全球领先的 IT 制造企业，中国第一家独立收购轿车整车厂的民营企业，中国电子科技百强企业，中国电子信息产业百强，中国民营上市公司百强。成功与稳健的国际资本运作使比亚迪获得了广泛的国际声誉，并成为众多国际著名蓝筹基金的信心之选。



通用电气公司的历史可追溯到托马斯·爱迪生，他于1878年创立了爱迪生电灯公司。在1892年，爱迪生通用电气公司和汤姆森·休斯顿电气公司合并，成立了通用电气公司（GE）。GE是自道·琼斯工业指数1896年设立以来唯一至今仍在指数榜上的公司。通用电气在全世界超过100个国家有商业运作，包括在25个不同国家有着250个生产厂，全球所有雇员超过34万人，拥有30个业务集团，其中超过12个集团都具有《财富》500强的规模。美国通用电气公司（GE）是一家集技术、制造和服务业为一体的多种经营公司，致力于在其经营的每一个行业取得全球领先地位。2008年10月21日——通用电气（GE）公司今天确认：尽管全球经济动荡，GE来自节能、环保产品和服务的收入仍将在2008年实现21%的大幅增长，达到170亿美元。同时，GE本年度在清洁技术的研发投资也将超过14亿美元。总之，GE无论是在美国还是世界上都是具有领先优势的超级大企业。

#### （2）公司的产品或服务

比亚迪IT产业具有强势垂直整合能力的EMS和ODM供应商，具有先进设备与强大的制造实力。依托国际化的管理运作模式，构建辐射全球的营销服务网络，为客户提供最快捷、最周全的支持和服务。比亚迪双模电动汽车，采用了既可充电、又可加油的多种能量补充方式，在提高动力和操纵性能的同时，极大地降低了油耗及排放。一种先进的将发动机和电动机两种动力相结合的汽车动力系统，双工作模式使得车辆可以在纯电动和混合动力输出的方式之间灵活自由切换，实现了节能、环保、高效、方便快捷的完美结合。比亚迪全国一流的汽车检测中心，整车在投放市场前在模拟环境中接受严格的考验，确保用户在使用中的万无一失。拥有多种车型的完全自主开发经验与数据积累，积聚了大量的三维数据、三维设计图纸及底盘平台与设计经验，并建立了系统的汽车设计质量标准和开发流程标准，逐步形成了自身特色并具有国际水平的技术开发平台。作为一个逐步被市场认可的汽车品牌，比亚迪在对品质苛求的同时，亦致力创建独特的服务模式，以期提高产品售后服务标准，以快速便捷的特点和倡导“家庭式服务”理念的推广，使比亚迪汽车始终保持最佳的顾客满意度。在同质化的产品市场，以“专、快、省、多、爱、全”等独具个性的差异化服务开启了新的成功模式。总之，比亚迪在整车制造、模

具研发、车型开发的各个方面都达到了国际较高水平、产业格局日渐完善。汽车产品包括各种高、中、低端系列燃油轿车，以及汽车模具、汽车零部件、双模电动汽车、纯电动汽车等。

GE 公司的产品范围比较广泛，在我们的日常生活中随处可以见到 GE 的产品，GE 的产品已经成为我们生活中不可或缺的一部分。无论是照明还是航空或者消费电子产品到处都有 GE 产品的身影。

### (3) 公司财务的保守性

单位：百万（人民币）

比亚迪						
年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	2571	3280	3976	4239	5367	12410
长期负债	—	105	1409	1829	1516	1294
总利润	763	930	1067	592	1181	1742

比亚迪在 2007 年的长期负债为 12.9 亿，同年的总利润为 17.4 亿，用不到一年的时间就可以偿还所有债务。

查一查美国 GE 公司的年报可以看到 GE 公司的股东权益、总负债、总获利如下表：

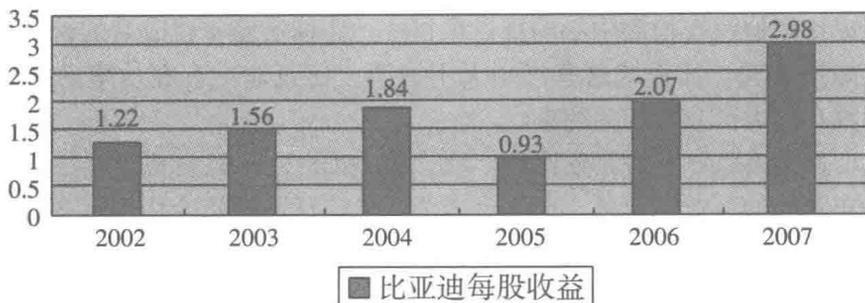
单位：百万（美元）

通用电气						
年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	54824	63706	110821	109354	111509	115559
总债务	140632	170004	213161	212281	260804	222084
总获利	131698	112886	4555.3	149702	15843	272738

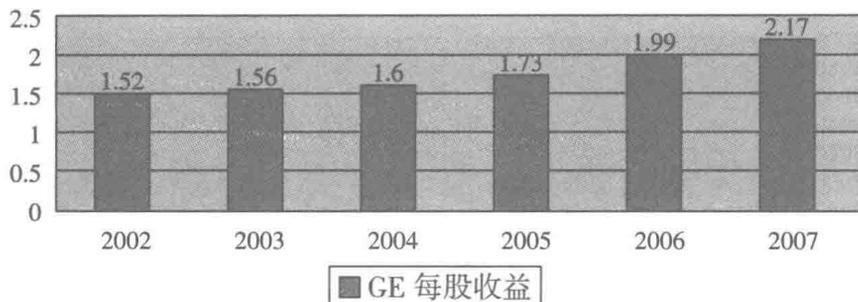
从表中可以看出，GE 公司在一年多的时间里就可以还完公司债务，并且公司的资产负债比率也比较合理，适当的负债是可以提高股东的盈利能力。

### (4) 公司盈利能力

比亚迪 2007 年的每股收益是 2.98 元，从 2002-2007 年，每年以 19.55% 的年组合比率增长。盈利能力强，保持一贯性，并呈上升的趋势。



注：2005 年出现锂电销售下滑 40% 导致公司业绩大幅度下滑。



从图中可以看出，GE 公司的每股收益是逐年增加的，这就保证了公司的不断获利和持久的发展以及公司价值的不断提高。

#### (5) 公司资金分配

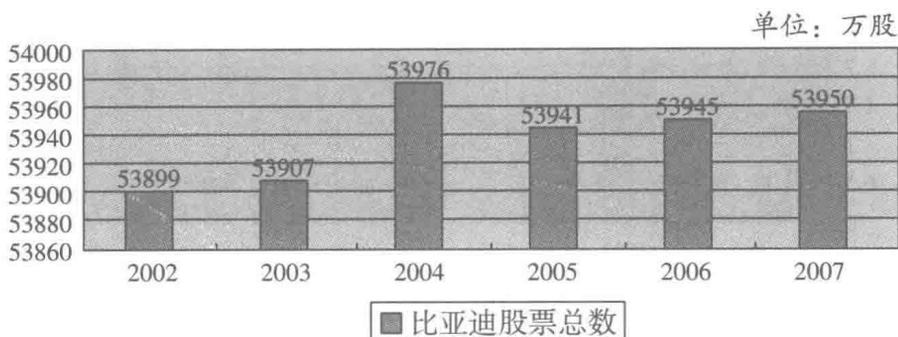
1995 年 2 月，比亚迪公司成立。1997 年，公司自主研发，开始生产锂离子电池，并且很快投入量产。1999 年，开发出当时行业内领先的 SC2100P 大电流放电电池。2001 年，自主研发的发泡镍铝焊、正极端面焊工艺，大大改善电极的集流性能，提高 SC 系列大电流放电性能，得到了 BOSCH 客户的认可。2002 年 7 月，与北京吉驰汽车模具有限公司资产重组，成立全新的北京比亚迪模具有限公司。2003 年，开发独特的氧化镉负极化学活化处理工艺，改善镉负极的活性，提高电池的复合氧能力，降低电池内压，大大提高电池大电流放电性能和快速充电性能，得到了 BLACK 和 DECKER 客户的认可。2003 年 8 月，上海工厂投产，开始动力电池和电脑电池的研发。2003 年，比亚迪正式收购西安秦川汽车有限责任公司和北京吉驰汽车模具有限公司（占地 20 万平方米）。同年，比亚迪在上海创建上海比亚迪工业园。2004 年 7 月 17 日比亚迪上海比亚迪汽车检测中心竣工，并成功

完成比亚迪汽车检测中心的重点项目——碰撞实验室建成后的首次整车碰撞实验。比亚迪这些经历无不说明，比亚迪一直在从事着与 IT 和汽车两大产业群相关的事。

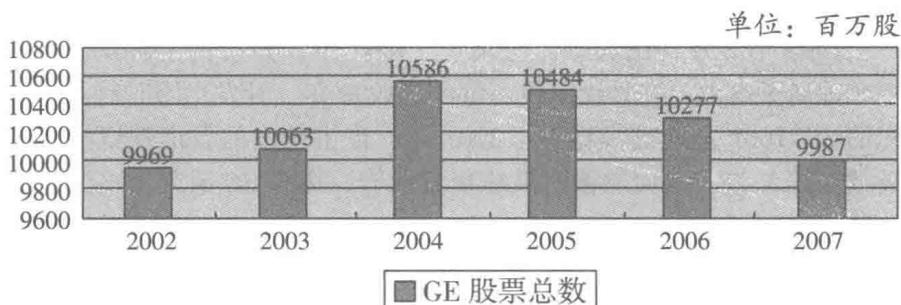
虽然 GE 公司的业务比较广泛，但是 GE 公司只会把资金投入公司熟悉的行业和业务。而不会因为业务广泛而把资金用于不在行的业务和行业。

#### (6) 公司回购股票情况

比亚迪在过去的六年中，从没有回购过自身的股票。



根据资料显示，GE 公司最近几年都有回购股票的活动，GE 公司股票总数的变化如下图：



#### (7) 公司保留盈余

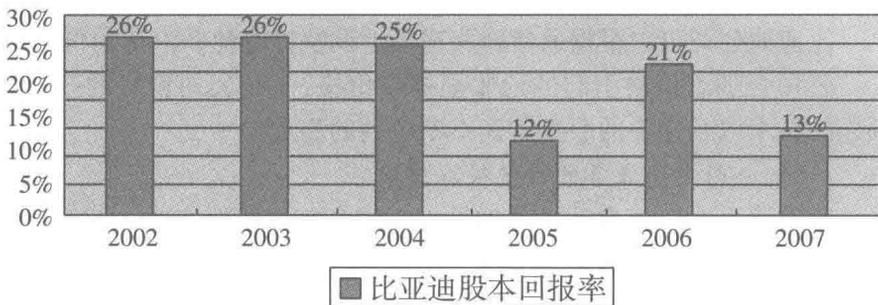
从 2002—2007 年，比亚迪公司的保留盈余为每股 8.1 元。每股收益从 2002 年末的 1.22 元到 2007 年的 2.98 元，增加了 1.76 元。因此我们断定 2002 年的每股保留盈余 8.1 元创造了 1.76 元的税后利润，相当于 21.72% 的回报率。

资料显示，GE 公司有保留收益，提高公司的每股获利，增加股

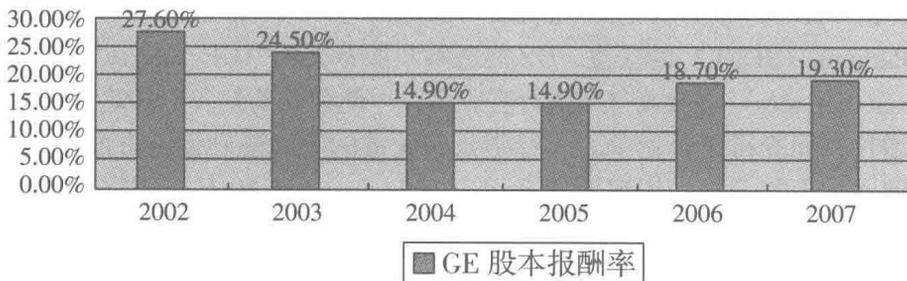
东财富。我们从公司年报中得到，2002-2007年期间的每股保留盈余为5.16美元，每股收益从2003年的1.52美元提高到2007年的2.17美元，这六年间，每股收益增加了0.65元，因此我们可以说，GE公司的每股保留收益5.16元，在2007年公司赚取了每股税后利润0.65元，相当于每股保留收益2.41元的报酬率为12.6% ( $0.65/5.16 \times 100\% = 12.6\%$ )。

#### (8) 公司股本回报率水平

比亚迪公司过去六年的平均股本回报率为20.5%。

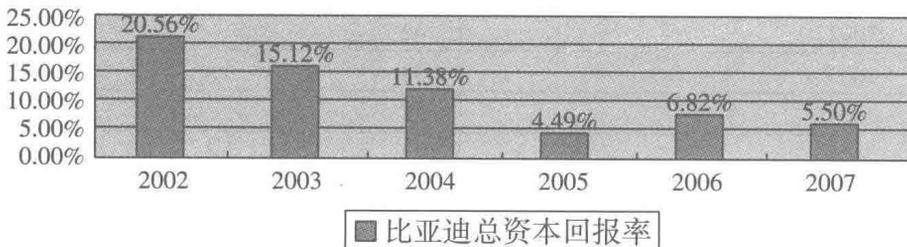


从有关资料显示，GE公司的股东权益报酬率如图：

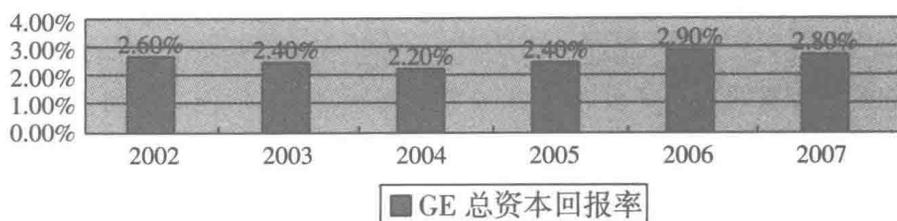


#### (9) 公司总资本回报率

比亚迪公司过去这六年的平均总资本回报率为10.63%。



GE 公司的总资本回报率如下图：



(10) 公司根据通货膨胀自由调整产品价格的能力

比亚迪公司可以根据通货膨胀适当地调整锂电池和汽车的价格。

公司会随着价格引起的通胀而提高价格，GE 公司良好的产品和领先的技术以及优质的服务是其不断盈利的法宝。

(11) 公司更新设备的资金投入情况

比亚迪采取以半自动设备加手工工序完成生产的方式，使比亚迪在更新设备的资本投入上具有巨大的成本优势。比亚迪中央研究院和通讯电子研究院等都可以为比亚迪公司在研发上减少很多成本。

根据有关资料显示，GE 公司会通过收购的方式不断扩大其竞争实力以及盈利能力。通用电气公司 (GE) 2007 年 6 月 19 日，将出资 6 亿 300 万美元从 HM Capital Partners 手中收购 Regency Energy Partners (RGNC) 的权益。GE 能源财政服务公司 (GE Energy Financial Services) 总裁兼首席执行官表示：“此项收购使我们在追求自然增长方面变得更具竞争力，特别是在关键的能源基础设施方面。”美国通用电气公司和安玛西亚公司于 2003 年 10 月 10 日正式宣布，按照双方达成的协议，通用电气将获得安玛西亚公司 100% 的控股权，全部收购金额总计 95 亿美金。

(12) 企业销售毛利率分析

比亚迪的销售毛利率如下表：

年份	销售毛利率 (%)
2002	42
2003	33
2004	27
2005	22
2006	21
2007	20



GE 公司的年报显示其公司的销售毛利率如下表：

年份	销售毛利率 (%)
2002	14.3
2003	17.6
2004	14.7
2005	14.7
2006	15.4
2007	15.4

从表中还可以看出 GE 的销售毛利率的平均值在 15.3% 左右，这远远高于行业的 6.5% 的销售毛利率，这说明 GE 有很强的销售盈利能力，它的盈利能力要高于行业的整体盈利能力，这就保证了公司的价值增值的速度要快于行业价值增值的速度，这也就进一步保证了公司股东的价值增值要快于行业的平均水平。

### 3. 价格分析

#### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

2007 年比亚迪的每股收益是 2.98 元。用 2.98 除以 2007 年的长期政府债券率（约为 4.68%），得到的相关价值为 63.67 元。这就是说如果你以每股 63.67 元的价格购买比亚迪公司的股票，你得到的回报率相当于政府债券的利率。

比亚迪过去六年的每股收益增长率表明每股收益是以 19.55% 的年组合回报率增长的。因此，你更希望拥有每股价值 63.67 元，4.68% 的稳定利率的政府债券，还是比亚迪相当于政府债券利率的最初回报率的股本或债券，并附有一张预测年增长率 19.55% 的利息单？

#### (2) 把比亚迪当作股本或债券

2007 年，比亚迪的每股股本价值是 22.92 元。如果公司在未来 10 年能够保持 20.5% 的年平均股本回报率，我们预测它能够保留 60% 的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年 12.3% 的速度增长。

#### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 19.55% 的速度增长，假如比亚迪继续保留 60% 的收益，其余 40% 以股息的方式分配出去，未来十年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益 (元)	股息 (元)
2008	3.56	1.42
2009	4.25	1.7
2010	5.08	2.03
2011	6.07	2.42
2012	7.25	2.9
2013	8.66	3.46
2014	10.35	4.14
2015	12.37	4.94
2016	17.78	5.91
2017	17.66	7.06
		35.98

注：以上每股收益的预测数据是基于 2002-2007 年年报数据推出的，没有考虑 2008 年送股稀释的影响。

这就是说，比亚迪在 2017 年的每股收益为 17.66 元。如果比亚迪以过去平均市盈率 14.5 元进行交易，股票的市场价格则为 256.07 元。加上 35.98 元的税前股息，税前总收益增至每股 292.05 元。这相当于 28.98% 的税前年组合回报率。

#### (4) 最初回报率及政府债券相关价值

GE 公司在 2002 年的每股收益是 1.52 美元，把 1.52 美元除以长期国债 2002 年的利率（约 8%），得出该公司股票的相对价值等于国债的价值是每股 19 美元。即如果你以 19 美元的价格买进 GE 的股票，你的投资回报率是国债的报酬率。2002 年每股收益是 1.52 美元，可算出年复利报酬率增长率为 10.5%，假如你以 20 美元买进，初始回报率为 7.6%。

#### (5) 把公司当作股票或债券

若从股东权益来看，GE 公司 2003 年的每股股权收益为 5.50 美元，若公司的平均股权报酬率为 20%，并把 50% 的保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为 10%，到六年后，该公司的每股股东权益为 9.74 美元。

若 GE 公司在 2007 年的每股股东权益为 9.74 美元，平均股权报酬率为 20%，则每股收益为 1.94 美元，平均市盈率为 20，再加上股息 5.41 美元，股价为 44.21 美元，以 20 美元的价格 2002 年购买 GE



的股票，到 2007 年可以算出，其税前年复利报酬率约为 14.2%。

(6) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

GE 公司如果每股收益每年继续以 10% 的速度增长，假如 GE 公司继续保留 50% 的收益，其余 50% 以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	收益 (美元)	股息 (美元)
2008	2.60	1.30
2009	3.12	1.56
2010	3.74	1.87
2011	4.49	2.25
2012	5.39	2.69
2013	6.49	3.25
2014	7.76	3.88
		16.80

这就是说，GE 在 2014 年的每股收益为 7.76 美元。如果 GE 以过去几年的平均市盈率 20 进行交易，股票的市场价格则为 155.2 美元。加上 16.80 美元的税前股息，税前总收益增至每股 172 美元。那么七年后 GE 的股票价格包括股息在内是在每股 172 美元左右。这相当于回报率约为 25.4%。

#### 4. 分析结论

2008 年，你有机会以每股 13 元的价格买入比亚迪的股票。从表中可知，2008 年比亚迪的每股收益为 3.56 元。如果你以每股 13 元的价格购买了比亚迪的股票，那么你的最初回报率则为 27.38%，并附有一张预测年增长率 19.55% 的利息单。十年之后，预测比亚迪的每股税前总收益增至 292.05 元，这相当于在未来的九年，你将有 41.30% 的税前年组合回报率。

## 二、中国石油 VS 美国康菲

### 1. 巴菲特持股情况：

#### (1) 美国康菲：

2008 年第三季度中，在股市下滑的形势下，沃伦·巴菲特 (War-

ren Buffett) 麾下的伯克希尔·哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway Inc.) 已经成为原油生产商康菲石油 (ConocoPhillips) 的最大股东, 此外还收购了美国制造商伊顿公司 (Eaton Corp.) 的部分股份。伯克希尔·哈撒韦在昨天提交的监管文件中称, 截至 9 月 30 日, 该公司持有 8300 多万股康菲股票, 远远高于截至 3 月 31 日的 1750 万股左右。伯克希尔·哈撒韦增持康菲石油股票的活动表明, 该公司预测全球能源的长期需求将会上升。

## (2) 中国石油

巴菲特是在 2002 年和 2003 年大量买入中石油股票的, 2003 年 4 月 9 日至 4 月 24 日, 巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司以最低 1.61 港元、最高 1.67 港元的每股均价, 连续 7 次增持中石油股份, 累计增持股数达到 8.58 亿股, 使累计持股量增至 23.48 亿股。以 2003 年入股中石油每股均价 1.65 港元计算, 巴菲特在中石油上投入资金约 32 亿港元, 以卖出时的中石油大概平均价 12 港元股价计算, 巴菲特的持股市值约 280 多亿港元, 账面盈利超过 7 倍。

## 2. 比较分析:

### (1) 公司竞争优势

中国石油是上下游、内外贸、产销一体化特大型综合石油公司。是国内最大的油气生产商和供应商, 是世界十大事业公司之一, 在美国财富杂志 2006 年度全球 500 强排名中居 39 位。中国石油海外上市以来, 股价大幅攀升, 2006 年底总市值超过 2500 亿美元, 超越 BP、壳牌位列全球上市公司第二位。2008 年, 中国石油总体实力方面在世界 50 家大石油企业中排名第七。在我国各个地区、各个角落都有中国石油的销售网点, 可以说, 在中国有人的地方就有中国石油。中国石油是我国国有控股的最大的石油综合公司, 拥有石油开发和销售的国家垄断性权力。

美国康菲公司是美国第三大石油公司, 它成立于 1875 年, 已经有 130 多年的历史了, 最早拥有最精湛的钻井技术, 他们最早钻的 81 个油井没有一个空的, 2006 年伯灵顿资源公司加入康菲公司, 给公司带来了 100 多年的经验, 并提高其在天然气生产和销售领域的领导地位。可以说康菲公司在美国石油界是具有领导地位的, 而且在全球方面也有自己的一席之地。

### (2) 公司的产品或服务

中国石油是中国销售额最大的公司之一，广泛从事与石油、天然气有关的各项业务，包括：原油和天然气的勘探、开发、生产和销售；原油和石油产品的炼制、运输、储存和销售；基本石油化工产品、衍生化工产品及其他化工产品的生产和销售；天然气和原油的输送及天然气的销售。其实想知道中国石油的产品，只要你随便找个加油站，提供的基本上都是中国石油的产品。

美国康菲公司是美国的石油和天然气综合公司，它主要从事石油开发、制造，石油精练、销售、输出及运送，天然气开发、销售以及化学和塑料工业。2007年，康菲公司的石油开采涉及23个国家，产品远销16个国家。

### (3) 公司财务的保守性

查一查2002-2007年中国石油的股东收益、总长期负债和总获利如下表：

单位：百万（人民币）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	316,676	356,613	425,212	515,389	586,677	776,347
总长期负债	393,796	417,706	489,839	624,229	692,284	785,689
总获利	244,424	303,779	388,633	552,229	688,978	835,037

从上表可以看出，共可以在不到两年的时间内还完长期负债。并且可以看出，公司的资产负债比率均在40%-60%的最佳比率之间。公司有很好的举债，从而提高公司的股东权益收益率。

同样可以查到康菲公司2002-2007年的股东权益、长期负债和总获利如下表：

单位：百万（美元）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	29,517	34,366	425,212	515,389	586,677	776,347
长期负债	19,766	17,780	489,839	624,229	692,284	785,689
总获利	698	4,593	388,633	552,229	688,978	835,037

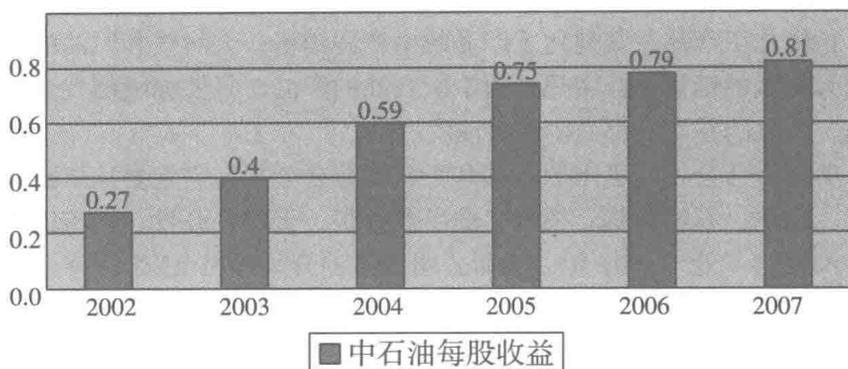
从表中可以看到，康菲公司只需要短短几年时间就可以还清所欠的债务。



#### (4) 公司盈利能力

从年报可查到中国石油 2002-2007 的每股收益：

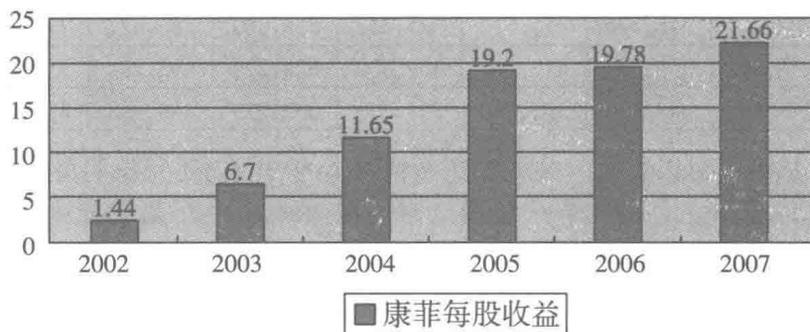
单位：元（人民币）



从图中可以看到，中国石油有一个稳定的获利能力。

而从年报中也可以查到康菲公司的每股收益：

单位：元（美元）



从每股收益的趋势图可以看出公司是有很强的盈利能力。

#### (5) 公司资金分配

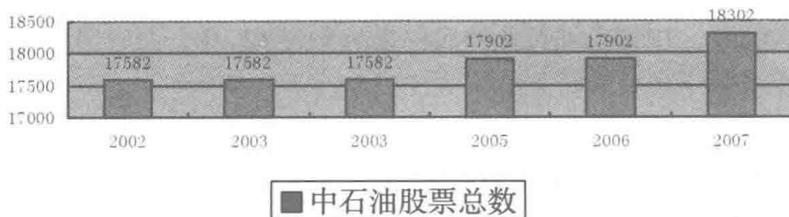
从中国石油的年报可以看出，中国石油只把资金用于自己专长的领域，比如，通过使用资金来回购一些石油公司，以扩大其生产规模。

从美国康菲的年报可以看出，康菲公司只把资金用于自己的四大产业领域。别无他用。

#### (6) 公司回购股票情况

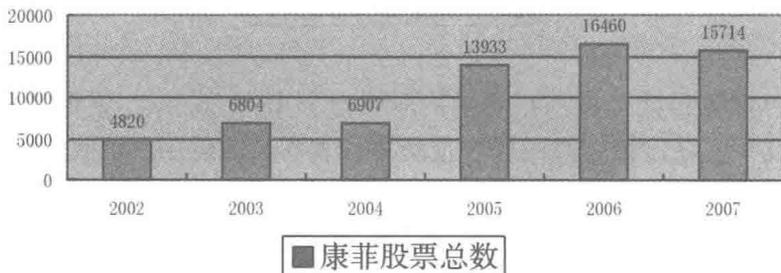
调查显示，中国石油过去几年内没有进行过股票回购。

单位：百万股



资料显示，康菲公司过去不断地回购股票，该公司在 2006 和 2007 两年时间内共回购 50 亿美元的股票，表明其尽可能运用资本，来提高股东的持股价值。

单位：万股



#### (7) 公司保留盈余

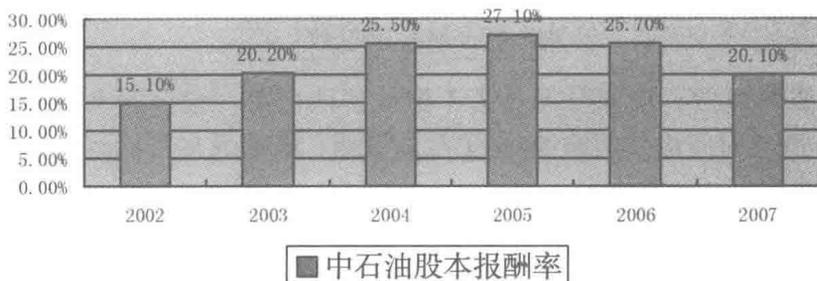
资料显示，中国石油有保留收益，提高公司的每股获利，增加股东财富。我们从公司年报中得到，2002-2007 年期间的每股保留盈余为 2.72 元，每股收益从 2002 年的 0.27 元提高到 2007 年的 0.81 元，这六年间，每股收益增加了 0.54 元，因此我们可以说，中国石油公司的每股保留收益 2.72 元，在 2007 年公司赚取了每股税后利润 0.54 元，相当于每股保留收益 2.72 元的报酬率为 19.85% ( $0.54/2.72 \times 100\% = 19.85\%$ )。

同样在资料中可以找到，康菲公司也有保留收益，提高公司的每股获利，增加股东财富。我们从公司年报中得到，2002-2007 年每股保留盈余为 65.01 美元，每股收益从 2002 年的 1.44 美元提高到 2007 年的 21.66 美元，这六年间，每股收益增加了 20.22 美元，因此我们可以说，康菲公司的每股保留收益 65.01 美元，在 2007 年公司赚取了每股税后利润 20.22 美元，相当于每股保留收益 20.22 美元的报酬率为 31.10% ( $20.22/65.01 \times 100\% = 31.10\%$ )。可以看出，两个公司的保留收益都增加了股东的价值。



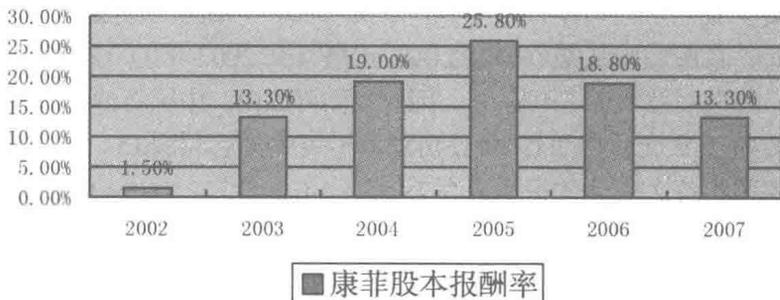
### (8) 公司股本回报率水平

从有关资料中可以看出，中国石油的股东权益报酬率均高于行业的平均水平，中国石油行业的股权报酬率为 12.3%，而中国石油的股权报酬率如下表：



可以算出该公司六年的平均股权报酬率为 26.3%。更重要的是，该公司一直稳定维持高的股权报酬率，表明其在运用保留收益的杰出能力，不断提升公司获利。

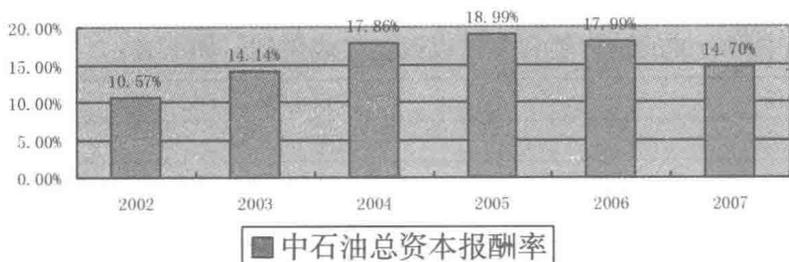
从有关资料可知，康菲公司的股东权益报酬率除 2002 年，均高于美国企业股东权益报酬率 12%，康菲公司的股东权益报酬率如下图：



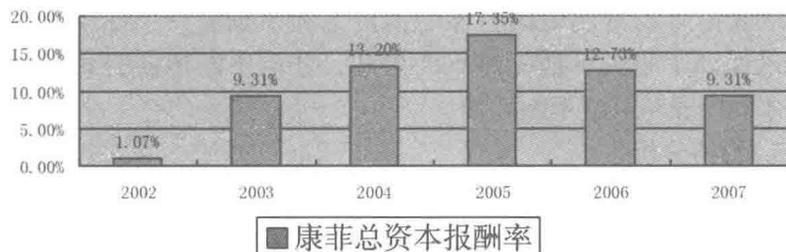
可以算出该公司除 2002 年的年均股权报酬率为 18.04%，更重要的是该公司一直稳定维持高的股权报酬率，表明其在运用保留收益的杰出能力，不断提升公司获利。

### (9) 公司总资本回报率

中国石油的总资本回报率如下图：



康菲公司的总资本回报率如下图：



#### (10) 公司根据通货膨胀自由调整产品价格的能力

中国石油公司近年来不断调高油价，以应对通货膨胀，但是，国家的发展和人民的日常生活离不开石油，所以不管价格多高，对公司的影响不是很大，相反，随着价格的升高公司获利越大。

近年来，随着国际油价的不断走高，康菲公司的产品价格也不段提高，以应对通胀，但是，国家的发展和人民的日常生活离不开石油，所以不管价格多高，对公司的影响不是很大，相反，随着价格的升高公司获利越大。

#### (11) 公司更新设备的资本投入情况

据资料显示，中国石油近年来一直有大批资金投入，但基本是用于收购其他石油公司，为了扩大公司的业务能力，不断增加公司股东的财富，而无需进行大的基础设施建设，因为公司的基础建设的使用期都比较长，无需花费大笔资金。

根据康菲公司的相关资料显示，康菲公司近年来花费大量资金来对其他相关公司进行收购，不断扩大企业的业务能力，和用于对公司股票的回购，来增加企业的获利能力，不断提高公司股东的股票价值。



## (12) 公司销售毛利率

中国石油的销售毛利率可以通过报表得到，如下表：

年份	销售毛利率 (%)
2002	5.57
2003	5.63
2004	5.74
2005	5.93
2006	6.20
2007	6.91

从表中可以看出中国石油的销售毛利率是呈一个逐年增长的趋势，这保证了中国石油能够不断盈利，才能不断地使公司的价值升值，才能使股东利益不断增加。

### 3. 价格分析

#### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

2002年的每股收益是0.27元，把0.27元除以长期国债2002年的利率(约4.2%)，得出该公司股票相对价值等于国债的价值是每股6.4元，即如果你以5.6元的价格买进中国石油的股票，你的投资回报率就是国债的报酬率。2002年每股收益是0.27，可算出年复利报酬增长率为18%，假如以7元买进，初始回报率为3.8%。

#### (2) 把公司当作股本或债券

若从股东权益来看，中国石油2002年的每股股权收益为1.8元，若公司的平均股权报酬率为26.3%，并把40%的保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为10.4%，到六年后，该公司的每股股东权益为3.04元。

若中国石油在2007年的每股股东权益为3.04元，平均股权报酬率为26.3%，则每股收益为0.79元，最低市盈率为10倍，股价为7.9元，最高市盈率为22.6，则股价为18.4元。再加上股息0.51元，以5.6元的价格2002年购买中国石油，到2007年可以算出，其税前年复利报酬率介于6%—28%。

#### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以18%的速度增长，假如中国石油继续保留60%的收益，其余40%以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：



年份	收益 (元)	股息 (元)
2008	0.93	0.37
2009	1.09	0.44
2010	1.29	0.52
2011	1.53	0.61
2012	1.80	0.72
2013	2.13	0.85
2014	2.52	1.00
		4.52

这就是说，中国石油在 2014 年的每股收益为 2.52 元。如果中国石油以过去六年的最低市盈率 10 进行交易，股票的市场价格则为 25.2 元。加上 4.52 元的税前股息，税前总收益增至每股 29.72 元。如果中国石油以过去六年的最高市盈率 22.6 进行交易，股票的市场价格在 2014 年为 56.95 元。加上 4.52 元的税前股息，税前总收益增至每股 61.47 元。那么七年后中国石油的股票价格包括股息在内是在每股 29.72-61.47 元之间。这相当于 18.32%-20.86%。

#### (4) 最初回报率及政府债券相关价值

康菲公司在 2002 年的每股收益是 1.48 美元，把 1.44 美元除以长期国债 2002 年的利率（约 8%），得出该公司股票相对价值等于国债的价值是每股 17.28 美元，即如果你以 17.28 美元的价格买进康菲公司的股票，你的投资回报率就是国债的报酬率。2002 年每股收益是 1.44 美元，可算出年复利报酬增长率为 9.7%，假如以 18 美元买进，初始回报率为 7.45%。

#### (5) 把股票当作权益型债券

若从股东权益来看，康菲公司 2002 年的每股股权收益为 43.56 美元，若公司的平均股权报酬率为 9.7%，并把 60% 的保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为 5.8%，到六年后，该公司的每股股东权益为 60.74 美元。

若康菲公司在 2007 年的每股股东权益为 60.974 美元，平均股权报酬率为 9.7%，则每股收益为 5.47 美元，最低市盈率为 15 倍，股价为 81.06 美元，最高市盈率为 23 倍，则股价为 124 美元。再加上股息 8.35 美元，以 18 美元的价格 2002 年购买康菲公司，到 2007 年可以算出，其税前年复利报酬率介于 34%-45%。

## (6) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 9.7% 的速度增长，假如康菲公司继续保留 60% 的收益，其余 40% 以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	收益 (美元)	股息 (美元)
2008	6.00	2.40
2009	6.58	2.63
2010	7.22	2.89
2011	7.92	3.17
2012	8.69	3.47
2013	9.53	3.81
2014	10.45	4.18
		22.55

这就是说，康菲公司在 2014 年的每股收益为 10.45 美元。如果康菲公司以过去七年的最低市盈率 15 进行交易，股票的市场价格则为 156.75 美元。加上 22.55 美元的税前股息，税前总收益增至每股 179.3 美元。如果康菲公司以过去七年的最高市盈率 23 进行交易，股票的市场价格在 2014 年为 240.35 美元。加上 22.55 美元的税前股息，税前总收益增至每股 262.9 美元。那么七年后康菲公司的股票价格包括股息在内是在每股 179.3-262.9 美元之间。这相当于 11.65%-12.01%。

## 4. 结论分析

从以上分析中可以看出中国石油和美国康菲公司有很多的相似之处，它们都是各自国家的石油行业的领导者，拥有很强的竞争实力，并且，两个公司只做与行业相关的业务，这就保证了公司在该行业不断创新的决心。同时，中国石油和康菲公司的每股收益都是呈逐年增长的趋势，这说明公司的盈利能力是不断提高的，这就表明公司的价值是不断提高的。从种种的相似性不难得出，中国石油就相当于美国的康菲，巴菲特能从康菲中获得那么高的收益，我们相信，中石油也会给我们带来很好的收益。因此，中国石油是值得我们关注的企业之一。中国石油的现价是 12.83 元，我们认为中国石油的合理估值在 7.9-12.3 元之间。而现价略高于股价，因此，我们认为现阶段最好的方法是观望，但已经持有股票的朋友，应该继续持有，因为已经快接近底部，中石油又具有很强的反弹能力，建议准备补仓。



## 三、片仔癀、同仁堂 VS 美国强生

### 1. 巴菲特持股情况

伯克希尔·哈撒韦公司提交给美国证交会（SEC）的文件显示，截至3月31日，公司仅买入197万股强生股票；而截至2008年6月30日，公司持有的强生公司增仓至2459万股，其股票市值已达到14.7亿美元，占两家公司股权的0.8%。

强生公司（J&J）是世界最大的健康产品生产商之一，该公司去年的销售收入达505亿美元。

### 2. 比较分析

#### （1）公司竞争优势

片仔癀公司是源于1555年的中华老品牌，片仔癀是我国中药保护品种，被誉为“国宝神药”，1999年被评为中国驰名商标，2006年入选中华老字号品牌价值百强20强。2003年其在全国1200家上市公司综合绩效中排名第11位。2004年被评为福建省大中型国有控股企业绩效“十佳”。从片仔癀的品牌来讲，为国家保护品牌。2008年，公司与中国医学科学院药物研究所共同研发的新药金糖宁，获得重要三类新药证书，证书号国药证字Z20080007，批准文号国药准字Z2008011，至2013年02月03日。本项目公司拥有自主知识产权，已申请两项国家专利，其中一项已经获批，专利号ZL991099111.6，另一项已经获得申请号200810057130.3。

北京同仁堂是中药行业著名的老字号，创建于清康熙八年（1669年），在三百多年的历史长河中，历代同仁堂人恪守“炮制虽繁必不敢省人工 品味虽贵必不敢减物力”的传统古训，树立“修合无人见存心有天知”的自律意识，确保了同仁堂金字招牌的长盛不衰。自雍正元年（1721年）同仁堂正式供奉清皇宫御药房用药，历经八代皇帝，长达188年，这就造就了同仁堂人在制药过程中兢兢小心、精益求精的严细精神，其产品以“配方独特、选料上乘、工艺精湛、疗效显著”而享誉海内外。同仁堂品牌誉满海内外，作为中国第一个驰名商标，其品牌优势得天独厚。目前，同仁堂商标已进行了马德里协约国和巴黎公约国的注册，受到国际组织的保护，同时，在世界50多

个国家和地区办理了注册登记手续，并在台湾进行了第一个大陆商标的注册。显而易见，同仁堂的著名商标和优秀品牌已成为同仁堂集团不断发展的特有优势。近年来，同仁堂以年均 20% 以上的速度增长，资产总额 50 多亿元，年销售额 40 多亿元。同仁堂已经发展成为拥有境内、境外两家上市公司，海内外 347 多家分店（分公司），27 个剂型生产线通过国家 GMP 认证，9 条生产线通过澳大利亚 GMP 认证，集产供销、科工贸为一体的大型企业集团。同仁堂股份有限公司在中国证券报和亚商企业咨询有限公司共同主办的“中证亚商中国最具发展潜力上市公司 50 强”的评比中蝉联第四、第五届排名第一，科技发展股份有限公司是香港创业板表现最好的股票之一，企业实现了良性循环。2002 年，同仁堂集团被国家工业经济联合会和名牌战略推进委员会，推荐为最具冲击世界名牌的 16 家企业之一。面对世界经济一体化的新形势，同仁堂人决心抓住机遇、迎接挑战，继续弘扬同仁堂的优良传统，高举现代中药的大旗，为振兴中药事业做出贡献。

美国强生（Johnson and Johnson）成立于 1887 年，是世界上规模大、产品多元化的医疗卫生保健品及消费者护理产品公司。据《财富》和《商业周刊》1997 年公布的结果，强生公司市场价值指标评比名列全球第 20 位，并位居全美十大最令人羡慕的公司之列，1999 年全球营业额达 275 亿美元。目前，美国强生在上 50 个国家拥有 164 个子公司，9 万多名员工，产品销往 175 个国家，因此，强生品牌在美国医药界有很强的垄断性，在全球也是具有霸主地位。

### （2）公司的产品或服务

片仔癀公司的产品是中药制品，在全国中药产品中，片仔癀的产品有相当大的比例。随便走进一个药店，看看它们销售的中药品，那里面一定有片仔癀的产品。

同仁堂的产品种类繁多，但是只要你去任何一家药店，看看他们的中药产品就可以看到同仁堂的产品。

强生公司的产品，是医疗品和消费护理，其中最为中国消费者熟悉的产品有：强生婴儿护理系列、邦迪创可贴、西安杨森制药、强生女性卫生用品系列、泰诺制药、强生抛弃型隐型眼镜等。

### （3）公司财务保守性

查一查 2002—2007 年片仔癀的股东收益、长期债务和净收入如下表：

单位：元（人民币）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	204863 108.13	542873 306.92	578347 102.96	589941 695.81	608397 964.64	723112 510.69
长期负债	5600 00.00	5600 00.00	5600 00.00	9653 194.46	1187 5842.18	1955 7790.11
净收入	5844 344.12	6047 8126.70	7827 6041.96	1292 63225.86	1257 61982.41	1481 92474.37

从上表可以看出，其可以在不到一年的时间内还完总负债。并且可以看出，公司的资产负债比率均最佳比率。公司有很好的举债，从而提高公司的股东权益收益率。

查一查 2002-2007 年同仁堂的股东收益、长期债务和净收入如下表：

单位：元（人民币）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	149377 248.21	163566 2069.93	214122 0437.80	234947 146.29	237986 0218.08	266076 0316.18
长期负债	202438 92.82	270737 84.05	269290 14.46	284585 61.19	282498 1.18	759679 5.79
净收入	249877 391.48	239529 116.35	286780 097.26	301231 159.01	156021 181.88	232891 142.55

从上表可以看出，其可以在不到一年的时间内还完总负债。并且可以看出，公司的资产负债比率均最佳比率。公司有很好的举债，从而提高公司的股东权益收益率。

查一查 2002-2007 年强生的股东收益、长期债务和净收入如下表：

单位：百万（美元）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	22697	26869	31813	37871	39318	43319
长期负债	2022	2955	2565	2017	2014	7074
净收入	6597	7179	8509	10411	11053	10576

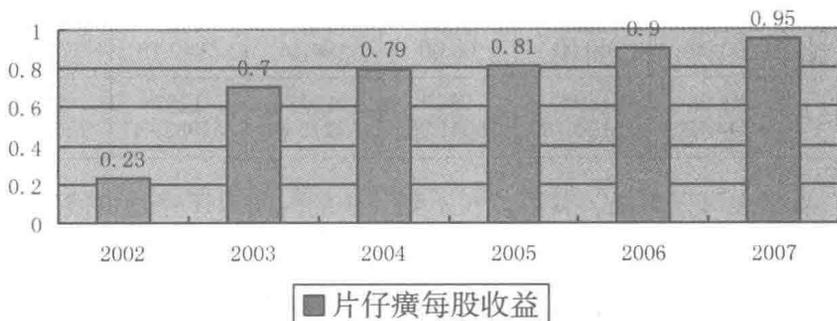
从上表可以看出，其可以在不到一年的时间内还完总负债。并且可以看出，公司的资产负债比率均最佳比率。公司有很好的举债，从而提高公司的股东权益收益率。



#### (4) 公司盈利能力

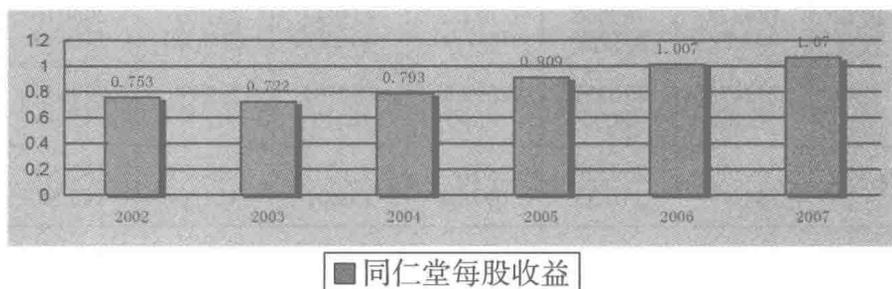
可以从报表中查到，片仔癀 2002-2007 年的每股收益。如下图所示，可以看出片仔癀也有稳定的获利能力。

单位：元（人民币）



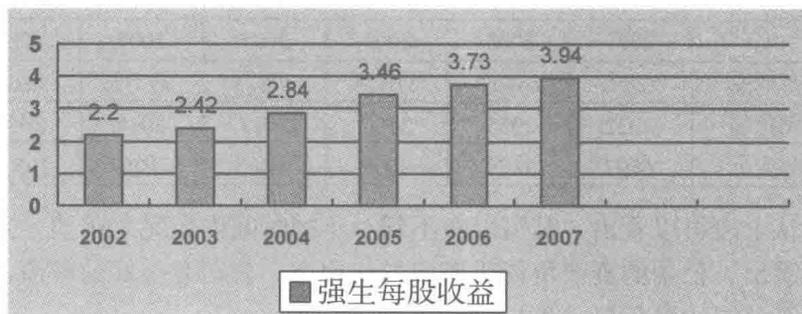
又可以从中查到，同仁堂 2002-2007 年的每股收益。如下图所示，可以看出同仁堂也有稳定的获利能力。

单位：元（人民币）



又可以从中查到，强生 2002-2007 年的每股收益。如下图所示，可以看出强生也有稳定的获利能力。

单位：元（美元）



#### (5) 公司资金分配

片仔癀公司只把公司的资金用在中药制品上，或者与其非常相关的业务上，不会把资金用在自己不熟悉的行业和业务。

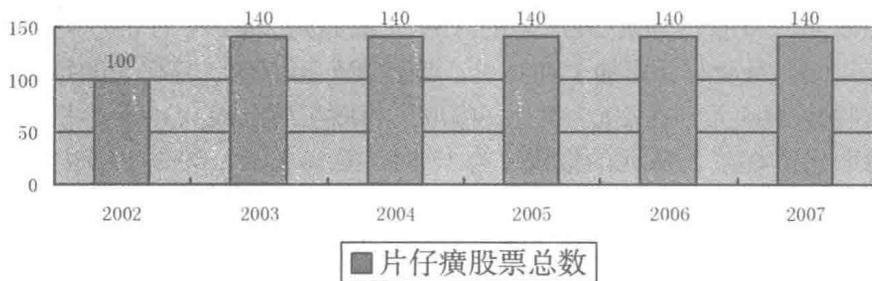
根据有关资料，同仁堂公司只把资金用于自己熟悉的中药制造行业，而不把资金投入到自己不熟悉的行业和业务中。

强生公司也只把公司资金用在自己熟悉和专长的业务上，不会把资金用在其他自己不熟悉的业务上面。

#### (6) 公司回购股票情况

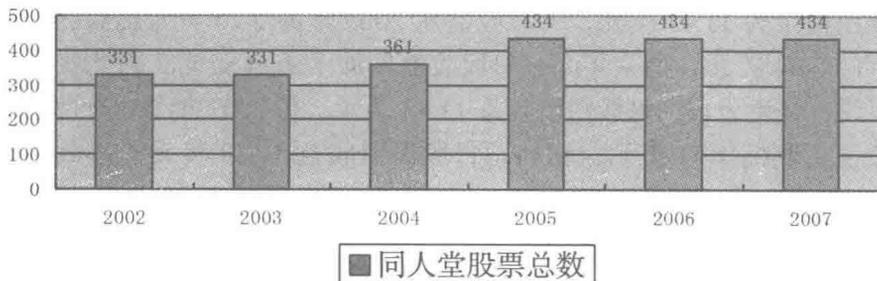
调查显示，片仔癀过去几年内没有进行过股票回购。

单位：百万（人民币）



根据历年年报显示，同仁堂未进行过股票回购。这是因为公司发展较快，需要资金量比较大，要不断地在市场上筹集资金，所以就增发股票，而不回购股票。

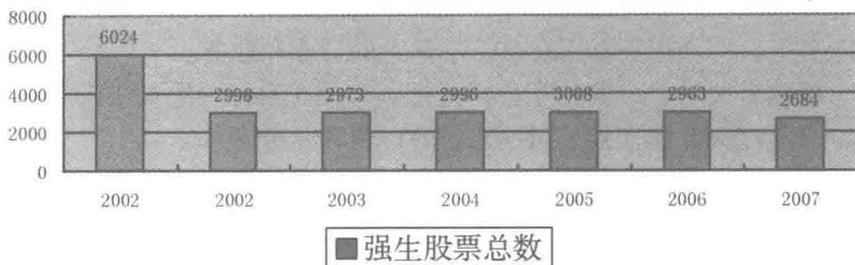
单位：百万（人民币）



调查显示，强生公司过去几年一直在回购股票，这表明其尽可能运用资本，来提高股东的持股价值。



单位：百万（人民币）



#### (7) 公司保留盈余

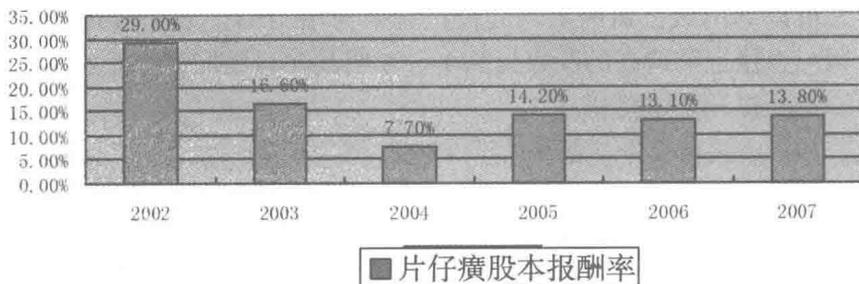
资料显示，片仔癀有保留收益，提高公司的每股获利，增加股东财富。我们从公司年报中得到，2002-2007年期间的每股保留盈余为2.06元，每股收益从2002年的0.59元提高到2007年的0.95元，这五年间，每股收益增加了0.36元，因此我们可以说，片仔癀的每股保留收益2.06元，在2007年公司赚取了每股税后利润0.36元，相当于每股保留收益2.06元的报酬率为17.5% ( $0.36/2.06 \times 100\% = 17.5\%$ )。

年报显示，同仁堂有保留收益，提高公司的每股获利，增加股东财富。我们从公司年报中得到，2002-2007年期间的每股保留盈余为3.904元，每股收益从2002年的0.753元提高到2007年的1.07元，这六年间，每股收益增加了0.317元，因此我们可以说，同仁堂的每股保留收益3.904元，在2007年公司赚取了每股税后利润0.317元，相当于每股保留收益3.904元的报酬率为8.2% ( $0.317/3.904 = 8.2\%$ )。

同样在资料中可以找到，强生公司也有保留收益，提高公司的每股获利，增加股东财富。我们从公司年报中得到，2002-2007年每股保留盈余为11.43美元，每股收益从2003年的2.20美元提高到2007年的3.94美元，这五年间，每股收益增加了1.74美元，因此我们可以说，强生公司的每股保留收益11.43美元，在2007年公司赚取了每股税后利润1.74美元，相当于每股保留收益11.43美元的报酬率为15.2% ( $1.74/11.43 = 15.2\%$ )。

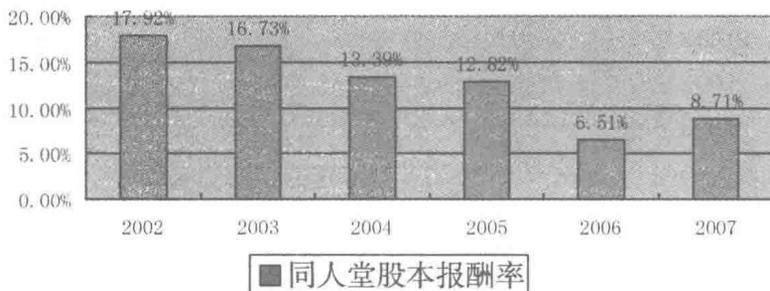
#### (8) 公司股本回报率水平

从有关资料中可以看出，片仔癀的股东权益报酬率均高于行业的平均水平，中国医药行业的股权报酬率为6.75%，而片仔癀的股权报酬率如下表：



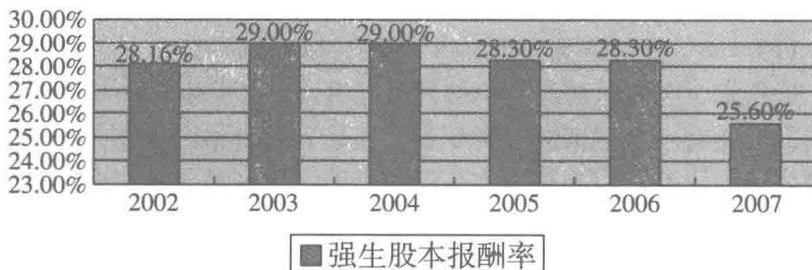
可以算出该公司的平均股权报酬率为 15.3%。更重要的是，该公司一直稳定维持高的股权报酬率，表明其在运用保留收益的杰出能力，不断提升公司获利。

从有关资料中可以看出，同仁堂的股东权益报酬率均高于行业的平均水平，中国医药行业的股权报酬率为 6.75%，而同仁堂的股权报酬率如下表：



可以算出该公司的平均股权报酬率为 12.68%。更重要的是，该公司一直稳定维持高的股权报酬率，表明其在运用保留收益的杰出能力，不断提升公司获利。

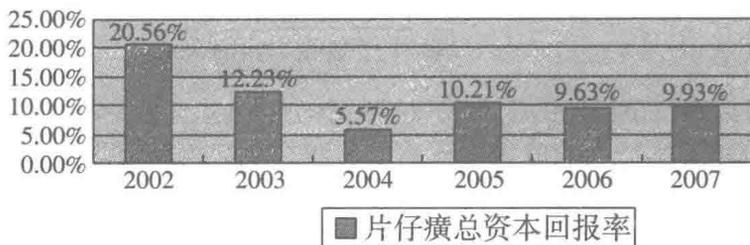
从有关资料中可以看出，强生的股东权益报酬率均高于行业的平均水平，美国企业的股权报酬率为 12%，而强生的股权报酬率如下表：



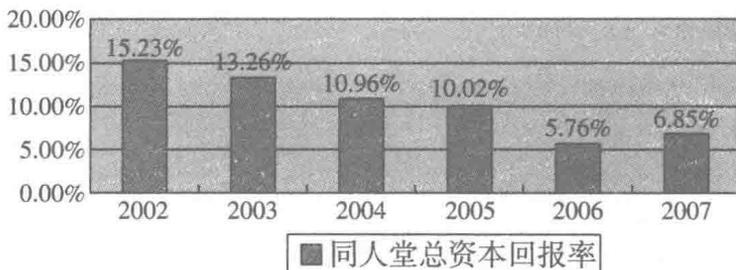
可以算出该公司的平均股权报酬率为 28.05%。更重要的是，该公司一直稳定维持高的股权报酬率，表明其在运用保留收益的杰出能力，不断提升公司获利。

#### (9) 公司总资本回报率

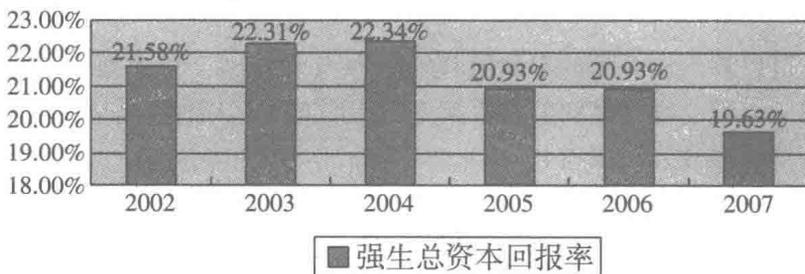
片仔癯的总资本回报率如图：



同仁堂的总资本回报率如图：



强生的总资本回报率如图：



#### (10) 公司根据通货膨胀自由调整产品价格的能力

近年来，随着医药原料价格的不断升高，片仔癯的价格也在不断提高，以应对由此带来的通货膨胀，但是，其价格的提高并没有很大影响公司的收益，因为其为中药保护品种，市场替代性很差，国家又给相应的政策。

随着成本的不断增加，同仁堂也不断提高产品的价格来应对价格



上升所引起的通货膨胀。但是同仁堂良好的品牌和治疗效果，使其销售受到价格的影响很小。

随着国际医药原料价格的攀升，医药制造成本不断提高，强生公司的产品价格也不断提高，来应对价格升高引起的通货膨胀。其公司凭借悠久的品牌和优质的产品，销售不减反增了。

#### (11) 公司更新设备的资金投入情况

片仔癀公司总是把资金用于收购同类公司，以扩大公司的产能，不断提高公司的获利能力和不断增加股东的股票价值。而收购其他公司的基础设施建设投资非常小，就会以小的投资获得高的回报。

根据资料得出，同仁堂近年来投入大笔资金来进行产能方面的扩大，不断地收购同类型的企业。

强生公司也是把资金用于兼并和收购行业内的公司，不断扩大其规模，增加企业获利能力和不断增加股东股票价值。

#### (12) 公司销售毛利率分析

片仔癀公司的销售毛利率可以通过其年报得出，如下表：

年份	销售毛利率 (%)
2002	3.87
2003	31.64
2004	32.58
2005	48.64
2006	36.35
2007	36.76

从表中可以看出片仔癀公司的销售毛利率是非常高的，这就保证了公司的盈利能力和持续经营，从而不断地增加股东财富。

同仁堂公司的报表显示，公司的销售毛利率如下表：

年份	销售毛利率 (%)
2002	37.98
2003	39.58
2004	40.12
2005	11.80
2006	40.63
2007	40.31

从表中可以看出同仁堂有很强的销售盈利的能力，其销售毛利率达到四成以上，而整个制药行业的平均销售毛利率为 31.2%，可以看

出同仁堂的销售毛利率远远超过行业的平均水平，同仁堂的盈利能力远远强于行业的一般水平，这就表明同仁堂的公司价值升值速度要远远高于行业的升值速度，那么公司股东的价值增加的速度也要远远快于其他同行业的水平。

### 3. 价格分析

#### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

片仔癀在 2002 年的每股收益是 0.23 元，把 0.23 元除以长期国债 2002 年的利率（约 4.2%），得出该公司股票相对价值等于国债的价值是每股 5.4 元，即如果你以 6 元的价格买进片仔癀的股票，你的投资回报率就是国债的报酬率。2002 年每股收益是 0.23，可算出年复利报酬增长率为 8.6%，假如以 6 元买进，初始回报率为 3.9%。

#### (2) 把股票当作权益型债券

若从股东权益来看，片仔癀 2002 年的每股股权收益为 2.04 元，若公司的平均股权报酬率为 15.3%，并把 55% 的保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为 8.41%，到六年后，该公司的每股股东权益为 3.3 元。

若片仔癀在 2007 年的每股股东权益为 3.3 元，平均股权报酬率为 15.3%，则每股收益为 0.50 元，最低市盈率为 14 倍，股价为 7.0 元，最高市盈率为 26，则股价为 13.0 元。再加上股息 2.3 元，以 6 元的价格 2002 年购买片仔癀，到 2007 年可以算出，其税前年复利报酬率介于 7.8%—13.8%。

#### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 8.6% 的速度增长，假如片仔癀继续保留 55% 的收益，其余 45% 以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	收益 (美元)	股息 (美元)
2008	0.54	0.24
2009	0.58	0.26
2010	0.64	0.28
2011	0.69	0.31
2012	0.75	0.33
2013	0.82	0.36
2014	0.89	0.40
		2.18



这就是说，片仔癀在2014年的每股收益为0.89元。如果片仔癀以过去六年的最低市盈率14进行交易，股票的市场价格则为12.46元。加上2.18元的税前股息，税前总收益增至每股14.64元。如果片仔癀以过去六年的最高市盈率26进行交易，股票的市场价格在2014年为23.14元。加上2.18元的税前股息，税前总收益增至每股25.32元。那么七年后片仔癀的股票价格包括股息在内是在每股14.64-25.32元之间。这相当于10.12%-12.34%。

#### (4) 最初回报率及政府债券相关价值

同仁堂在2002年的每股收益是0.753元，0.753元除以长期国债2002年的利率（约4.2%），得出该公司股票相对价值等于国债的价值是每股17.9元，即如果你以17.9元的价格买进同仁堂的股票，你的投资回报率就是国债的报酬率。2002年每股收益是0.753，可算出年复利报酬增长率为6.2%，假如以18元买进，初始回报率为4.1%。

#### (5) 把股票当作权益型债券

若从股东权益来看，同仁堂2002年的每股股权收益为4.202元，若公司的平均股权报酬率为12.68%，并把40%的保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为5.7%，到六年后，该公司的每股股东权益为5.88元。

若同仁堂在2007年的每股股东权益为5.88元，平均股权报酬率为12.68%，则每股收益为0.75元，最低市盈率为30倍，股价为22.5元，最高市盈率为90，则股价为67.5元。再加上股息1.35元，以18元的价格2002年购买同仁堂，到2007年可以算出，其税前年复利报酬率介于5%-25.1%。

#### (6) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以6.2%的速度增长，假如同仁堂继续保留40%的收益，其余60%以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	收益 (美元)	股息 (美元)
2008	0.80	0.48
2009	0.85	0.51
2010	0.90	0.54
2011	0.95	0.57

续表

年份	收益 (美元)	股息 (美元)
2012	1.01	0.61
2013	1.08	0.65
2014	1.14	0.68
		4.04

这就是说，同仁堂在 2014 年的每股收益为 1.14 元。如果同仁堂以过去六年的最低市盈率 30 进行交易，股票的市场价格则为 34.2 元。加上 4.04 元的税前股息，税前总收益增至每股 38.24 元。如果同仁堂以过去六年的最高市盈率 90 进行交易，股票的市场价格在 2014 年为 102.6 元。加上 4.04 元的税前股息，税前总收益增至每股 106.64 元。那么七年后同仁堂的股票价格包括股息在内是在每股 38.24–106.64 元之间。这相当于 6.63%–6.97%。

#### (7) 最初回报率及政府债券相关价值

强生在 2002 年的每股收益是 2.20 美元，2.20 美元除以长期国债 2002 年的利率（约 8%），得出该公司股票相对价值等于国债的价值是每股 27.5 美元，即如果你以 27.5 美元的价格买进强生的股票，你的投资回报率就是国债的报酬率。2002 年每股收益是 2.20 美元，可算出年复利报酬增长率为 10.4%，假如以 30 美元买进，初始回报率为 7.3%。

#### (8) 把股票当作权益型债券

若从股东权益来看，强生 2002 年的每股股权收益为 7.27 美元，若公司的平均股权报酬率为 28.05%，并把 50% 的保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为 14.03%，到六年后，该公司的每股股东权益为 15.2 美元。

若强生在 2007 年的每股股东权益为 15.2 美元，平均股权报酬率为 28.05%，则每股收益为 4.49 美元，最低市盈率为 12 倍，股价为 53.4 美元，最高市盈率为 20 倍，则股价为 89.8 美元。再加上股息 7.1 美元，以 30 美元的价格 2002 年购买强生，到 2007 年可以算出，其税前年复利报酬率介于 10.2%–20.01%。

#### (9) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 10.4% 的速度增长，假如强生继续保留



50%的收益，其余 50%以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	收益 (美元)	股息 (美元)
2008	7.95	2.5
2009	5.47	2.7
2010	6.04	3.0
2011	6.66	3.3
2012	7.36	3.7
2013	8.13	4.1
2014	8.97	4.5
		19.8

这就是说，强生在 2014 年的每股收益为 8.97 美元。如果强生以过去六年的最低市盈率 12 进行交易，股票的市场价格则为 107.64 美元。加上 19.8 美元的税前股息，税前总收益增至每股 127.4 美元。如果强生以过去六年的最高市盈率 20 进行交易，股票的市场价格在 2014 年为 179.4 美元。加上 19.8 美元的税前股息，税前总收益增至每股 199.2 美元。那么七年后强生的股票价格包括股息在内是在每股 127.4-199.2 美元之间。这相当于 11.93%-13.21%。

#### 4. 结论分析

片仔癀是最早源于 1555 年的品牌，它有悠久的历史，是我国中药保护品种，这就相当于专利垄断，其核心竞争力是其他企业所不能模仿的，因为专利是具有独占性的。从而决定了片仔癀强大的竞争能力。从资料中我们可以看出，片仔癀公司不断进行发明创造，获得许多专利，进一步增强了企业的竞争力。从上述众多指标分析，片仔癀是值得投资的，是可以给我们带来很好收益的。

同仁堂是我国重要的古老品牌，有着很高的知名度和美誉度，它是我国中药知名品牌，有着很强的品牌垄断性。从上述分析中我们可以看到，同仁堂有着很强的获利能力和价值增值能力。这就保证了公司价值的不断升值，股东的价值不断升高。我们认为同仁堂 2007 年的公司营销方式的调整取得了一定的成效，为未来的长期发展奠定了一定基础，未来的发展趋势较好。我们长期看好同仁堂的品牌价值，并认为同仁堂必定受益于医改和中药复兴的产业政策。虽然公司目前的经营体制难以让人满意，但我们认为体制的改善只是时间问题。

## 四、云南白药 VS 葛兰素史克

### 1. 巴菲特持股情况：

伯克希尔披露持有欧洲最大制药企业葛兰素史克的 151 万份美国存托凭证。最新披露的信息显示，伯克希尔目前已持有葛兰素史克价值约 6540 万美元的股份。在过去一年中，伯克希尔先后投资了多只医疗股。该公司发言人表示，对巴菲特大量增持其股份感到“高兴”。葛兰素史克的 ADR 也上涨近 2%，报 44.14 美元。

### 2. 比较分析

#### (1) 公司竞争优势

1902 年，云南民间名医曲焕章研制了具有止血愈伤、消炎消肿、排脓去毒之功效的云南白药，不仅拯救了无数大众百姓的生命，而且对北伐战争、长征、抗日战争和解放战争等中国历史事件有着特殊的贡献，有“伤科圣药”、“药冠南滇”的美誉。1956 年，曲焕章先生遗孀缪兰英女士将白药秘方交给国家。1970 年周恩来总理亲自批示：“建立专业化生产厂，扩大云南白药生产；组织研究机构，对云南白药进行深入研究；建立云南植物原料生产基地”。次年，云南白药厂成立。1985 年，当时的云南白药厂，也就是现今的云南白药集团股份有限公司的前身，对现代剂型的研发获得成功。以当年的宫血宁胶囊面世，至今二十几年云南白药不断开发新产品。1993 年，云南白药厂正式改制，以新身份——云南白药实业有限公司在深圳证券交易所上市。1996 年云南白药实业有限公司投资控股三家生产白药的企业：大理制药厂、丽江制药厂和文山州制药厂，并正式更名为云南白药集团股份有限公司。2000 年 8 月，“云南白药”、“云白药”、“云白”、“白药”4 个商标通过国家工商总局商标局审查，成功注册。2002 年“云南白药”荣膺中国驰名商标。云南白药是我国中药保护品种，具有很强的品牌垄断性。2007 年 1 月 10 日，因提前超额完成云南省“倍增行动”目标，省政府授予云南白药集团“突出贡献奖”。7 月，在世界品牌实验室的 2007 年“中国 500 家最具价值品牌”榜中，云南白药成为云南省四个上榜品牌中唯一一个非烟草行业。

葛兰素史克公司始建于 18 世纪，是由 Silvanus Bevan 在伦敦创建



的，现在，葛兰素史克公司是世界最著名的制药公司之一，公司不断致力于新药品和疫苗的研发。公司有很强的品牌垄断性，因为公司有很多垄断性的产品。

### (2) 公司的产品或服务

云南白药集团股份有限公司主营的产品有云南白药，云南白药牙膏、宫血宁胶囊、云南白药创可贴等产品。在人们心目中已形成这么一个印象，伤口好得快，就用云南白药。

葛兰素史克公司有三大产品：处方药、疫苗研究和生产、顾客康复。其实该公司的产品随处可见的，到药店，高档的西药中有很大一部分是它的产品。

### (3) 公司财务保守性

查一查 2002-2007 年云南白药的股东收益、长期债务和净收入如下表：

单位：元（人民币）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	523209 31.01	584373 603.30	672426 705.95	822369 000	105363 5863.40	142546 3507.84
长期负债	247761 82.14	364733 1.83	487492 966.45	331200 00	362310 00	212225 859.81
净收入	936875 67.67	113751 983.20	171348 717.08	230370 274.04	276395 341.09	148742 2.45

从上表可以看出，其可以在不到一年的时间内还完长期负债。并且可以看出，公司的资产负债比率均最佳比率。公司有很好的举债，从而提高公司的股东权益收益率。

查一查 2002-2007 年葛兰素史克的股东收益、长期债务和净收入如下表：

单位：百万（英镑）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	6658	5598	5937	7570	9386	9603
长期负债	7388	8008	8443	10117	8640	10748
净收入	3915	4484	4302	4689	5389	5310

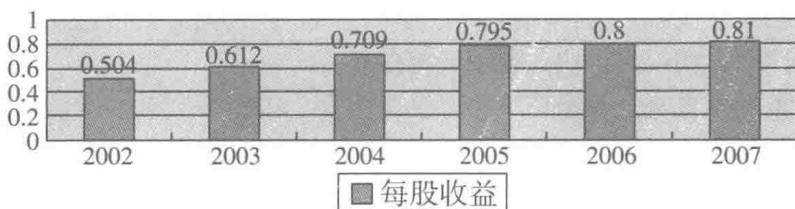
从上表可以看出，其可以在一年多的时间内还完长期负债。并且可以看出，公司的资产负债比率均最佳比率。公司有很好的举债，从

而提高公司的股东权益收益率。

#### (4) 公司盈利能力

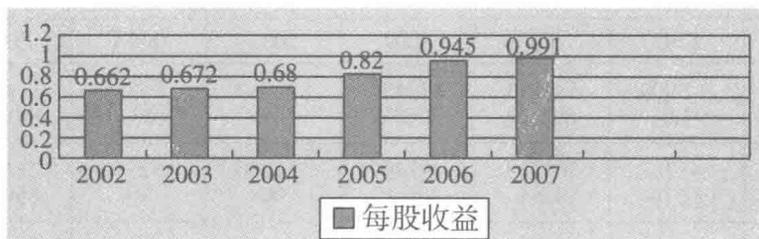
又可以从报表中查到，云南白药 2002-2007 年的每股收益。如下图所示，可以看出云南白药也有稳定的获利能力。

单位：元（人民币）



又可以从报表中查到，葛兰素史克 2002-2007 年的每股收益。如下图所示，可以看出葛兰素史克也有稳定的获利能力。

单位：英镑



#### (5) 公司资金分配

云南白药公司只把资金用于自己专长的行业，中药生产和销售。不会投资其不熟悉的行业，这保证了公司资金的高效使用。

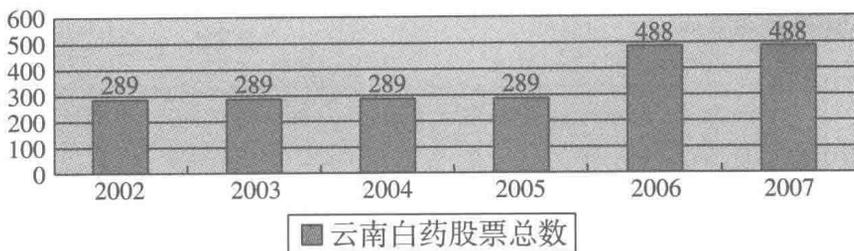
葛兰素史克公司把资金用于制药行业，和与其相关的产业，不会把资金用于自己不专长的领域内。

#### (6) 公司回购股票情况

根据云南白药公司的年报显示，云南白药从未进行过股票回购活动，因为公司发展比较快，需要大量资金，只是不断地增发股票，来获得发展所需的资金。

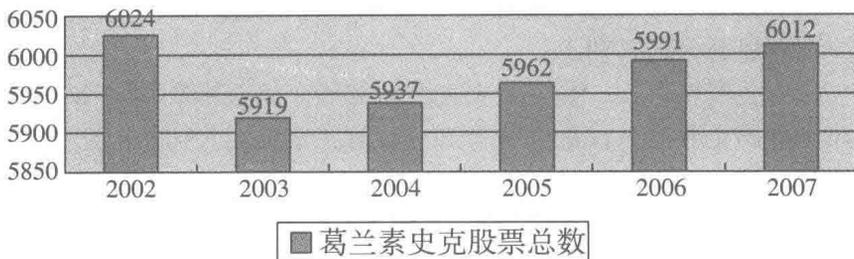


单位：百万股



调查显示，葛兰素史克公司过去几年一直在回购股票，这表明其尽可能运用资本，来提高股东的持股价值。

单位：百万股



#### (7) 公司保留盈余

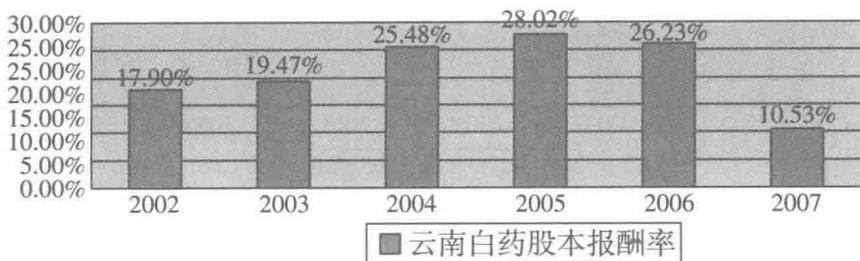
资料显示，云南白药有保留收益，提高公司的每股获利，增加股东财富。我们从公司年报中得到，2002-2007年期间的每股保留盈余为2.71元，每股收益从2002年的0.504元提高到2007年的0.81元，这六年间，每股收益增加了0.306元，因此我们可以说，云南白药的每股保留收益2.71元，在2007年公司赚取了每股税后利润0.306元，相当于每股保留收益2.71元的报酬率为11.3% ( $0.306/2.71 \times 100\% = 11.3\%$ )。

资料显示，葛兰素史克有很好的保留收益，提高公司每股获利，增加股东持股价值。我们从公司年报中得到，2002-2007年期间的每股保留盈余为2.59英镑，每股收益从2002年的0.662英镑提高到2007年的0.991英镑，这六年间，每股收益增加了0.329英镑，因此我们可以说，葛兰素史克的每股保留收益2.59英镑，在2007年公司赚取了每股税后利润0.329英镑，相当于每股保留收益2.59英镑的报酬率为12.7% ( $0.329/2.59 \times 100\% = 12.7\%$ )。

#### (8) 公司股本回报率水平

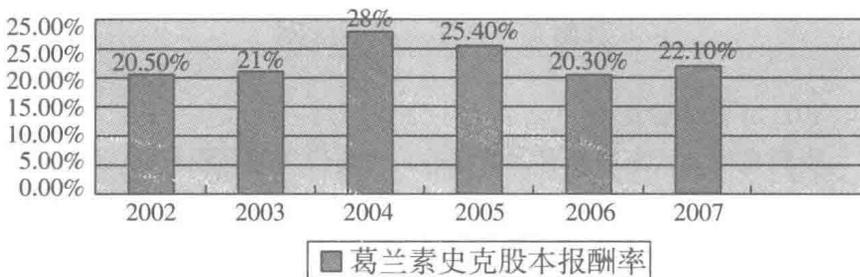
从有关资料中可以看出，云南白药的股东权益报酬率均高于行业

的平均水平，中国医药行业的股权报酬率为 6.75%，而云南白药的股权报酬率如下表：



可以算出该公司的平均股权报酬率为 21.27%。更重要的是，公司一直稳定维持高的股权报酬率，表明其在运用保留收益的杰出能力，不断提升公司获利。

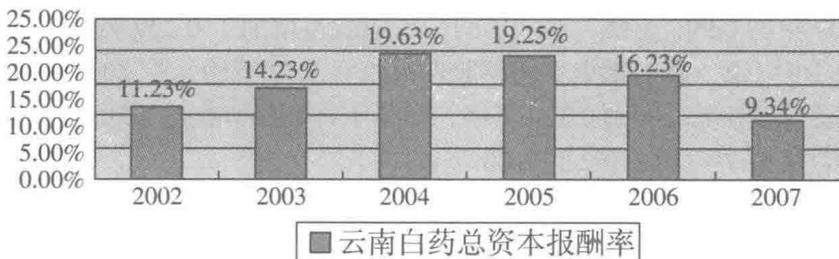
从有关资料可知，葛兰素史克公司的股东权益报酬率除 2002 年，均高于美国企业股东权益报酬率 12%，葛兰素史克公司的股东权益报酬率如下表：



可以算出该公司六年的年均股权报酬率为 22.8%，更重要的是该公司一直稳定维持高的股权报酬率，表明其在运用保留收益的杰出能力，不断提升公司获利。

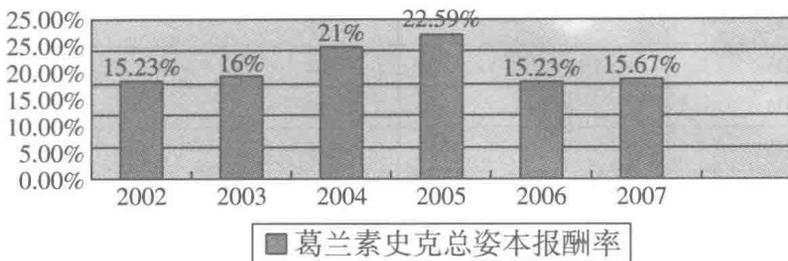
#### (9) 公司总资本回报率

云南白药的总资本报酬率如下图：





葛兰素史克的总资本报酬率从下图可知：



#### (10) 公司根据通货膨胀自由调整产品价格的能力

近年来，随着医药原料价格的不断升高，云南白药的价格也在不断提高，以应对由此带来的通货膨胀，但是，其价格的提高并没有很大影响公司的收益，因为其为中药保护品种，市场替代性很差，国家又给相应的政策。再加上其良好的治疗效果，这是其长久持续盈利的法宝。

近年来，随着全球物价的提高，医药的原材料和工人工资也不断提高，从而，葛兰素史克公司的产品价格也不断提高，以应对物价的提高，但是，其良好的产品和效果，赢得全球人民的信任，人们也不会因为价格的提高而放弃对该产品的使用。

#### (11) 公司更新设备的资本投入情况

为缓解产能不足问题，云南白药集团股份有限公司（以下简称“云南白药”）投资 5000 万元收购昆明两家制药企业。云南白药宣布，拟收购其控股股东云南药业有限公司直接或间接持有的昆明兴中制药和昆明云健制药股权，收购价分别为 3700 万元和 1300 万元。在股权转让交易完成后，云南白药将持有昆明兴中和昆明云健 100% 的股权。对此，云南白药明确表示，此番收购将有助于合理有效利用云南白药整体生产资源，发挥规模效益，缓解遇到的产能问题；同时两家公司丰富的产品群作为无形资产，将为云南白药搬迁后的产能扩张提供更多产品。可以看出云南白药有大笔资金注入，来提高公司的产能，不断增加股东收益。

葛兰素史克公司每年花巨资用于股票回购和股息支付，通过此方法不断提高股东的持股价值。同时花巨资用于同类产品企业的收购，不断提高企业盈利能力，来不断增加股东价值。

#### (12) 公司销售毛利率分析

云南白药的年度报表显示，公司的销售毛利率如下表：

年份	销售毛利率 (%)
2002	24.31
2003	25.34
2004	26.35
2005	27.96
2006	29.02
2007	30.99

从表中可以看出，云南白药公司有很强的销售盈利能力，不断地提高公司的市场价值和不断地增加企业的价值，从而不断地提高股东的获利。

### 3. 价格分析

#### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

云南白药在 2002 年的每股收益是 0.504 元，把 0.504 元除以长期国债 2002 年的利率（约 4.2%），得出该公司股票相对价值等于国债的价值是每股 12 元，即如果你以 14 元的价格买进云南白药的股票，你的投资回报率就是国债的报酬率。2007 年每股收益是 0.504 元，可算出年复利报酬增长率为 8.5%，假如以 14 元买进，初始回报率为 3.6%。

#### (2) 把公司当作股票或债券

若从股东权益来看，云南白药 2002 年的每股股权收益为 2.82 元，若公司的平均股权报酬率为 21.72%，并把 50%的保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为 10.86%，到六年后，该公司的每股股东权益为 4.79 元。

若云南白药在 2007 年的每股股东权益为 4.79 元，平均股权报酬率为 21.72%，则每股收益为 1.04 元，最低市盈率为 20 倍，股价为 20.8 元，最高市盈率为 30，则股价为 31.2 元。再加上股息 2.3 元，以 14 元的价格 2002 年购买云南白药，到 2007 年可以算出，其税前年复利报酬率介于 8.9%—15.8%。

#### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 8.5% 的速度增长，假如云南白药继续保留 50% 的收益，其余 50% 以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：



年份	收益 (美元)	股息 (美元)
2008	1.12	0.56
2009	1.22	0.61
2010	1.32	0.66
2011	1.43	0.72
2012	1.56	0.78
2013	1.68	0.84
2014	1.82	0.91
		5.08

这就是说，云南白药在 2014 年的每股收益为 1.82 元。如果云南白药以过去六年的最低市盈率 20 进行交易，股票的市场价格则为 36.4 元。加上 5.08 元的税前股息，税前总收益增至每股 41.48 元。如果云南白药以过去六年的最高市盈率 30 进行交易，股票的市场价格在 2014 年为 54.6 元。加上 5.08 元的税前股息，税前总收益增至每股 59.68 元。那么七年后云南白药的股票价格包括股息在内是在每股 41.48–59.68 元之间。这相当于 9.74%–12.54%。

葛兰素史克在 2002 年的每股收益是 0.991 英镑，0.991 英镑除以长期国债 2002 年的利率（约 5%），得出该公司股票相对价值等于国债的价值是每股 19.8 英镑，即如果你以 20 英镑的价格买进葛兰素史克的股票，你的投资回报率就是国债的报酬率。2002 年每股收益是 0.991 英镑，可算出年复利报酬增长率为 6.8%，假如以 20 英镑买进，初始回报率为 4.9%。

#### (4) 把公司当作股票或债券

若从股东权益来看，葛兰素史克 2002 年的每股股权收益为 1.59 英镑，若公司的平均股权报酬率为 22.8%，并把 50%保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为 11.4%，到六年后，该公司的每股股东权益为 3.02 英镑。

若葛兰素史克在 2007 年的每股股东权益为 3.02 英镑，平均股权报酬率为 22.8%，则每股收益为 0.68 英镑，最低市盈率为 32 倍，股价为 21.76 英镑，最高市盈率为 121 倍，则股价为 82.2 英镑。再加上股息 2.64 英镑，以 20 英镑的价格 2002 年购买葛兰素史克，到 2007 年可以算出，其税前年复利报酬率介于 4%–27.4%。

## (5) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 11.4% 的速度增长，假如葛兰素史克继续保留 50% 的收益，其余 50% 以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	收益 (美元)	股息 (美元)
2008	0.75	0.38
2009	0.84	0.42
2010	0.94	0.47
2011	1.04	0.52
2012	1.16	0.58
2013	1.30	0.65
2014	1.45	0.73
		3.75

这就是说，葛兰素史克在 2014 年的每股收益为 1.45 英镑。如果葛兰素史克以过去六年的最低市盈率 32 进行交易，股票的市场价格则为 46.4 英镑。加上 3.75 英镑的税前股息，税前总收益增至每股 50.15 英镑。如果葛兰素史克以过去六年的最高市盈率 121 进行交易，股票的市场价格在 2014 年为 175.45 英镑。加上 3.75 英镑的税前股息，税前总收益增至每股 179.2 英镑。那么七年后葛兰素史克的股票价格包括股息在内是在每股 50.15–179.2 英镑之间。这相当于 12.31%–12.93%。

## 4. 结论分析

云南白药是我国的国宝级药品生产企业，又加上管理方面的改革，以及产能方面的增加，都预示着云南白药将会成为我国中药生产企业中的佼佼者，从以上几个指标的分析可以得出，云南白药是值得投资的企业，它有着很强的竞争实力，以及很强的盈利能力，从中国 2008 年的大熊市可以看出云南白药是经得住市场考验的，大盘从 6300 点降到 2000 点，而云南白药只是从最高点的 41.48 降到 30.58，降幅只有两成多，远远小于大盘的降幅。这就是云南白药的价值所在。



## 五、中国人寿 vs White Mountains

### 1. 巴菲特持股情况：

2008年，美国保险集团 White Mountains (WTM-US) 表示，投资该公司股权长达7年之久的 Warren Buffett (巴菲特)，其控股公司 Berkshire Hathaway Inc (BRK/A-US)，将所持的16.3%股权作为双方交易的筹码，约值8.36亿美元。

### 2. 比较分析

#### (1) 公司竞争优势

中国人寿保险股份有限公司是目前中国大陆规模最大、保户最多、网络机构最全的专业化商业寿险公司，其前身是创立于1949年10月的原中国人民保险公司、分设于1996年2月的中保人寿保险有限公司和1999年1月经国务院批准的中国人寿保险公司。2003年6月30日，正式成立中国人寿保险股份有限公司，并于同年12月在海外成功上市，成为第一家在香港、美国两地同步上市的内地金融保险企业和第一家在境外上市的内地寿险公司。截至2007年6月30日，公司的全国市场份额占45.4%，个险、团险、意外险和健康险业务均处于市场领先地位。并拥有超过6554万份有效的个人和团体人寿保险单、年金合同及长期健康险保单，1.5亿份个人和团体意外险及短期健康险保单，拥有和管理的有效长期寿险保单超过1.2亿份。

白山保险集团有限公司（或白山公司）是一家金融服务控股公司，是美国著名的保险公司，在美国占有很高的市场份额，在美国国内保险行业中属于领先的企业，在世界保险行业中有很高的地位。

#### (2) 公司的产品或服务

中国人寿有三大险种，包括个人保险、团体保险、机构代理保险。这里面又分好多种类的保险，个人险种分为：理财保险、健康保险、少儿保险、万能保险、养老保险、保障保险、意外保险。团体保险又分：团体年金保险、团体保障保险、团体健康保险、团体短期保险。机构代理保险分：理财保险、少儿保险、健康保险。

白山保险集团有限公司主要业务为财产、人身意外伤害保险和再

保险。

### (3) 公司财务保守性

查一查 2003-2007 年中国人寿的股东收益、总债务和总获利如下表：

单位：百万（人民币）

	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	62436	66530	80378	139665	205500
总债务	265964	366769	478199	623822	727077
总获利	62756	66902	98212	139454	204678

从上表可以看出，中国人寿几年时间就可以还完总负债。并且可以看出，公司的资产负债比率均最佳比率。公司有很好的举债，从而提高公司的股东权益收益率。

查一查美国白山公司的年报可以看到白山公司的股东权益、总负债、总获利如下表：

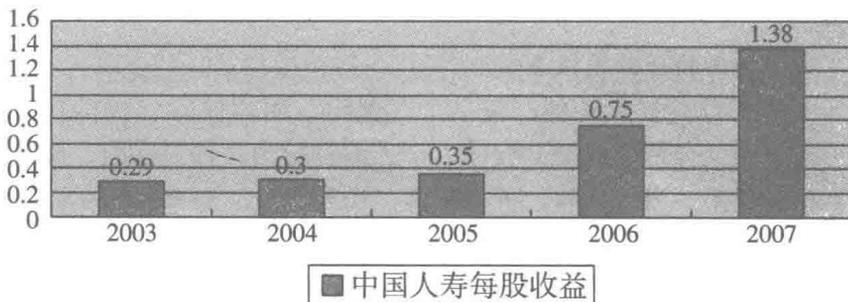
单位：百万（美元）

	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	2979.2	3883.9	3883.2	4455.3	4713.4
总债务	743	783.3	779.1	1106.7	1192.9
总获利	3793.8	4555.3	4631.9	4794.2	4733.8

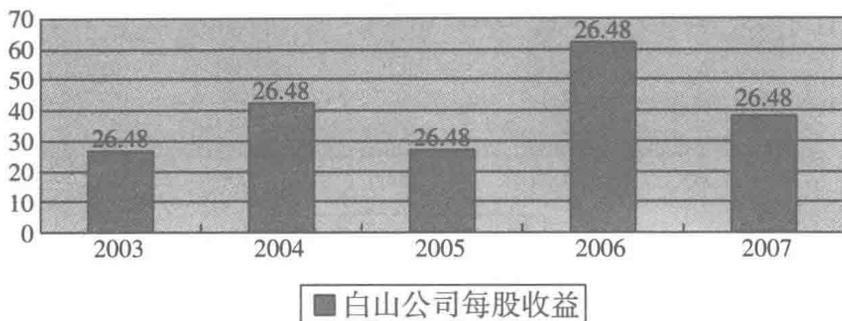
从表中可以看出，白山公司在不到一年的时间里就可以还完公司债务，并且公司的资产负债比率也比较合理，适当的负债可以提高股东的盈利能力。

### (4) 公司盈利能力

又可以从报表中查到，中国人寿 2003-2007 年的每股收益。



又可以从报表中查到白山公司的每股收益如下图：



可以从表中看到，白山公司的每股收益总体在增长，这保证了公司不断的盈利。

#### (5) 公司资金分配

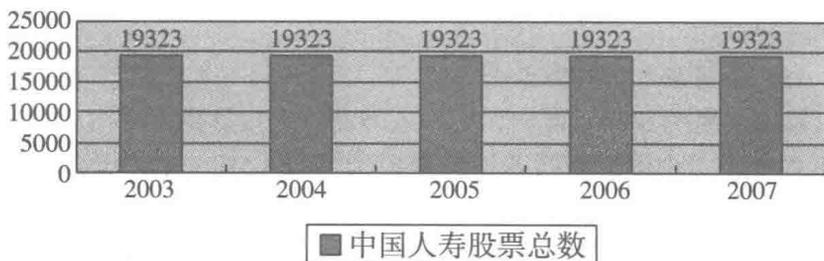
根据有关资料，中国人寿公司只把资金用于自己熟悉的保险行业，而不把资金投入到自己不熟悉的行业和业务中。

根据资料显示，白山公司只把资金用于自己熟悉的保险行业，只用于对保险行业一些公司的收购。据资料显示，White mountains 在 2008 年 1 月的时候以 1.5 亿美元收购了 Helicon Re。

#### (6) 公司回购股票情况

根据年报显示，中国人寿公司没有进行过股票回购活动。

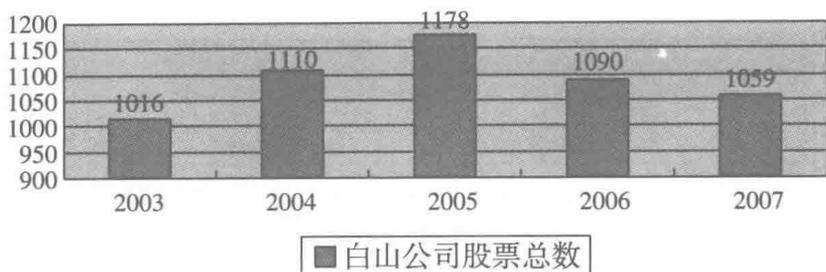
单位：百万（人民币）



根据资料显示，白山公司最近几年都有回购股票的活动，2007 年 9 月，公司以 500 万美元的价格回购了 282341 股。



单位：万（美元）



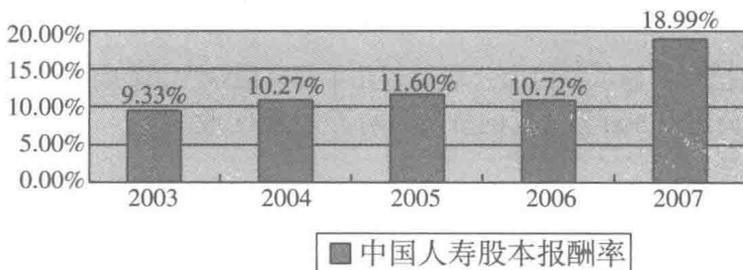
#### (7) 公司保留盈余

资料显示，中国人寿有保留收益，提高公司的每股获利，增加股东财富。我们从公司年报中得到，2003-2007年期间的每股保留盈余为2.41元，每股收益从2003年的0.29元提高到2007年的1.38元，这五年间，每股收益增加了1.09元，因此我们可以说，中国人寿公司的每股保留收益2.41元，在2007年公司赚取了每股税后利润1.09元，相当于每股保留收益2.41元的报酬率为45.2%（ $1.09/2.41 \times 100\% = 45.2\%$ ）。

资料显示，白山公司有保留收益，提高公司的每股获利，增加股东的财富，我们从公司的报表中可以看到，白山公司在2003到2007年公司的保留收益是170.19美元，每股收益从2003年的26.48美元到2007年的39.65美元（换算后），这五年内增加了13.17美元，因此我们可以说，白山公司的每股保留盈余170.19美元在五年内赚取了13.17美元，相当于每股保留盈余的报酬率为7.8%（ $13.17/170.19 \times 100\% = 7.8\%$ ）。

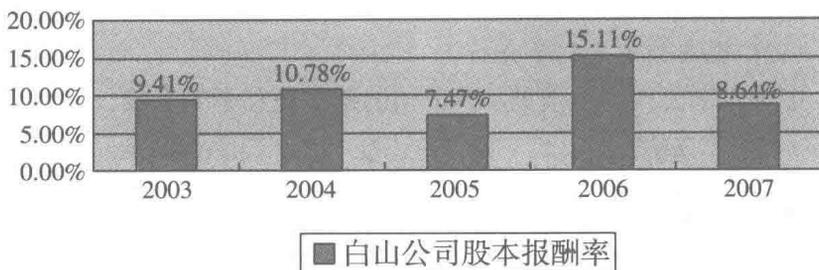
#### (8) 公司股本回报率水平

从有关资料中可以看出，中国人寿的股东权益报酬率均高于行业的平均水平，中国保险行业的股权报酬率为4.5%，而中国人寿的股权报酬率如下表：



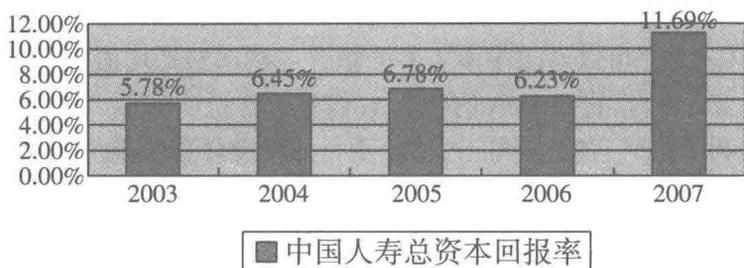
可以算出该公司的平均股权报酬率为 12.99%。更重要的是,该公司一直稳定维持高的股权报酬率,表明其在运用保留收益的杰出能力,不断提升公司获利。

从有关资料显示,白山公司的平均股东权益报酬率 10.28%。

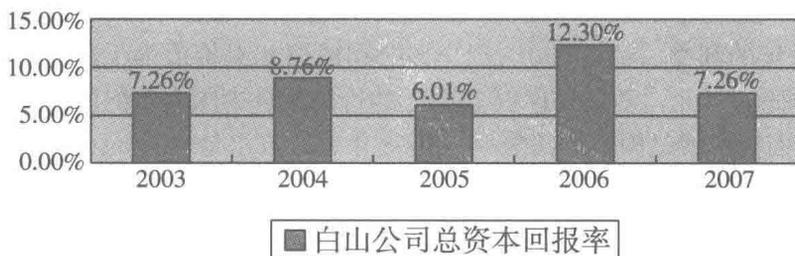


#### (9) 公司总资本回报率

中国人寿的总资本回报率如下图所示:



白山公司的总资本回报率如下图:



#### (10) 公司根据通货膨胀自由调整产品价格的能力

中国人寿公司产品的价格随通胀在提高,但是中国人寿优质的产品使得产品的销售并没有太大影响。

公司会随着价格引起的通胀而提高价格,白山的良好的产品是其不断盈利的法宝。



### (11) 公司更新设备的资金投入情况

公司每年都会投入大量的资金用于网点的建设，从而不断扩大公司的盈利能力，不断提高股东的股票价值。

白山公司每年都会花大量的资金用于保险公司的收购，2008年1月，公司收购了 Helicon Re。

### (12) 企业销售毛利率分析

中国人寿公司的年报显示其公司的销售毛利率如下表：

年份	销售毛利率 (%)
2002	42.63
2003	47.64
2004	51.26
2005	57.39
2006	7.61
2007	12.38

从表中还可以看出中国人寿的销售毛利率的平均值在 37% 左右，这远远高于行业的 20.93% 的销售毛利率，这说明中国人寿有很强的销售盈利能力，它的盈利能力要高于行业的整体盈利能力，这就保证了公司的价值增值的速度要快于行业价值增值的速度，这也就进一步保证了公司股东的价值增值要快于行业的平均水平。

## 3. 价格分析

### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

中国人寿在 2003 年的每股收益是 0.29 元，0.29 元除以长期国债 2003 年的利率（约 4.1%），得出该公司股票相对价值等于国债的价值是每股 7.07 元，即如果你以 7.07 元的价格买进中国人寿的股票，你的投资回报率就是国债的报酬率。2003 年每股收益是 0.29 元，可算出年复利报酬增长率为 18.4%，假如以 8 元买进，初始回报率为 3.6%。

### (2) 把公司当作股票或债券

若从股东权益来看，中国人寿 2003 年的每股股权收益为 2.34 元，若公司的平均股权报酬率为 12.99%，并把 60% 保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为 7.8%，到五年后，该公司的每股股东权益为 3.36 元。

若中国人寿在 2007 年的每股股东权益为 3.36 元，平均股权报酬率为 12.99%，则每股收益为 0.43 元，最低市盈率为 33.1 倍，股价为



14.23 元，最高市盈率为 58.5，则股价为 25.1 元。再加上股息 0.66 元，以 8 元的价格 2003 年购买中国人寿，到 2007 年可以算出，其税前年复利报酬率介于 20.5%—26.01%。

### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 18.4% 的速度增长，假如中国人寿继续保留 60% 的收益，其余 40% 以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	收益(元)	股息(元)
2008	0.51	0.20
2009	0.60	0.24
2010	0.71	0.28
2011	0.85	0.34
2012	1.00	0.40
2013	1.18	0.47
2014	1.40	0.56
		2.49

这就是说，中国人寿在 2014 年的每股收益为 1.40 元。如果中国人寿以过去五年的最低市盈率 33.1 进行交易，股票的市场价格则为 46.34 元。加上 2.49 元的税前股息，税前总收益增至每股 48.83 元。如果中国人寿以过去五年的最高市盈率 58.5 进行交易，股票的市场价格在 2014 年为 81.90 元。加上 2.49 元的税前股息，税前总收益增至每股 84.39 元。那么七年后中国人寿的股票价格包括股息在内是在每股 48.83—84.39 元之间。这相当于回报率为 19.45%—18.93%。

### (4) 最初回报率及政府债券相关价值

白山公司在 2003 年的每股收益是 26.48 美元，把 26.48 美元除以长期国债 2003 年的利率（约 9%），得出该公司股票的相对价值等于国债的价值是每股 294.2 美元。即如果你以 294.2 美元的价格买进白山的股票，你的投资回报率是国债的报酬率。2003 年每股收益是 26.48 美元，可算出年复利报酬率增长率为 11.5%，假如你以 295 美元买进，初始回报率为 8.9%

### (5) 把公司当作股票或债券

若从股东权益来看，白山公司 2003 年的每股股权收益为 293.15 美元，若公司的平均股权报酬率为 10.82%，并把 80% 保留到公司，

每股股东权益的价值年成长率约为 8.65%，到五年后，该公司的每股股东权益为 469.04 美元。

若白山公司在 2007 年的每股股东权益为 469.04 美元，平均股权报酬率为 10.82%，则每股收益为 50.75 美元，最低市盈率为 10 倍，股价为 505.7 美元，最高市盈率为 15，则股价为 761.2 美元。再加上股息 33 美元，以 295 美元的价格 2003 年购买白山的股票，到 2007 年可以算出，其税前年复利报酬率介于 13.5%—22.7%。

#### (6) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

白山公司如果每股收益每年继续以 11.5% 的速度增长，假如白山公司继续保留 80% 的收益，其余 20% 以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	收益(美元)	股息(美元)
2008	42.33	8.4
2009	47.19	9.4
2010	52.62	10.5
2011	58.67	11.7
2012	65.42	13.0
2013	74.92	14.9
2014	81.33	16.2
		84.1

这就是说，白山在 2014 年的每股收益为 81.33 美元。如果白山以过去几年的最低市盈率 10 进行交易，股票的市场价格则为 813.3 美元。加上 84.1 美元的税前股息，税前总收益增至每股 897.4 美元。如果白山以过去几年的最高市盈率 20 进行交易，股票的市场价格在 2014 年为 1626.6 美元。加上 84.1 美元的税前股息，税前总收益增至每股 1710.7 美元。那么七年后白山公司的股票价格包括股息在内是在每股 897.4—1710.7 美元之间。这相当于回报率为 9.5%—12.3%。

#### 4. 结论分析

中国人寿是我国最大的保险公司，其占有国内保险市场的很大份额，是中国保险业的龙头老大，其有很高的品牌竞争力和盈利能力。这就保证了公司的价值，从而保证了股东价值的不断升值。中国人寿抓住银保市场阶段性发展机遇，市场份额由年初的 39.7% 升至 42.8%，保持第一的市场地位。2008 年上半年，公司实现保费收入 1820.63 亿元，同比增长 50.06%；实现营业收入 2079.72 亿元，同比增长



28.37%；实现营业利润 102.15 亿元，同比下降 48.76%；归公司股东的净利润为 107.72 亿元，同比下降 36.16%；合每股收益 0.43 元。整体上公司浮盈释放仍有空间，虽然公司采用保守的准备金政策，但下半年给付压力和红利支出压力减轻。从种种分析可以看出中国人寿是值得投资的公司。

## 六、青岛啤酒 VS 安诺斯布什

### 1. 巴菲特持股情况

巴菲特在 2008 年向美国证监会申报的资料显示，他在安布啤酒厂（Anheuser-Busch）被并购前就出售持股，并新近投资电力能源业者 NRG。这项申报显示巴菲特的持股变动。

### 2. 比较分析

#### (1) 公司竞争优势

1903 年 8 月，古老的华夏大地诞生了第一座以欧洲技术建造的啤酒厂——日尔曼啤酒股份公司青岛公司。经过百年沧桑，这座最早的啤酒公司发展成为享誉世界的“青岛啤酒”的生产企业——青岛啤酒股份有限公司。1993 年，青岛啤酒股份有限公司成立并进入国际资本市场，公司股票分别在香港和上海上市，成为国内首家在两地同时上市的股份有限公司。现在，青岛啤酒无论在规模 and 市场份额方面都是我国啤酒业的龙头老大，可以说，它在我国啤酒业中具有很强的垄断性。

安诺斯布什公司成立于 1852 年，已经有 150 多年的历史了。他是第一个用桶装运送产品的公司，今天，安诺斯布什公司拥有世界上两个最好的啤酒品牌，Budweiser 和 Bud Light，这两个品牌远销 50 多个国家和地区。因此，安诺斯布什在美国的啤酒业也具有垄断地位，在全球也是数一数二的品牌。

#### (2) 公司的产品或服务

青岛啤酒的产品，只要你在中国境内买啤酒，就随处可见青岛啤酒公司的产品。青岛啤酒有多种品牌的啤酒，比如，汉斯啤酒、宝鸡啤酒等。这些都是青岛啤酒公司的产品。

安诺斯布什公司的产品也随处可见，你随便到哪个酒吧中，如果有一瓶高档的啤酒，那么，这就是安诺斯布什公司的产品了。

### (3) 公司财务保守性

查一查 2003-2007 年轻岛啤酒的股东收益、总债务和总获利如下表：

单位：千元（人民币）

	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	4414826	4754128	4956390	5247429	5509185
总债务	3923278	4522072	4042382	3878260	5556900
总获利	6713785	7702956	10019857	11677160	13529890

从上表可以看出，其可以在不到一年的时间内还完总负债。并且可以看出，公司的资产负债比率均最佳比率。公司有很好的举债，从而提高公司的股东权益收益率。同样可以查到安诺斯 2003-2007 年的股东权益、长期负债和总获利如下表：

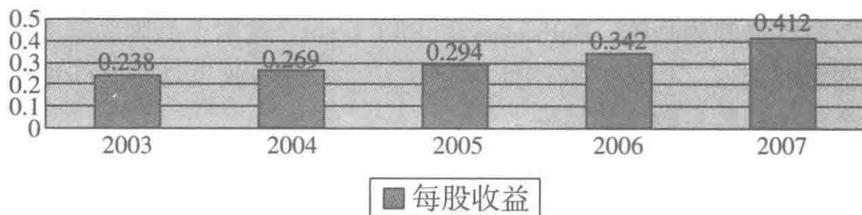
单位：百万（美元）

	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	2711.7	2668.1	2520.6	3938.7	3151.6
总负债	7285.4	8278.6	7972.1	7653.5	9140.3
总获利	14934.2	14146.7	15035.7	15717.1	16685.7

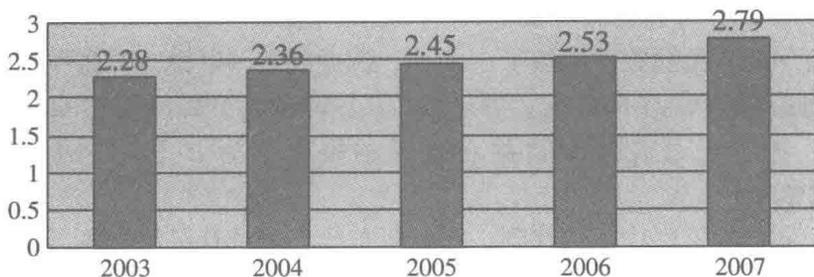
从表中可以看到，安诺斯只需要不到一年时间就可以还清所欠的债务。又可以从报表中查到，安诺斯 2003-2007 年的每股收益。如下图所示，可以看出安诺斯也有稳定的获利能力。

### (4) 公司盈利能力

又可以从报表中查到，青岛啤酒 2003-2007 年的每股收益。



从图中可以看到，青岛啤酒有一个稳定的获利能力。



#### (5) 公司资金分配

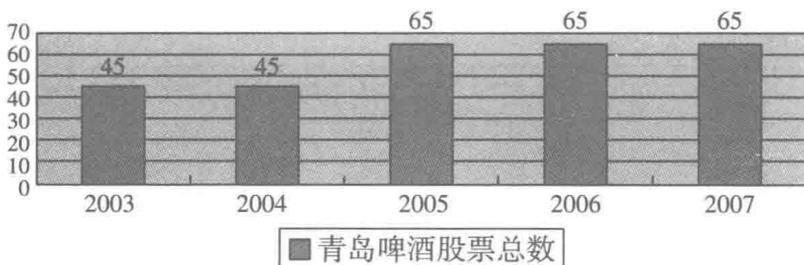
青岛啤酒公司只把资金用于自己专长的行业，啤酒生产和销售。不会投资其不熟悉的行业。

安诺斯布什公司也是把资金用于自己专长的行业，啤酒生产和销售。不会投资其不熟悉的行业。

#### (6) 公司回购股票情况

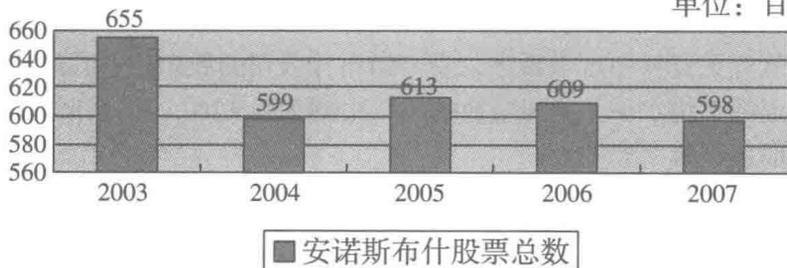
调查显示，青岛啤酒过去几年内没有进行过股票回购。

单位：百万股



调查显示，安诺斯布什公司过去几年一直在回购股票，这表明其尽可能运用资本，来提高股东的持股价值。

单位：百万股



#### (7) 公司保留盈余

资料显示，青岛啤酒有保留收益，提高公司的每股获利，增加股东财富。我们从公司年报中得到，2003-2007年期间的每股保留盈余

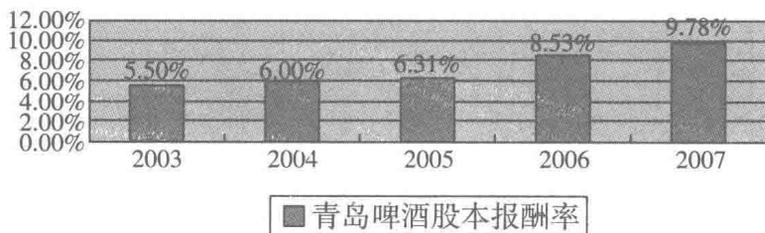


为 0.66 元，每股收益从 2003 年的 0.238 元提高到 2007 年的 0.412 元，这五年间，每股收益增加了 0.18 元，因此我们可以说，青岛啤酒公司的每股保留收益 0.66 元，在 2007 年公司赚取了每股税后利润 0.18 元，相当于每股保留收益 0.66 元的报酬率为 27.3% ( $0.18/0.66=27.3\%$ )。

同样在资料中可以找到，安诺斯布什公司也有保留收益，提高公司的每股获利，增加股东财富。我们从公司年报中得到，2003—2007 年每股保留盈余为 9.59 美元，每股收益从 2003 年的 2.20 美元提高到 2007 年的 2.79 美元，这五年间，每股收益增加了 0.59 美元，因此我们可以说，安诺斯布什的每股保留收益 9.59 美元，2007 年公司赚取了每股税后利润 0.59 美元，相当于每股保留收益 9.59 美元的报酬率为 6.15% ( $0.59/9.59=6.15\%$ )。

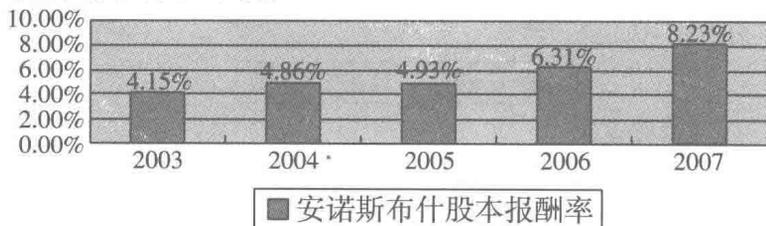
#### (8) 公司股本回报率水平

从有关资料中可以看出，青岛啤酒的股东权益报酬率均高于行业的平均水平，中国啤酒行业的股权报酬率为 5.4%，而青岛啤酒的股权报酬率如下表：



可以算出该公司的平均股权报酬率为 7.23%。更重要的是，该公司一直稳定维持高的股权报酬率，表明其在运用保留收益的杰出能力，不断提升公司获利。

从有关资料中可以看出，安诺斯布什公司的股东权益报酬率均高于行业的平均水平，美国企业的股权报酬率为 12%，而安诺斯布什公司的股权报酬率如下表：

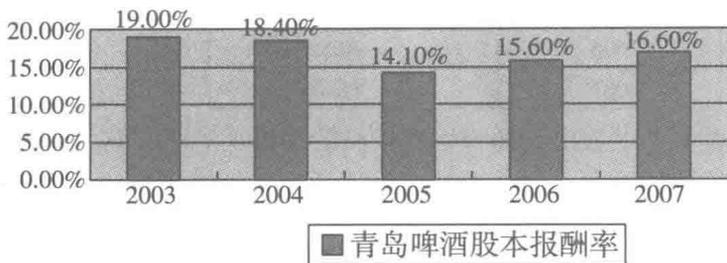




可以算出该公司年均股权报酬率为 16.76%，更重要的是该公司一直稳定维持高的股权报酬率，表明其在运用保留收益的杰出能力，不断提升公司获利。

#### (9) 公司总资本回报率水平

青岛啤酒的总资本回报率如下图：



安诺斯布什的总资本回报率也如下图：



#### (10) 公司根据通货膨胀自由调整产品价格的能力

近年来，随着粮食价格的不断升高，青岛啤酒的价格也在不断提高，以应对由此带来的通货膨胀，但是，其价格的提高并没有很大影响公司的收益，因为，青岛啤酒良好的品质保证了其良好的业绩。

随着国际粮食价格的攀升，啤酒的酿造成本不断提高，安诺斯布什公司的产品价格也不断提高，来应对粮食价格升高引起的通货膨胀。但是，其公司凭借悠久的品牌和优质的产品，其公司的销售不减反增了。

#### (11) 公司更新设备的资金投入情况

青岛啤酒公司总是把资金用于收购同类公司，以扩大公司的产能，不断提高公司的获利能力和不断增加股东的股票价值。而收购其他公司的基础建设投资非常小，就会以小的投资获得高的回报。

安诺斯布什公司也是把资金用于兼并和收购行业内的公司，不断扩大其规模，增加企业获利能力和不断增加股东股票价值。

## (12) 公司销售毛利率分析

从青岛啤酒的年报中可以得出，其销售毛利率如下表所示：

年份	销售毛利率
2003	40.14
2004	40.23
2005	40.68
2006	40.55
2007	41.63

从表中可以看出青岛啤酒有很高的销售毛利率，这反映了青岛啤酒很强的盈利能力，这就不断地保证了公司价值升值，从而不断地增加股东的财富。

### 3. 价格分析

#### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

青岛啤酒在 2003 年的每股收益是 0.238 元，把 0.238 元除以长期国债 2003 年的利率（约 4.1%），得出该公司股票相对价值等于国债的价值是每股 5.8 元，即如果你以 5.8 元的价格买进青岛啤酒的股票，你的投资回报率就是国债的报酬率。2003 年每股收益是 0.238 元，可算出年复利报酬增长率为 10.1%，假如以 6 元买进，初始回报率为 3.9%。

#### (2) 把股票当作权益型债券

若从股东权益来看，青岛啤酒 2003 年的每股股权收益为 4.16 元，若公司的平均股权报酬率为 7.23%，并把 35%保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为 2.5%，到五年后，该公司的每股股东权益为 4.65 元。

若青岛啤酒在 2007 年的每股股东权益为 4.65 元，平均股权报酬率为 7.23%，则每股收益为 0.34 元，最低市盈率为 22 倍，股价为 7.48 元，最高市盈率为 44，则股价为 14.96 元。再加上股息 0.77 元，以 6 元的价格 2003 年购买青岛啤酒，到 2007 年可以算出，其税前年复利报酬率介于 23%—45%。

#### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 10.1%的速度增长，假如青岛啤酒继续保留 35%的收益，其余 65%以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：



年份	收益(元)	股息(元)
2008	0.37	0.24
2009	0.41	0.26
2010	0.44	0.28
2011	0.49	0.31
2012	0.54	0.35
2013	0.59	0.38
2014	0.66	0.42
		2.24

这就是说，青岛啤酒在 2014 年的每股收益为 0.66 元。如果青岛啤酒以过去五年的最低市盈率 22 进行交易，股票的市场价格则为 14.52 元。加上 2.24 元的税前股息，税前总收益增至每股 16.76 元。如果青岛啤酒以过去五年的最高市盈率 44 进行交易，股票的市场价格在 2014 年为 29.04 元。加上 2.24 元的税前股息，税前总收益增至每股 31.28 元。那么七年后青岛啤酒的股票价格包括股息在内是在每股 16.76-31.28 元之间。这相当于 11.34%-12.45%。

#### (4) 最初回报率及政府债券相关价值

安诺斯布什在 2003 年的每股收益是 2.28 美元，把 2.28 美元除以长期国债 2003 年的利率（约 9%），得出该公司股票相对价值等于国债的价值是每股 25.3 美元，即如果你以 25.3 美元的价格买进安诺斯布什的股票，你的投资回报率就是国债的报酬率。2003 年每股收益是 2.28 美元，可算出年复利报酬增长率为 9.7%，假如以 26 美元买进，初始回报率为 8.7%。

#### (5) 把股票当作权益型债券

若从股东权益来看，安诺斯布什 2003 年的每股股权收益为 12 美元，若公司的平均股权报酬率为 7.9%，并把 70% 的保留到公司，每股股东权益的价值年成长率约为 5.5%，到五年后，该公司的每股股东权益为 19.4 美元。

若安诺斯布什在 2007 年的每股股东权益为 19.4 美元，平均股权报酬率为 7.9%，则每股收益为 1.56 美元，最低市盈率为 20 倍，股价为 31.2 美元，最高市盈率为 27 倍，则股价为 42.1 美元。再加上股息 8.35 美元，以 25.3 美元的价格 2002 年购买安诺斯布什，到 2007 年可以算出，其税前年复利报酬率介于 9.6%-15%。

#### (6) 利用历史每股收益年增长率为预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 9.7% 的速度增长, 假如安诺斯布什继续保留 70% 的收益, 其余 40% 以股息的方式分配出去, 未来七年的每股收益和股息分配如下表:

年份	收益(美元)	股息(美元)
2008	1.71	1.19
2009	1.86	1.28
2010	2.04	1.42
2011	2.28	1.59
2012	2.45	1.71
2013	2.70	1.89
2014	2.95	2.06
		11.14

这就是说, 安诺斯布什在 2014 年的每股收益为 2.95 美元。如果安诺斯布什以过去五年的最低市盈率 20 进行交易, 股票的市场价格则为 59 美元。加上 11.14 美元的税前股息, 税前总收益增至每股 70.14 美元。如果安诺斯布什以过去五年的最高市盈率 27 进行交易, 股票的市场价格在 2014 年为 70.65 美元。加上 11.14 美元的税前股息, 税前总收益增至每股 81.79 美元。那么七年后安诺斯布什的股票价格包括股息在内是在每股 70.14–81.79 美元之间。这相当于 10.27%–12.31%。

#### 4. 结论分析

青岛啤酒是我国最大的啤酒生产者, 他在我国的啤酒市场上占有很高的份额, 从上述分析来看, 青岛啤酒有很强的盈利能力和投资价值, 因此, 其每股收益都是呈现一个不断上升的趋势, 这就表明青岛啤酒的价值是逐渐递增的。一个好的投资对象的选择还要看其在行业的垄断性, 青岛啤酒只做与行业有关的业务, 不断提高自己在行业中的领导地位。这就保证了它的竞争优势不断扩大, 从而不断地提高公司的获利。股权报酬率反映了公司的股东价值增加的能力, 从上述描述中, 青岛啤酒的股东回报率明显高于行业的平均水平, 这反映了青岛啤酒公司的股东价值增长高于行业的平均股东价值增长。从以上种种分析来看, 青岛啤酒和安诺斯布什有很强的相似性。这就表明青岛啤酒是有很强的投资价值。巴菲特曾经通过持有安诺斯布什价值不断升值, 那么我们相信青岛啤酒也会成为中国的安诺斯布什, 也会给持



有者带来好的收益。青岛啤酒公告 9 月 25 号青岛啤酒集团增持公司股份 1879950 股，并拟在未来 12 个月以自身名义或通过一致行动人继续通过二级市场增持本公司股份，累积不超过本公司已发行总股本的 2%。大股东增持一是显示了公司的信心，二是之前的英博收购 AB 后控股权可能存在变数应该也是促使大股东增持的刺激因素。预计 09 年青岛啤酒增长较快，放长眼光，目前是公司、行业比较难过的时期，未来盈利增速乐观。大股东增持正是长期投资的信号。

## 七、迪斯尼 VS 黄山旅游、丽江旅游

### 1. 巴菲特持股情况

据有关资料显示，巴菲特曾经长期重仓持有迪斯尼公司的股票，并且从该股票中获得了很高的投资回报率。

### 2. 比较分析

#### (1) 公司竞争优势

迪斯尼公司的主要业务包括娱乐节目制作、主题公园、玩具、图书、电子游戏和传媒网络。点金石电影公司、Miramax 电影、好莱坞电影公司、博伟音像制品、ESPN 体育、ABC 电视网都是其旗下的品牌公司。作为一个娱乐品牌，迪斯尼在 2005 年 Interbrand/Business-Week 的世界 100 强品牌（按照品牌价值）中排名为第 7 位。

黄山旅游发展股份有限公司经营范围包括旅游接待、服务，旅游商品开发、销售，旅游运输，饮食服务，旅游资源开发，组织举办与旅游相关的贸易活动，信息咨询。该公司类属资源型旅游企业，主营业务为园林门票、客运索道、酒店食宿及旅游服务等。随着徽杭高速和合铜黄高速通车。黄山将从一个单纯的旅游目的地转变为华东地区高速公路的重要交通枢纽，景区可进入性将会极大改善。同时，加上景区索道运能瓶颈的突破，将使公司继续保持良好的发展态势。

丽江因地处万里长江第一湾河套地区而得名，纳西语称其为“依古堆”，意为金沙江转弯的地方。几年前许多人还误将其当作一条小江，现在可谓盛名在外，联合国就将其确定为世界历史文化名城。丽江旅游公司就是在这样的环境中成立的。它主要经营旅游索道及其他

相关配套服务；对旅游、房地产、酒店、交通、餐饮等行业投资、建设和经营。因其拥有较高品位的旅游资源优势和优良的经营业绩，是滇西北地区实力最强的综合性旅游集团。

### (2) 公司的产品或服务

我们当中的好多代人都是在迪斯尼动画的陪伴下成长的。例如白雪公主和七个小矮人，米老鼠和唐老鸭，还有我们都很向往的迪斯尼乐园等等。

黄山位于长三角腹地，是距离长三角地区最近的世界级山岳型风景名胜，良好的区位优势，使其已成为江、浙、沪三地的后花园。黄山市是座著名的旅游城市，每年有上千万游客来黄山旅游。

丽江旅游公司主要运营玉龙雪山旅游索道、云杉坪旅游索道和牦牛坪旅游索道及其相关配套设施。公司的三条索道分别位于玉龙雪山景区最知名和成熟的三个景点，是玉龙雪山景区主要的旅游接待设施，2007年三条索道共接待游客169.97万人次。随着国民经济的增长，旅游业已成为国民经济的重要行业，市场需求持续增长。丽江已成为国内重要的旅游目的地。

### (3) 公司财务保守性

单位：百万（美元）

迪斯尼										
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	19388	20975	24100	22672	23445	23791	26081	26210	31820	30753
长期负债	11685	11693	9461	9769	14130	14388	13014	14102	13974	14916
总利润	1850	1300	920	-158	1236	1267	2345	2533	3374	4687

迪斯尼在2007年负担了149亿美元的长期债务，但是它当年的利润为46亿美元，也就是说迪斯尼只要三年多一点的时间就可以还清债务。

单位：百万（人民币）

黄山旅游							
年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	730	756	689	678	717	834	1029
长期负债	128	29	29	29	29	64	69
总利润	75	56	-51	55	125	228	264

2007年，黄山旅游公司的长期负债为0.69亿元，利润总额为2.6亿元，黄山旅游用四个月的时间就可以还清债务。

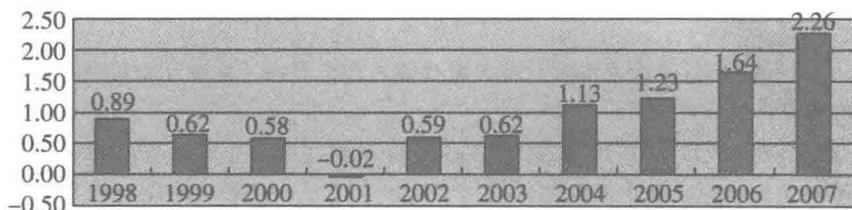
单位：百万（人民币）

丽江旅游(单位：百万元)				
年份	2004	2005	2006	2007
股东权益	282	288	330	364
长期负债	15	—	0.89	—
总利润	61	62	77	86

2007年丽江旅游没有长期负债。

#### (4) 公司的盈利能力

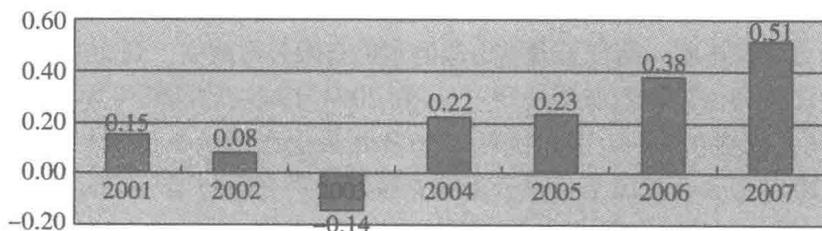
①迪斯尼 2007 年的每股收益是 2.25 美元，1998 年的每股收益为 0.89 美元，从 2001-2007 年，每年以 10.9% 的年组合比率增长。盈利能力强，保持一贯性，并呈上升的趋势。



■ 迪斯尼每股收益

注：2001 年报告的净亏损包括受到会计变更和公司重组以及减损费用的多重影响。该公司在 2001 年收购了福克斯家庭（FFW），其中包括 29 亿美元现金，外加承担 23 亿美元的债务（见该公司 2001 年年报中合并财务报表的注 15）。如果除去所有的影响，迪斯尼在 2001 年和 2002 年的每股盈余应该分别为 0.63 美元和 0.56 美元。

②黄山旅游 2007 年的每股收益是 0.51 元，从 2001-2007 年，每年以 22.62% 的年组合回报率增长（见下表）。公司盈利能力总体较强，保持一贯性，并呈现上升的趋势。

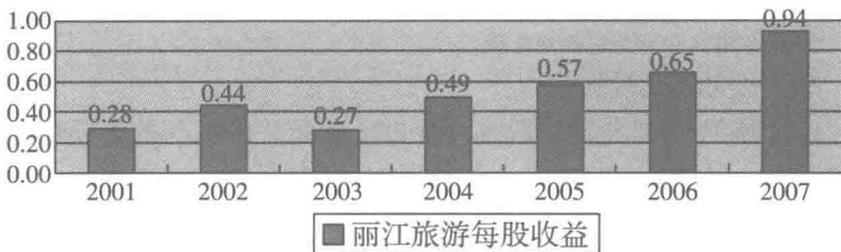


■ 黄山旅游每股收益



注：受到 2003 年非典的影响，黄山旅游在 2003 年度的业绩下滑厉害，之后才慢慢反弹。

③丽江旅游公司 2001 年的每股收益是 0.28 元，从 2001-2007 年，每年以 22.36% 的年组合回报率增长（见下表）。公司盈利能力总体较强，保持一贯性，并呈现上升的趋势。



注：A. 2003 年春季爆发的非典型性肺炎严重影响了旅游行业及丽江旅游当期的经营业绩。

B. 2003 年 1 月 13 日至 2003 年 4 月 30 日期间对玉龙雪山索道设备进行了全面的安全维护。由于安全维护期间索道停止运营，也影响了该公司当期的经营业绩。

#### (5) 公司资金分配

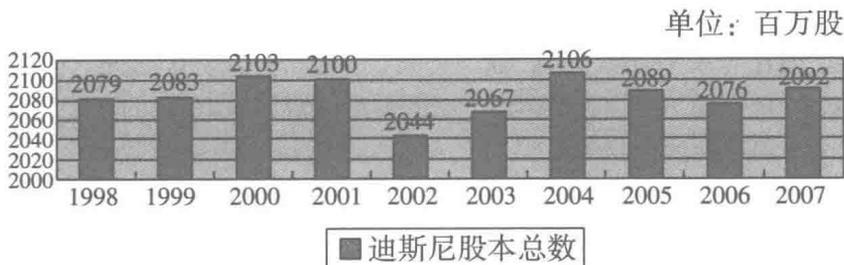
迪斯尼公司从成立以来，一直都在做着和自己相关的事，包括在 2006 年迪斯尼收购皮克斯公司。

2001 年，黄山旅游公司收购黄山旅游集团有限公司的三家企业和黄山旅游集团有限公司持有的黄山太平索道有限公司 70% 的股权，2002 年出让黄山松柏高尔夫乡村俱乐部有限公司股权，2006 年收购黄山旅游集团有限公司下属经营单位部分股权和相关资产，2007 年成立黄山旅游莲花酒店管理有限公司和黄山旅游玉屏房地产开发有限公司，还有黄山桃花溪旅游房地产开发有限公司。黄山旅游主要把资本分配在自身的业务上。

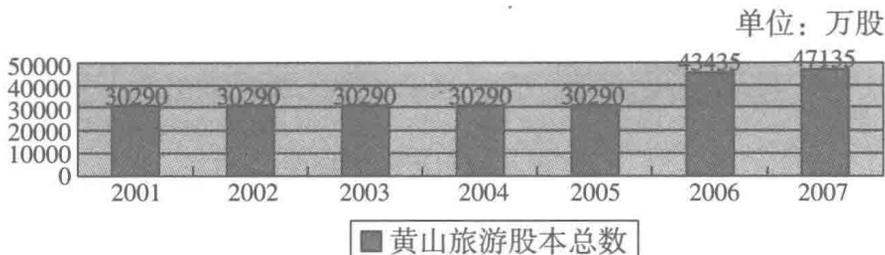
从 1995 年，丽江玉龙雪山旅游索道有限公司成立，到 2001 年成立“丽江玉龙旅游股份有限公司”，再到 2004 年成功收购牦牛坪旅游索道公司并成功在深圳上市，接着 2006 年世界遗产论坛中心投入建设，再到 2007 年公司控股子公司云南睿龙旅游投资有限公司与昆明滇池高尔夫有限公司共同出资成立昆明龙房旅游发展有限公司。在这十几年中丽江旅游其实都在做着同样的事，那就是不断地扩展自身的业务。

## (6) 公司回购股票情况

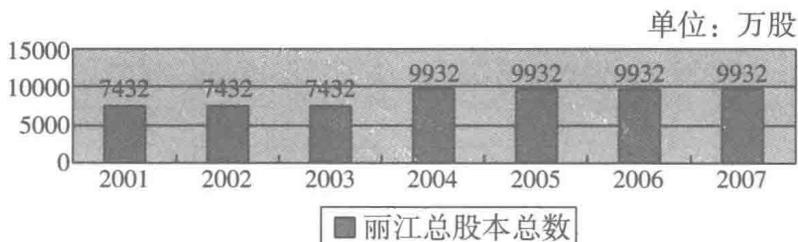
①迪斯尼公司不断地寻找机会回购股票。



②黄山旅游在 2006 年和 2007 年增发股票，其余的股票总数都不变。



③丽江旅游在 2001 年 6 月 30 日，变更为股份有限公司，在 2004 年 8 月 25 日上市。从丽江旅游上市以来，总股本数没有变化。



## (7) 公司保留盈余

从 2001-2007 年，公司的保留盈余为每股 7.23 美元。每股收益从 1998 年末的 0.89 美元到 2007 年的 2.25 美元，增加了 1.36 美元。因此我们可以断定 2001 年的每股保留盈余 7.23 美元创造了 1.36 美元的税后利润，相当于 18.81% 的回报率。

从 2001-2007 年，公司的保留盈余为每股 0.715 元。每股收益从 2001 年末的 0.15 元到 2007 年的 0.33 元，增加了 0.18 元。因此我们

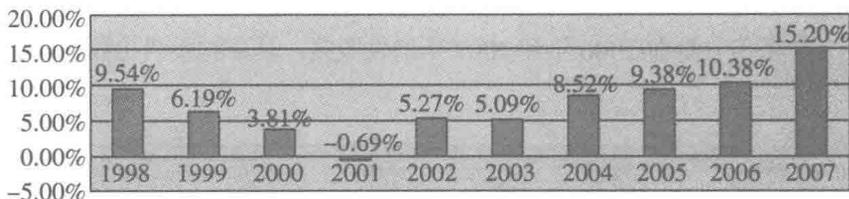


断定 1998 年的每股保留盈余 0.715 元创造了 0.18 元的税后利润，相当于 25.17% 的回报率。

从 2001-2007 年，公司的保留盈余为每股约为 2.029 元。每股收益从 2001 年末的 0.28 元到 2007 年的 0.7 元，增加了 0.42 元。因此我们断定 1998 年的每股保留盈余 2.029 元创造了 0.42 元的税后利润，相当于 20.69% 的回报率。

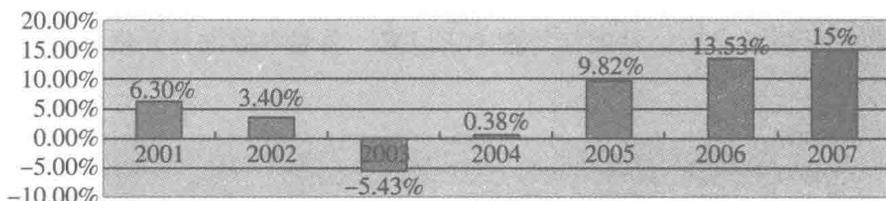
(8) 公司的股本回报率水平

① 迪斯尼公司的平均股本回报率为 7.2%。



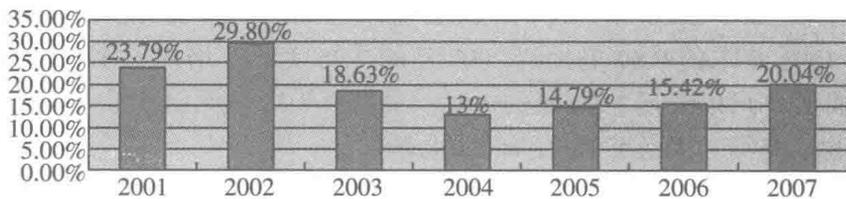
■ 迪斯尼股本回报率

② 黄山旅游公司过去七年的平均股本回报率为 16.14%，高于旅游业的平均股本回报率的 11%。



■ 黄山旅游股本回报率

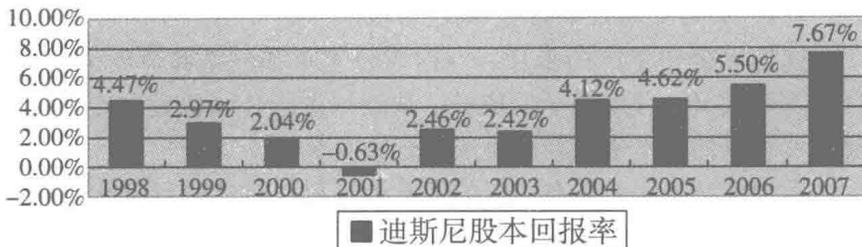
③ 丽江旅游公司过去七年的平均股本回报率为 19.35%，远高于旅游业的平均股本回报率的 11%。



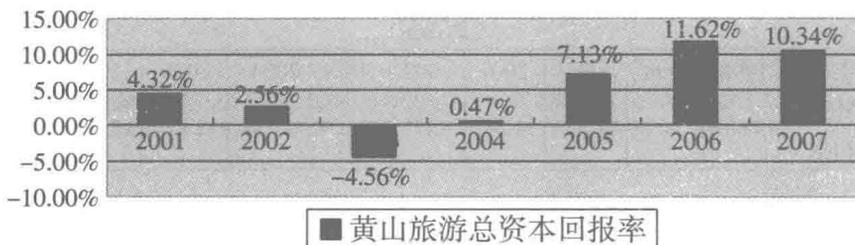
■ 丽江旅游股本回报率

## (9) 公司的总资本回报率

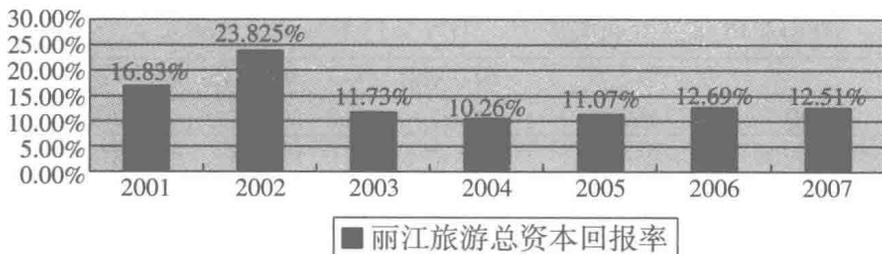
①迪斯尼公司的平均总资本回报率为 3.56%。



②黄山旅游公司过去七年的平均总资本回报率为 4.55%，高于行业的平均总资本回报率 3.84%。



③丽江旅游公司过去七年的平均总资本回报率为 14.13%，远高于行业的平均总资本回报率 3.84%。



## (10) 公司根据通货膨胀自由地调整产品价格的能力

迪斯尼公司的产品价格可以根据通货膨胀自由地调整，但是不论怎么调整，迪斯尼乐园的游客还是络绎不绝。

黄山旅游公司主营业务中的园林门票、客运索道票由政府物价部门统一定价，公司在未取得政府有关部门批准之前不能根据市场变化及时调整景区门票和索道票的价格，因此公司的价格决策权受到一定程度的限制。

就在 2008 年 3 月 6 日丽江旅游宣布提高索道价格。虽然旅游业



的价格随着淡季和旺季而不同，但是大体上丽江旅游公司还是可以根据通货膨胀来调整价格。

#### (11) 公司更新设备的资本投入情况

迪斯尼公司生产的影片，《白雪公主》和《木偶奇遇记》等等，伴随着一代又一代的孩子们成长。迪斯尼主题公园也是一样。它不需要花费大额的资本来更新设备或进行研发等等。

黄山旅游公司只是在一般的索道维修和其他维护上花点资金。

丽江旅游主要的收入来自索道，为了安全起见，丽江旅游要定时维修索道，这需要一些资金的支持。

#### (12) 公司销售毛利率分析

迪斯尼										
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
销售毛利率	19.63%	14.60%	14.78%	14.24%	9.41%	10.03%	13.16%	12.53%	15.87%	19.10%

迪斯尼在 2002 年的销售毛利率有所下降，之后又慢慢恢复过来了。

黄山旅游							
年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
销售毛利率	46.98%	38.60%	34.10%	47.45%	39.33%	43.40%	44.52%

黄山旅游在过去的七年中，销售毛利率基本保持稳定。

丽江旅游				
年份	2004	2005	2006	2007
销售毛利率	86.14%	84.62%	82.81%	81.17%

丽江旅游在过去的四年中，销售毛利率保持在较高的水平上。

注：丽江旅游在 2004 年才上市，所以 2004 年之前的资料很难找到。

### 3. 价格分析

#### 迪斯尼

##### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

迪斯尼公司在 2007 年的每股收益是 2.25 美元。用 2.25 除以 2007 年的长期政府债券率（约为 8%），得到的相关价值为每股 28.12 美元。这就是说，如果你以 28.12 美元的价格购买迪斯尼公司的股票，你得到的回报率相当于政府债券的利率。

如果你可以以 28.12 美元左右的价格购买迪斯尼公司的股票，那



么你是选择每股价值 28.12 美元，8%的稳定利率的政府债券？还是选择迪斯尼公司预测年增长率为 10.9%的股本或债券？

### (2) 把迪斯尼公司当作股本或债券

2007 年，迪斯尼公司的每股股本价值是 14.86 美元。如果公司在未来 10 年都能够保持 7.2%的年平均股本回报率，我们预测它能够保留 50%的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年 3.6%的速度增长，到 2017 年每股价值为 21.1 美元。

### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 10.9%的速度增长，假如富国银行继续保留 50%的收益，其余 50%以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益(美元)	股息(美元)
2008	2.49	1.24
2009	2.76	1.38
2010	3.06	1.53
2011	3.39	1.69
2012	3.75	1.87
2013	4.15	2.07
2014	4.60	2.30
2015	5.10	2.55
2016	5.65	2.82
2017	6.26	3.13
		20.58

这就是说，迪斯尼在 2017 年的每股收益为 6.26 美元。如果迪斯尼以过去平均市盈率 12.89 美元进行交易，股票的市场价格则为 80.69 美元。加上 20.58 美元的税前股息，税前总收益增至每股 101.27 美元。这相当于 21.15%的税前年组合回报率。

## 黄山旅游

### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

2007 年黄山旅游的每股收益是 0.33 元。用 0.33 除以 2007 年的长期政府债券率（约为 4.68%），得到的相关价值为 7.05 元。这就是说如果你以每股 7.05 元的价格购买黄山旅游公司的股票，你得到的回报率相当于政府债券的利率。

黄山旅游过去七年的每股收益增长率表明每股收益是以 22.62% 的年组合回报率增长的。因此，你更希望拥有每股价值 7.05 元，4.68% 的稳定利率的政府债券？还是黄山旅游股本或债券，并附有一张预测年增长率 14.04% 的利息单？

### (2) 把黄山旅游当作股本或债券

2007 年，黄山旅游的每股股本价值是 2.2 元。如果公司在未来十年能够保持 16.14% 的年平均股本回报率，我们预测它能够保留 43% 的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年 6.94% 的速度增长，到 2017 年每股价值为 4.31 元。

### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 22.62% 的速度增长，假如黄山旅游继续保留 43% 的收益，其余 57% 以股息的方式分配出去，未来十年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益(元)	股息(元)
2008	0.40	0.22
2009	0.49	0.27
2010	0.60	0.34
2011	0.73	0.41
2012	0.89	0.50
2013	1.09	0.62
2014	1.33	0.75
2015	1.63	0.92
2016	1.99	1.13
2017	2.44	1.39
		6.55

这就是说，黄山旅游在 2017 年的每股收益为 2.44 元。如果黄山旅游以过去平均市盈率 44.83 元进行交易，股票的市场价格则为 109.83 元。加上 6.55 元的税前股息，税前总收益增至每股 115.93 元。这相当于 48.65% 的税前年组合回报率。

### 分析总结

根据相关的研报，截至 2008 年 10 月 21 日，黄山旅游景区游客接待数同比增长 8% 左右，超出市场一般预期。与同业一样，2008 年以来黄山正常经营遭遇到各种突发事件的挑战。但得益于独一无二的



品牌优势、优越的区位条件、不断改善的景区交通环境，黄山景区游客接待量仍然取得了超预期增长。

2008年10月，你有机会以每股11.01元的价格买入黄山旅游的股票。从表中可知，2008年黄山旅游的每股收益为0.4元。如果你以每股11.01元的价格购买了黄山旅游的股票，那么你的最初回报率则为3.6%，并附有一张预测年增长率22.62%的利息单。十年之后，预测黄山旅游的每股税前总收益增至115.93元，这相当于在未来的十年，你将有26.54%的税前年组合回报率。

### 丽江旅游

#### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

2007年丽江旅游的每股收益是0.7元。用0.7除以2007年的长期政府债券率（约为4.68%），得到的相关价值为14.95元。这就是说如果你以每股14.95元的价格购买丽江旅游公司的股票，你得到的回报率相当于政府债券的利率。

丽江旅游过去七年的每股收益增长率表明每股收益是以22.36%的年组合回报率增长的。因此，你更希望拥有每股价值14.95元，4.68%的稳定利率的政府债券？还是丽江旅游的股本或债券，并附有一张预测年增长率22.36%的利息单？

#### (2) 把丽江旅游当作股本或债券

2007年，丽江旅游的每股股本价值是3.49元。如果公司在未来十年能够保持19.35%的年平均股本回报率，我们预测它能够保留53%的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年10.25%的速度增长，到2017年每股价值为9.24元

#### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以22.36%的速度增长，假如丽江旅游继续保留53%的收益，其余47%以股息的方式分配出去，未来十年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益(元)	股息(元)
2008	0.85	0.39
2009	1.04	0.48
2010	1.27	0.59
2011	1.55	0.72
2012	1.89	0.88

续表

2013	2.31	1.08
2014	2.82	1.32
2015	3.45	1.62
2016	4.22	1.98
2017	5.16	2.42
		11.48

这就是说，丽江旅游在 2017 年的每股收益为 5.16 元。如果丽江旅游以过去平均市盈率 19.16 元进行交易，股票的市场价格则为 98.86 元。加上 11.48 元的税前股息，税前总收益增至每股 110.34 元。这相当于 41.25% 的税前年组合回报率。

#### 4. 结论分析

丽江是云南最早尝试旅游地产的地区之一。丽江古镇、玉龙雪山高尔夫、束河古镇等旅游地产的兴建，大大推动了丽江旅游，也让丽江成为全世界人民休闲度假的胜地。楼市和旅游业的共同发展，也让丽江成为云南各地旅游地产开发的典型。

2008 年，你有机会以每股 9.91 元的价格买入丽江旅游的股票。从表中可知，2008 年丽江旅游的每股收益为 0.85 元。如果你以每股 9.91 元的价格购买了丽江旅游的股票，那么你的最初回报率则为 8.5%，并附有一张预测年增长率为 22.36% 的利息单。十年之后，预测丽江旅游的每股税前总收益增至 110.34 元，这相当于在未来的十年，你将有 27.25% 的税前年组合回报率。

## 八、卡夫食品、可口可乐 VS 五粮液、茅台

### 1. 巴菲特持股情况

巴菲特旗下投资旗舰伯克希尔持有可口可乐 8.65% 的权益，伯克希尔也是可口可乐最大的股东。巴菲特持有的可口可乐每年给公司带来巨大的收益。

文件显示，2008 年，伯克希尔·哈撒韦公司目前将拥有的全球第二大食品制造商卡夫食品的股份增加了 4.4%，增加到了 1.383 亿股。此文件显示了截至 2008 年 3 月 31 日伯克希尔·哈撒韦公司在美国股



市所进行的投资。

## 2. 对比分析

### (1) 公司竞争优势

卡夫食品是引领全球的品牌食品和饮料制造商。在 100 多年的发展历程中，卡夫凭借其优质的产品和创新能力已经发展成为北美第一大，也是世界第二大食品和饮料公司，在全球 150 个国家中销售其众多的知名品牌产品。

可口可乐公司是持久性竞争优势的源头。它是世界顶级的不含酒精饮料公司，它销售 230 多种品牌的饮料，包括咖啡、果汁和茶。占据了全球不含酒精饮料市场 50% 的份额，以及全球日饮料消费总量的 2%。

宜宾属亚热带到暖温带的气候，非常适合种植糯、稻、玉米、小麦、高粱等作物。这些正是酿造五粮液配方中的主要原料。特别是宜宾紫色土上种植的高粱，属糯高粱种，所含淀粉大多为支链淀粉，是五粮液独有的酿酒原料。而五粮液筑窖和喷窖用的弱酸性黄粘土，粘性强，富含磷、铁、镍、钴等多种矿物质，这是其他酒厂的培养泥中都没有的。五粮液的生产需要 150 多种空气和土壤中的微生物参与发酵，而这样的环境只有在万里长江第一城的宜宾才能找到。如果缺了这些环境，五粮液的酒味就没有这么全面，可以说，自然的天成给予了五粮液独一无二的天时地利之美，这使得五粮液更具独有性。

茅台酒是世界三大名酒之一，是我国大曲酱香型酒的鼻祖，是酿造者以神奇的智慧，提高粱之精，取小麦之魂，采天地之灵气，捕捉特殊环境里不可替代的微生物发酵、糅合、升华而耸起的酒文化丰碑。茅台酒源远流长，据史载，早在公元前 135 年，古属地茅台镇就酿出了使汉武帝“甘美之”的枸酱酒，盛名于世。1915 年，茅台酒荣获巴拿马万国博览会金奖，享誉全球。建国后先后荣获国际金奖。畅销 100 多个国家和地区。茅台酒的生产工艺古老而独特，它继承了古代酿造工艺的精华，闪烁着现代科技的光彩。

### (2) 公司的产品或服务

卡夫食品通过满足不同地区口味来建立全球品牌。例如，在荷兰卡夫的奶酪以加入烘烤的土豆而文明；在英国，人们更喜欢带有面包屑的奶酪；西班牙人可能更喜欢带有鲜肉的；德国人可能更喜欢西红柿味；美国人更喜欢西瓜味的。奶酪可能装在一个小木桶里，也可能

装在砖块型的东西里。不论哪种味道和哪种形式（人们有时也会共同喜欢同一种类型的）其成为全世界第一的奶酪。

一百多年过去了，可口可乐的配方仍然披着神秘的面纱，但可口可乐公司享誉全球却是人人皆知，它成了全世界最知名的商标。在近两百个国家里通过当地瓶装厂生产和销售，现在无论你走到哪里可口可乐公司和它的瓶装商都能为您提供不同的怡神畅快、美味可口的清凉饮料，带给人们美的享受。

五粮液素有“三杯下肚浑身爽，一滴沾唇满口香”的赞誉，具有“香气悠久，滋味醇厚，进口甘美，入喉净爽，各味谐调，恰到好处”的风格。宜宾五粮液，喷香浓郁，醇厚甘美，回味悠长，以优质糯米、大米、高粱、小麦五粮为原料酿制而得名。

茅台酒是风格最完美的酱香型大曲酒之典型，故“酱香型”又称“茅香型”。其酒质晶亮透明，微有黄色，酱香突出，令人陶醉，敞杯不饮，香气扑鼻，开怀畅饮，满口生香，饮后空杯，留香更大，持久不散。口味幽雅细腻，酒体丰满醇厚，回味悠长，茅香不绝。茅台酒液纯净透明、醇馥幽郁的特点，是由酱香、窖底香、醇甜三大特殊风味融合而成，现已知香气组成成份多达 300 余种。

### (3) 公司财务的保守性

单位：百万（美元）

卡夫食品										
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	15134	13461	14048	23478	25832	28530	29911	29593	28555	27295
长期负债	483	433	2695	8134	10416	12591	9723	8475	7081	12902
总利润	1632	1753	2001	1882	3394	3476	2665	2632	3060	2590

卡夫食品在 2007 年担负长期债务 129 亿美元，利润约为 26 亿美元，用不到五年的时间就可以偿清债务。

单位：百万（美元）

可口可乐						
年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	11800	14090	15935	16355	16920	21744
长期负债	2701	2517	1157	1154	1314	3277
总利润	5499	5459	6222	6690	6578	7873

2007 年，可口可乐公司担负着约 32 亿美元的长期负债，而其利润约为 78 亿美元。因此，可口可乐公司用不到半年的时间就可以还清债务。

单位：百万（人民币）

五粮液										
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	1764	2420	3188	4693	5307	6010	6566	7358	8257	9626
长期负债	—	7.1	23.5	22.5	22.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
总利润	813	786	1007	824	869	1087	1271	1195	1785	2178

在 2007 年，五粮液负担了 0.02 亿元的长期债务，但其利润为 21 亿元，五粮液可以轻而易举还清债务。

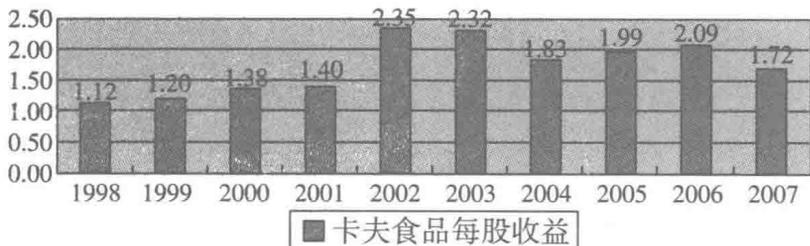
单位：百万（人民币）

茅台							
年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	2530	2852	3439	4169	5091	5890	8368
长期负债	—	—	0.3	0.3	—	—	—
总利润	607	648	977	1490	1920	2488	4522

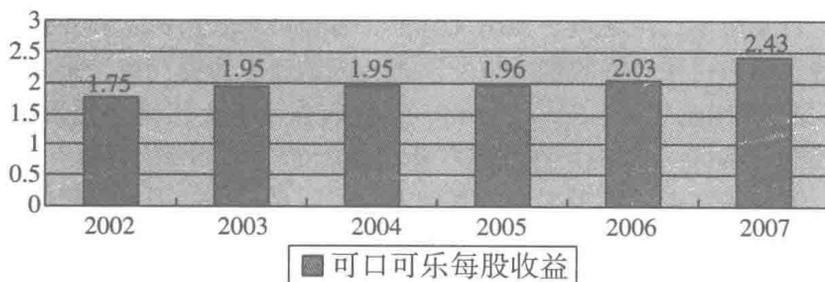
贵州茅台从 2005 年到现在一直没有负担任何的长期负债。

#### (4) 公司的盈利能力

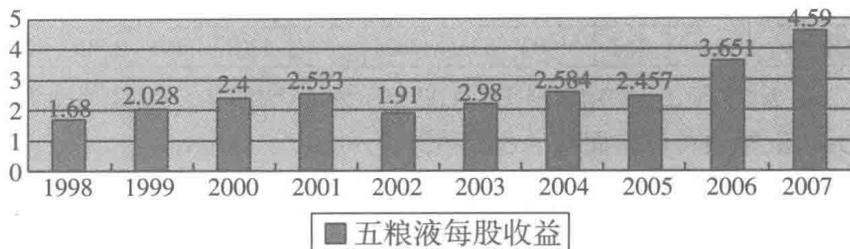
① 1998-2007 年，卡夫食品的每股收益平均每年以 4.88% 的速度上升。



② 我们的分析是建立在 2002 年公司收益基础上的，即每股收益 1.23 美元。公司的收益从 2002-2007 年，每年以 6.78% 的速度增长，盈利能力强且稳定。

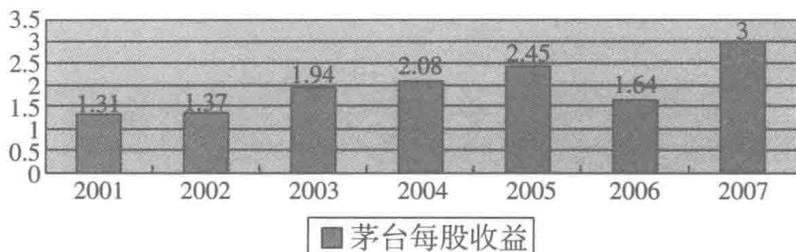


③我们以1998年为基准，算出1998到2007的每股收益。从下表可以看出，1998-2007年，五粮液每年以11.81%的速度增长，盈利能力强且稳定。每股收益除了2002年和2005年有些下降以外，其余的都表现出上升的趋势。



注：2002年该公司部分资产由四川省宜宾五粮液酒厂有限公司管理。2005年五粮液诉讼缠身。

④我们的分析是建立在2001年公司收益基础上的，即每股1.31元。公司的收益从2001-2007年，每年以14.8%的速度增长，盈利能力强而且稳定。



注：2006年与贵州茅台酒厂有限公司签订的《土地使用权协议》支付4430772.5元和15141060.77元。

#### (5) 公司的资金分配情况

卡夫食品一直在从事着和食品相关的事，例如2007年，卡夫食品收购法国达能饼干，卡夫食品只是把资本分配给业务。

百年可乐已经融进了美国文化里，可口可乐公司从未离弃过它的业务。可口可乐曾经收购了俄罗斯第二大饮料生产商和英国第二大瓶装水品牌 High Land Spring。2005年收购香港本土饮料“健康工房”和收购 Danone's (DA) 在北美瓶装水合资企业中49%的股份。

五粮液在以酒业为主业的基础上，实行多元化的质量规模效益扩张。1998年，随着五粮液集团公司的组建和五粮液股份有限公司的上市，以产业多元化发展为标志，企业正式走上长期发展战略的第三

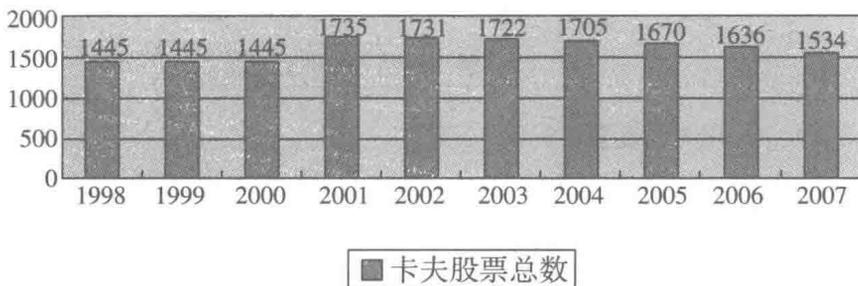
步。2000年底又提出第二次创业，一个以白酒酿造为主业，塑胶加工、模具制造、印务、药业、果酒、电子器材、运输、外贸等多元发展的跨行业企业集团迅速壮大。近年来，塑胶、印务、药业、果酒、电子、运输等子公司迅速崛起。这些子公司的建立，为五粮液集团“第二次创业”的多元化发展奠定了良好基础，成为集团公司新的经济增长点，促进五粮液集团向国际化高科技企业集团发展。

光从2004年茅台的行动就可以看出贵州茅台公司一直在从事着和自己有关的业务。2004年，茅台收购集团公司老酒，收购贵州仁怀怀酒（集团）有限责任公司部分生产性资产，开发的项目有1000吨茅台酒技改工程，老区茅台酒改扩建工程，700吨茅台酒扩建工程，中低度茅台酒改扩建工程，2200吨制曲改扩建工程，第一、二包装生产线技改工程等等。

#### (6) 公司回购股票情况

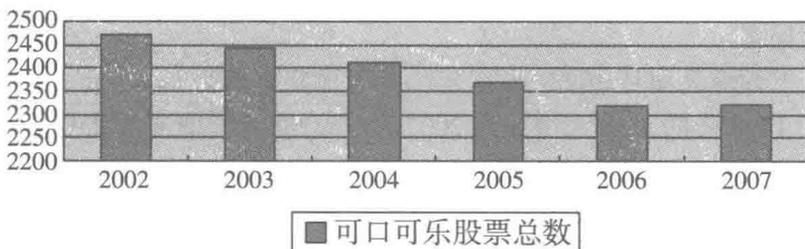
①从2002年开始，卡夫食品不断地回购股票。

单位：百万股



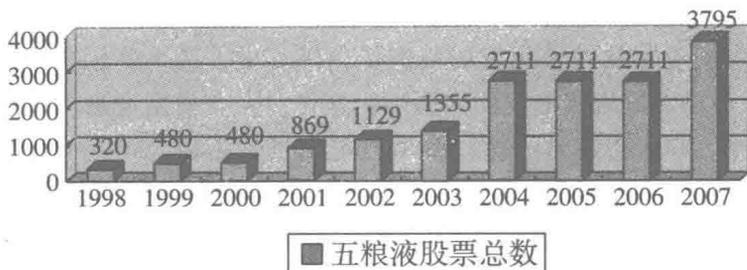
②可口可乐公司也在不断地回购股票。

单位：百万股



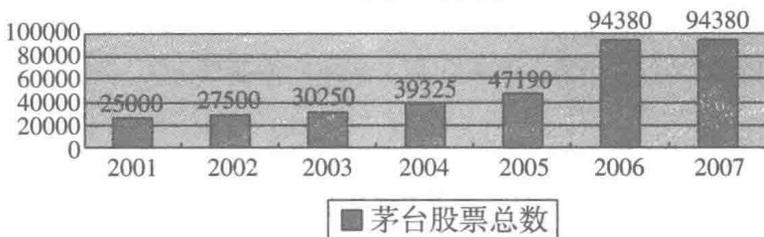
③从 1998-2007 年，五粮液除了 2000 年和 2005 年以及 2006 年没有增发股票以外，其余各年都增发了适量的股票。

单位：百万股



④除了 2007 年，茅台公司都在增发股票。

单位：万股



#### (7) 公司保留盈余

从 1998-2007 年，卡夫食品公司的保留盈余为每股 10.4 美元。每股收益从 1998 年末的 1.12 美元到 2007 年的 1.62 美元，增加了 0.5 美元。因此我们可以断定这十年的每股保留盈余 10.4 美元创造了 0.5 美元的税后利润，相当于 4.8% 的回报率。

可口可乐公司从 2002-2007 年，公司的保留盈余为每股 5.67 美元，每股收益增长 0.68 美元。因此我们可以断定从 2002-2007 年的每股保留盈余 5.67 美元创造了 0.68 美元的税后利润，相当于 11.99% 的回报率。

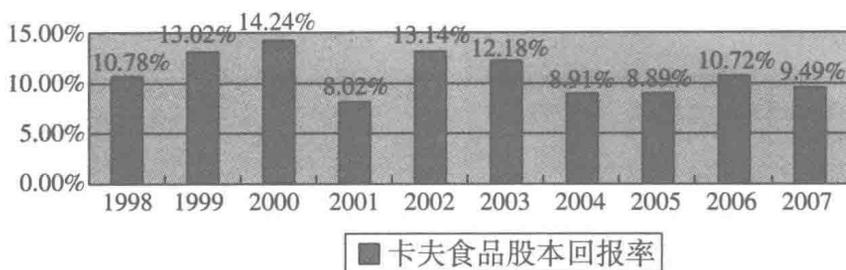
五粮液公司从 1998-2007 年的每股保留盈余为 24.17 元。每股收益从 1998 年的 1.68 元增加到 2007 年的 4.59 元，增加了 2.91 元。因此我们可以断定五粮液公司在过去的十年中 24.17 元的保留盈余创造了 2.91 元的税后收益，相当于 12.03% 的回报率。

从 2001-2007 年，茅台公司的保留盈余为每股 10.363 元。每股收益从 2001 年末的 1.31 元到 2007 年的 3 元，增加了 1.69 元。因此

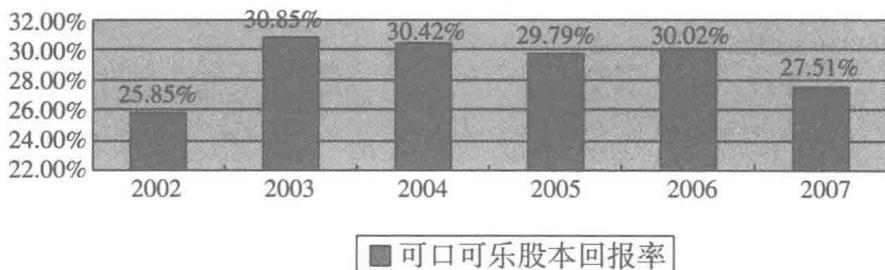
我们断定这七年的每股保留盈余 10.363 元创造了 1.69 元的税后利润，相当于 16.3% 的回报率。

#### (8) 公司的股本回报率水平

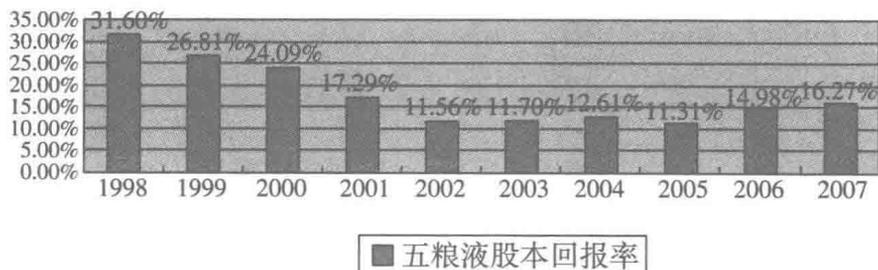
① 卡夫食品过去十年的平均股本回报率为 10.93%。



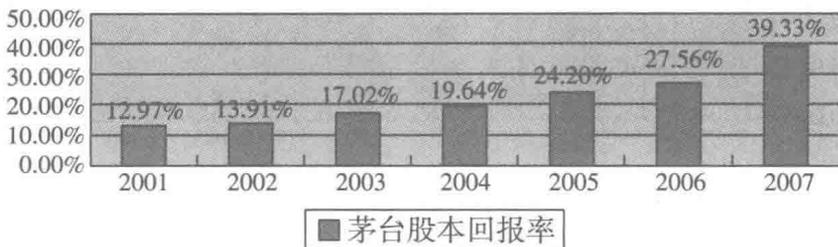
② 过去 30 年中，美国公司的平均股本回报率为 12%。而可口可乐公司过去六年的平均股本回报率为 29.07%。从图表中可以看出，可口可乐公司保持了一贯的高股本回报率，这是持久性竞争优势强有力的一个表现。



③ 五粮液在过去十年的平均股本回报率为 17.82% 高于行业的平均股本回报率 11%。公司 2002 年开始除了 2005 年的股本回报率有所下降以外，都保持着上升的趋势，这是具有持久性竞争优势的体现。

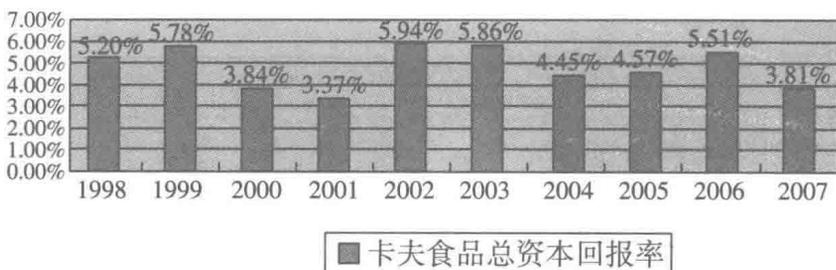


④当企业的股本回报率高于一般平均值时，我们认为这是一个好兆头。中国的平均股本回报率为 11%。下表为茅台过去七年的股本回报率。可以看出，茅台公司过去七年的平均股本回报率为 22.09%。更重要的一点是，该公司股本回报率的不断增长，而这恰恰是持久性竞争优势强有力的一个表现。

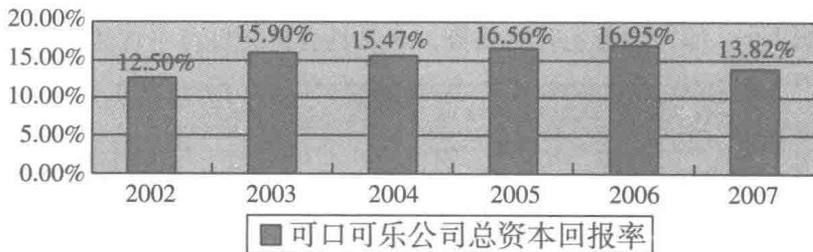


(9) 公司的总资本回报率

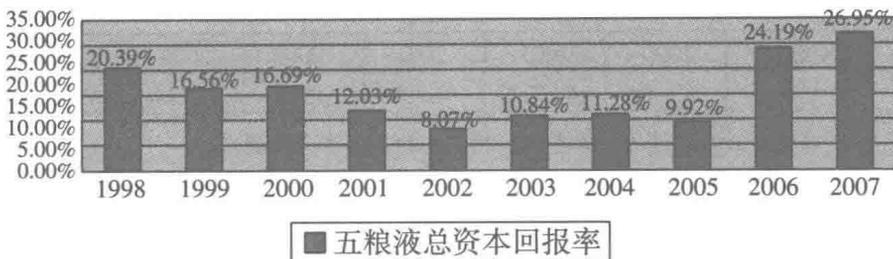
①卡夫食品过去十年的平均股本回报率为 4.83%。



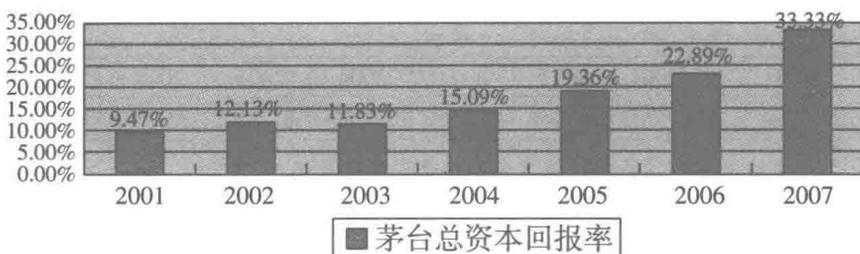
②在过去的六年里，可口可乐公司保持一贯的高股本回报率，平均为 15.2%。这正是持久性竞争优势强有力的一个表现。



③五粮液公司的平均总资本回报率为 15.73%，行业的平均总资本回报率为 8.8%，五粮液的远高于行业平均值。



④茅台在这段时间的总资本回报率最低为 9.47%，最高为 33.33%，平均值为 17.72%，而行业内的平均总资本回报率为 8.8%。这正是我们想要的。



(10) 公司根据通货膨胀自由地调整产品价格的能力

卡夫食品、可口可乐、五粮液和茅台都可以根据通货膨胀提高产品的价格。

(11) 公司更新设备的资本投入情况

卡夫食品不用支付大额的资本来不断地更新工厂设备或研发。

可口可乐的产品 99.6% 是糖水构成的，每年几乎都生产同样的产品，且其产品的秘方一直处于保密的状态，公司也不用投入大额的费用到更新工厂设备或研发中。

五粮液公司只需适当增加资本进行研发与更新工厂设备。

从茅台公司成立以来，该公司都在生产酒类，只要一些轻微的变动就行了。不用大额的资本费用投入到生产或研发中。

(12) 公司销售毛利率

卡夫食品										
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
销售毛利率	43.09%	45.62%	47.55%	48.25%	40.29%	39.24%	36.95%	35.96%	36.14%	33.81%

卡夫食品 2001 年后，它的销售毛利率呈现下滑的趋势。



可口可乐						
年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007
销售毛利率	63.68%	62.72%	64.70%	64.53%	66.11%	63.94%

可口可乐公司在过去的六年中，销售毛利率基本保持稳定。

五粮液										
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
销售毛利率	47.19%	52.36%	51.18%	77.14%	43.92%	4.97%	48.88%	50.00%	52.78%	53.92%

在过去的十年中，除了2001年，五粮液的销售毛利率略高以外，其他年份的销售毛利率都保持在一定的范围内。

茅台							
年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
销售毛利率	82.26%	81.46%	80.13%	82.22%	82.52%	83.97%	87.96%

在过去的七年中，茅台的销售毛利率都保持在较高的水平。

### 3. 价格分析

#### 卡夫食品

##### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

卡夫食品公司在2007年的每股收益是1.62美元。用1.62除以2007年的长期政府债券率（约为8%），得到的相关价值为每股20.25美元。这就是说，如果你以20.25美元的价格购买卡夫食品公司的股票，你得到的回报率相当于政府债券的利率。

如果你可以以20.25美元左右的价格购买卡夫食品公司的股票，那么你是选择每股价值20.25美元，8%的稳定利率的政府债券？还是选择卡夫食品公司预测年增长率为4.88%的股本或债券？

##### (2) 把卡夫食品公司当作股本或债券

2007年，卡夫食品公司的每股股本价值是17.07美元。如果公司在未来七年都能够保持10.93%的年平均股本回报率，我们预测它能够保留50%的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年5.46%的速度增长，到2017年每股价值为29.01美元。

##### (3) 利用历史每股收益年增长率为预测年组合利润

如果每股收益每年继续以4.88%的速度增长，假如卡夫食品继续保留50%的收益，其余50%以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益(美元)	股息(美元)
2008	1.70	0.85
2009	1.78	0.89
2010	1.86	0.93
2011	1.96	0.98
2012	2.05	1.02
2013	2.15	1.07
2014	2.26	1.13
2015	2.37	1.18
2016	2.48	1.24
2017	2.60	1.3
		10.59

这就是说，卡夫食品在 2017 年的每股收益为 2.6 美元。如果卡夫食品以过去的平均市盈率 19.56 倍进行交易，股票的市场价格则为 50.85 美元。加上 10.59 美元的税前股息，税前总收益增至每股 61.44 美元。这相当于 13.66% 的税前年组合回报率。

### 可口可乐

#### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

可口可乐公司在 2007 年的每股收益是 2.57 美元。用 2.57 除以 2007 年的长期政府债券率（约为 8%），得到的相关价值为每股 32.12 美元。这就是说，如果你以 32.12 美元的价格购买可口可乐公司的股票，你得到的回报率相当于政府债券的利率。

如果你可以以 32.12 美元左右的价格购买可口可乐公司的股票，那么你是选择每股价值 32.12 美元，8% 的稳定利率的政府债券？还是选择可口可乐公司预测年增长率为 6.78% 的股本或债券？

#### (2) 把可口可乐公司当作股本或债券

2007 年，可口可乐公司的每股股本价值是 9.34 美元。如果公司在未来 10 年都能够保持 29.07% 的年平均股本回报率，我们预测它能够保留 50% 的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年 14.53% 的速度增长，到 2017 年每股价值为 36.14 美元。

#### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 6.78% 的速度增长，假如可口可乐继续



保留 50% 的收益，其余 50% 以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益(美元)	股息(美元)
2008	2.74	1.37
2009	2.92	1.46
2010	3.11	1.55
2011	3.32	1.66
2012	3.54	1.77
2013	3.78	1.89
2014	4.03	2.01
2015	4.30	2.15
2016	4.59	2.29
2017	4.90	2.45
		18.60

这就是说，可口可乐在 2017 年的每股收益为 4.9 美元。如果可口可乐以过去的平均市盈率 20.65 倍进行交易，股票的市场价格则为 101.18 美元。加上 18.6 美元的税前股息，税前总收益增至每股 119.78 美元。这相当于 29.06% 的税前年组合回报率。

### 五粮液

#### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

五粮液在 2007 年的每股收益是 0.387 元。用 0.387 除以 2007 年的长期国债利率（约为 4.68%），得到的相关价值为每股 8.26 元。这就是说，如果你以 8.26 元的价格购买五粮液的股票，你得到的回报率相当于长期国债利率。如果你有机会以 8.26 元左右的价格购买五粮液的股票，那么你会选择每股价值 8.26 元和 4.68% 的稳定利率的长期国债？还是选择五粮液预测年增长率为 11.81% 的股本或债券？

#### (2) 把五粮液当作股本或债券

2007 年，五粮液的每股股本价值是 2.37 元。如果公司在未来 10 年能够保持 11.81% 的年平均股本回报率，我们预测它能够保留 60% 的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年 7.08% 的速度增长，到 2017 年每股价值为 4.66 元

#### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 11.81% 的速度增长，假如万科继续保



留 60%的收益，其余 40%以股息的方式分配出去，未来十年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益(元)	股息(元)
2008	0.43	0.17
2009	0.48	0.19
2010	0.53	0.21
2011	0.59	0.23
2012	0.65	0.26
2013	0.72	0.28
2014	0.80	0.32
2015	0.89	0.35
2016	0.99	0.39
2017	1.10	0.44
		2.84

这就是说，五粮液在 2017 年的每股收益为 1.1 元。如果五粮液以过去平均市盈率 43.16 元进行交易，股票的市场价格则为 47.47 元。加上 2.84 元的税前股息，税前总收益增至每股 50.31 元。这相当于 35.73%的税前年组合回报率。

#### (4) 分析总结

2008 年，你有机会以每股 12.22 元的价格买入五粮液的股票。从表中可知，2008 年五粮液的每股收益为 0.43 元。如果你以每股 12.22 元的价格购买了五粮液的股票，那么你的最初回报率则为 3.5%，并附有一张预测年增长率 11.81%的利息单。十年之后，预测五粮液的每股税前总收益增至 50.31 元，这相当于在未来的十年，你将有 15.2%的税前年组合回报率。

### 茅台

#### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

茅台在 2007 年的每股收益是 3 元，用 3 除以 2007 年的国债利率（约为 4.68%），得到的相关价值为每股 64.1 元。这就是说，如果你以每股 64.1 元的价格购买茅台的股票，你得到的回报率相当于长期国债利率。在 2007 年你有机会以 89.9 元的价格购买茅台的股票，这样的话你得到的最初回报率为 3.33%。

茅台在过去六年的每股收益的增长率表明每股收益是以 14.8%的年组合回报率增长的。因此，你会选择每股价值 64.1 元，4.68%的稳

定利率的国债，还是选择茅台 3.33%的最初回报率的股本或债券，并附有一张预测年增长率 22.35%的利息单？

#### (2) 把茅台当作股本或债券

2007 年，茅台的每股股本价值是 7.62 元。如果公司在未来 10 年都能够保持 43.27%的年均股本回报率，我们预测它能够保留 60%的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年 25.96%的速度增长，到 2017 年每股价值为 76.8 元。

#### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 14.8%的速度增长，假如茅台继续保留 60%的收益，其余 40%以股息的方式分配出去，未来十年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益(元)	股息(元)
2008	3.44	1.37
2009	3.94	1.57
2010	4.52	1.80
2011	5.18	2.07
2012	5.94	2.37
2013	6.81	2.72
2014	7.81	3.12
2015	8.96	3.58
2016	10.28	4.11
2017	11.80	4.72
		27.43

这就是说，茅台在 2017 年的每股收益为 11.80 元。如果茅台以过去平均市盈率 43.97 元进行交易，股票的市场价格则为 518.84 元。加上 27.43 元的税前股息，税前总收益增至每股 546.27 元。这相当于 53.3%的税前年组合回报率。

#### 4. 结论分析

2008 年，你有机会以每股 95.18 元的价格买入茅台的股票。从表中可知，2008 年茅台的每股收益为 3.44 元。如果你以每股 95.18 元的价格购买了茅台的股票，那么你的最初回报率则为 3.6%，并附有一张预测年增长率 14.8%的利息单。十年之后，预测茅台的每股税前总收益增至 546.27 元，这相当于在未来的十年，你将有 119%的税前年组合回报率。



## 九、富国银行 VS 招商银行

### 1. 巴菲特持股情况

巴菲特在 1989 年开始买入富国银行，买入平均价 57.89 元（主要是在 1990 年买入的）。巴菲特主要在 1990 年股价下跌后买入（接近每股 58 美元），买入时富国银行总市值 30 亿美元。买入时 PE 接近 4.4-5.4 倍左右。巴菲特 1992 年和 1993 年继续增持公司股票，买入均价分别是 67 美元和 98 美元，相当于 PE15.2 倍和 9.89 倍。富国银行 1990 年年末股价下跌后就顽强走强，在 1991 年首次几乎陷入亏损时，股价已经比 1990 年末的水平上升了 129%！而且后来，富国银行一直走强，甚至到 2008 年，股价一度创出历史新高。

### 2. 对比分析

#### (1) 公司竞争优势

富国银行是一家提供全能服务的银行，业务范围包括社区银行、投资和保险、抵押贷款、专门借款、公司贷款、个人贷款和房地产贷款等。富国银行存款的市场份额在美国的 17 个州都名列前茅，是美国第一的抵押贷款发放者，第一的小企业贷款发放者，拥有全美第一的网上银行服务体系。是美国唯一一家被穆迪评级机构评为 AAA 级别的银行。可以不夸张地说，富国银行是美国最好的银行。从 1852 年起，富国银行已经成为美国西部信贷服务的标志性企业之一。它具备业界领先的因特网网站和跨越北美的分销渠道。

招商银行的优势产品包括现金管理和网上银行等。这些产品使得招商银行的平均总资产收益率和平均净资产收益率不断地增加。

#### (2) 公司的产品或服务

100 多年前，运输邮件和现金需要长途旅行，走过沙漠、草原和山岭。在美国黄金潮时期，富国银行为顾客提供了有规律联络（包括 1864 年第一次通过电报进行的电子交易），运输重要的商品，将未加工的黄金运送到加工地点制成金币。今天，富国银行仍然坚持每时每刻都为顾客提供重要的经济服务——通过自动取款机、电话、个人电脑和不断发展的银行网点。富国银行高度的办公效率非常著名，并使

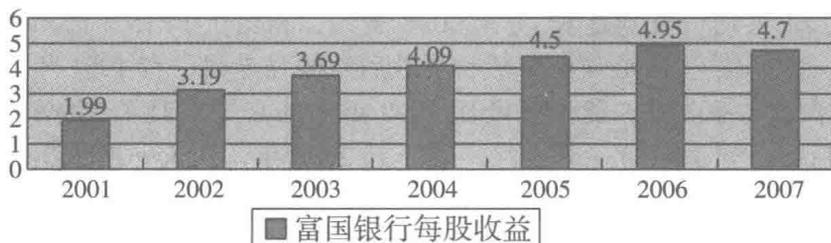
顾客能从先进的产品和服务中获得利益。

想更好地管理你的资金，或者希望在网上简单方便安全地进行交易。你就会想到招商银行。

(3) 公司财务的保守性

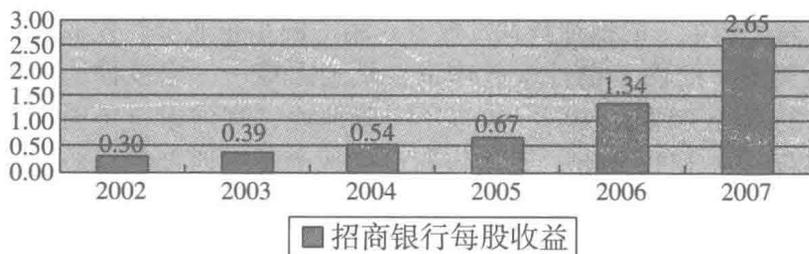
(4) 公司的盈利能力

富国银行 2007 年的每股收益是 4.7 美元，从 2001-2007 年，每年以 15.4% 的年组合比率增长。盈利能力强，保持一贯性，并呈上升的趋势。



注：以上的每股收益是以 2001 年的股本数为基本股数计算的。

招商银行 2002 年的每股收益是 0.3 元，从 2002-2007 年，每年以 54.6% 的年组合回报率增长（见下表）。公司盈利能力总体较强，保持一贯性，并呈现上升的趋势。



(5) 公司资金分配

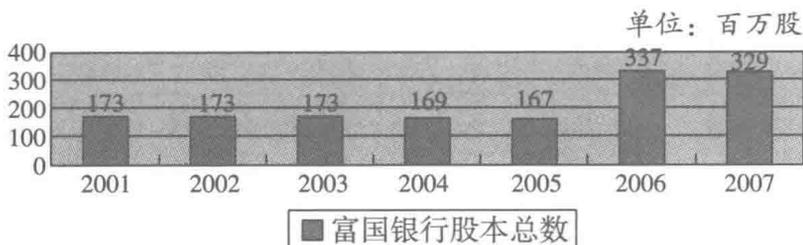
1986 年，富国银行收购了克罗克银行。2005 年富国银行收购了 Strong 基金约 240 亿美元的资产。富国银行在 2007 年收购了 Greater Bay Bancorp。不管是哪一个收购行为，都和富国银行的业务相关。

招商银行一直在不断地开发和自身业务有关的新产品，从而不断地提高公司的竞争力。

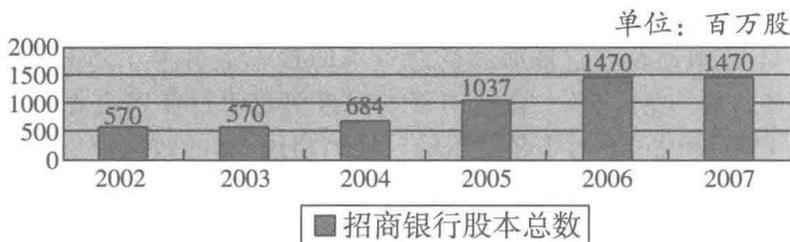
(6) 公司回购股票情况

①富国银行在过去七年当中，一直在寻找机会回购自己的股票。除了 2004 年和 2006 年增发股票以外，在其他的年份里，富国银行一

直在回购股票。



②招商银行在过去的六年里持续地增发股票。



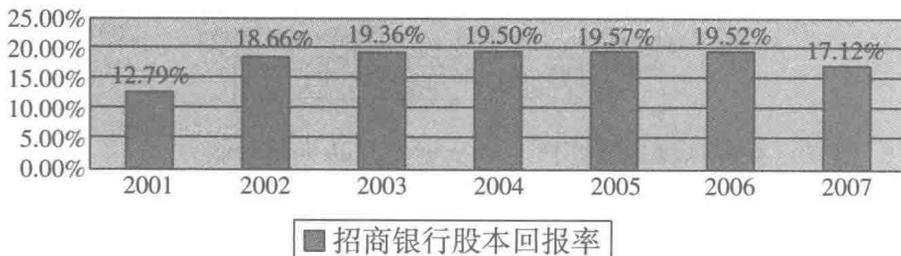
(7) 公司保留盈余

从 2001-2007 年，公司的保留盈余为每股 17.39 美元。每股收益从 2001 年末的 1.99 美元到 2007 年的 4.7 美元，增加了 2.71 美元。因此我们可以断定 2001 年的每股保留盈余 17.39 美元创造了 2.71 美元的税后利润，相当于 15.58% 的回报率。

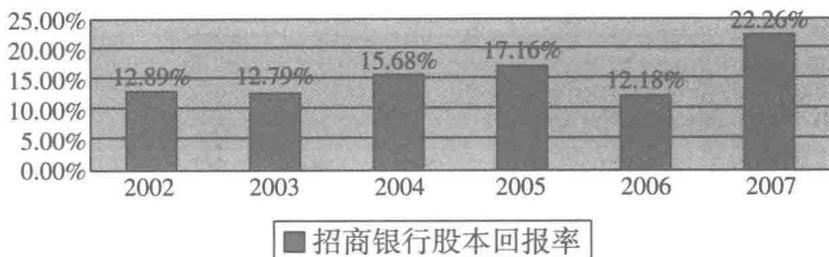
从 2002-2007 年，公司的保留盈余为每股 2.324 元。每股收益从 2002 年末的 0.3 元到 2007 年末的 1.03 元，增加了 0.73 元。因此我们可以断定 2002-2007 年的每股保留盈余 2.324 元创造了 0.73 元的税后利润，相当于 31.41% 的回报率。

(8) 公司的股本回报率水平

①富国银行的平均股本回报率为 18.08%。远高于美国公司的平均股本回报率 12%。

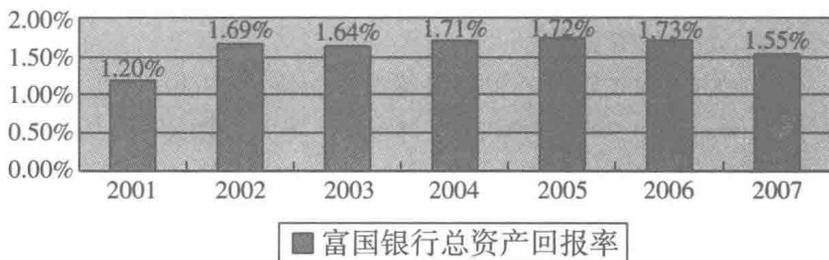


②中国银行业的平均股本回报率为 11%，招商银行的平均股本回报率为 15.49%，远高于中国银行业平均股本回报率。

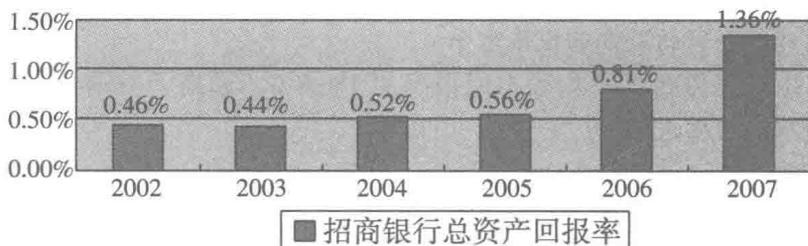


(9) 公司的总资本回报率

①富国银行在这段时间的总资本回报率最低为 1.55%，最高为 1.73%，平均为 1.6%。这样的资本回报率对银行业来说是很了不起的。巴菲特说过，对于金融机构，任何超过 1% 的数值都是我们期待已久的购买机会。



②中国银行业的平均总资本回报率为 0.25%，招商银行的平均总资本回报率为 0.69%，同样远高于行业平均值。



(10) 公司根据通货膨胀自由地调整产品价格的能力

对于富国银行，有人曾经说过，富国银行也许只是在做一种业务，那就是通货膨胀业务。



可想而知，富国银行可以根据通货膨胀自由地调整价格。

招商银行可以随着通货膨胀提高贷款利息，从而提高自身的获利能力。

#### (11) 公司更新设备的资本投入情况

富国十分注重对于渠道的建设，富国的柜台、电话、网络和 ATM 的建设都十分完备。网络银行是全美最好的，ATM 网络是全美第四大的。这些措施能使富国的客户随时随地享受服务。因此，富国银行需要一定的资金来维持和改善这些设备。

显然，招商银行不需在更新工厂设备上支出大额的资本。

#### (12) 公司销售毛利率

富国银行							
年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
销售毛利率	64.89%	78.45%	82.43%	81.80%	71.27%	61.88%	59.62%

从 2003 年开始，富国银行的销售毛利率开始有所下降。

招商银行						
年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007
销售毛利率	60.33%	61.73%	64.27%	62.61%	63.28%	65.72%

招商银行在过去六年中，销售毛利率保持在一定的范围内。

### 3. 价格分析

#### 富国银行

##### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

富国银行在 2007 年的每股收益是 4.7 美元。用 4.7 除以 2007 年的长期政府债券率（约为 8%），得到的相关价值为每股 58.75 美元。这就是说，如果你以 58.75 美元的价格购买富国银行公司的股票，你得到的回报率相当于政府债券的利率。

如果你可以以 58.75 美元左右的价格购买富国银行公司的股票，那么你是选择每股价值 58.75 美元，8% 的稳定利率的政府债券？还是选择富国银行预测年增长率为 15.4% 的股本或债券？

##### (2) 把富国银行公司当作股本或债券

2007 年，富国银行公司的每股股本价值是 27.45 美元。如果公司在未来十年都能够保持 18.08% 的年平均股本回报率，我们预测它能够保留 50% 的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年 9.04% 的速度增长，到 2014 年每股价值为 50.23 美元。如果 2014 年的每股股本

价值是 50.23 美元，富国银行的股本回报率仍为 18.08%，那么富国银行的每股收益应为 9.08 美元。

### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 15.4% 的速度增长，假如富国银行继续保留 50% 的收益，其余 50% 以股息的方式分配出去，未来七年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益(美元)	股息(美元)
2008	5.42	2.71
2009	6.25	3.08
2010	7.21	3.6
2011	8.32	4.16
2012	9.6	4.8
2013	11.07	5.53
2014	12.77	6.38
2015	14.73	7.36
2016	16.99	8.49
2017	19.6	9.8
		55.91

这就是说，富国银行在 2017 年的每股收益为 19.6 美元。如果富国银行以过去平均市盈率 12.76 美元进行交易，股票的市场价格则为 250.09 美元。加上 55.91 美元的税前股息，税前总收益增至每股 306 美元。这相当于 27.26% 的税前年组合回报率。

## 招商银行

### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

招商银行在 2007 年的每股收益是 1.03 元。用 1.03 除以 2007 年的长期国债利率（约为 4.68%），得到的相关价值为每股 22 元。这就是说，如果你以 22 元的价格购买招商银行的股票，你得到的回报率相当于长期国债利率。如果你有机会以 22 元左右的价格购买招商银行的股票，那么你会选择每股价值 22 元和 4.68% 的稳定利率的长期国债？还是选择招商银行预测年增长率为 54.6% 的股本或债券？

### (2) 把招商银行当作股本或债券

2007 年，招商银行的每股股本价值是 4.62 元。如果公司在未来十年能够保持 15.49% 的年平均股本回报率，我们预测它能够保留



60%的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年 9.29% 的速度增长，到 2017 年每股价值为 8.63 元。如果 2014 年的每股股本价值是 8.63 元，招商银行的股本回报率仍为 15.49%，那么招商银行的每股收益应为 1.33 元。

### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以 27.98% 的速度增长，假如招商银行继续保留 60% 的收益，其余 40% 以股息的方式分配出去，未来十年的每股收益和股息分配如下表：

年份	收益(元)	股息(元)
2008	1.31	0.52
2009	1.68	0.67
2010	2.15	0.86
2011	2.76	1.10
2012	3.53	1.41
2013	4.52	1.81
2014	5.79	2.31
2015	7.41	2.96
2016	9.48	3.79
2017	12.14	4.85
		20.28

这就是说，招商银行在 2017 年的每股收益为 12.14 元。如果招商银行以过去平均市盈率 17 元进行交易，股票的市场价格则为 206.38 元。加上 20.28 元的税前股息，税前总收益增至每股 226.76 元。这相当于 47.6% 的税前年组合回报率。

### 4. 结论分析

2008 年，你有机会以每股 11.72 元的价格买入招商银行的股票。从表中可知，2008 年招商银行的每股收益为 1.31 元。如果你以每股 11.72 元的价格购买了招商银行的股票，那么你的最初回报率则为 11.17%，并附有一张预测年增长率 27.98% 的利息单。十年之后，预测招商银行的每股税前总收益增至 226.76 元，这相当于在未来的十年，你将有 34.48% 的税前年组合回报率。

注：27.98% 为股本换算前的年组合增长率。

## 十、普尔蒂 VS 万科

### 1. 比较分析

#### (1) 公司竞争优势

Pulte Homes 公司同时在美国的 26 个州共 44 个城市开发业务，每年售房 3 万多套，该公司是从多元化开发转向住宅开发。作为上市公司，它过去 10 年每年净资产收益率达到 20.6%，连续 52 年盈利。作为美国最大的房地产公司，Pulte Homes 在全美的市场占有率超过 4%。过去 10 年间，Pulte Homes 的股价增长了 345%，而同期标准普尔 500 指数之列的公司，平均增长率仅为 121%。在 2004 年，Pulte Homes 获得了美国民用住宅行业消费者满意白金大奖。Pulte 住宅公司是目前美国最大的住宅建造商之一，通过与 Del Webb 公司合并，它还成为美国主要的成人社区建筑商，并跻身于全球财富 500 强，享有“美国最佳建筑商”之美誉。Pulte 住宅抵押公司，为消费者提供完善的服务并提供各种各样的抵押种类，满足普尔蒂住宅公司在全国的客户融资需求。

随着房地产行业竞争的加剧，房地产企业开始积极寻找产品、信息、技术、人才等企业快速发展的要素。毋庸置疑，万科具有特色而成熟的产品线（包括城市花园系列、花园新城系列、四季花园系列、金色花园系列、自然人文系列）和较高的产业化程度，以及一批高素质的职业经理人队伍已经成为企业的核心竞争力。这些优势不仅意味着能保证产品的品质以及在不同区域形成差异化，也有利于提高效率 and 成本管理。

#### (2) 公司的产品或服务

Pulte Homes 公司通过消费者的生命周期和其支付能力，把消费者分成了 11 个大类。由于根据消费者的生命周期规划产品线，在不同生命阶段中的客户都可以找到满足自己需要的住房，所以经过多年的客户服务，Pulte 公司实现了客户的终生锁定，即消费者在生命周期的不同阶段在更换住房时，一直选择 Pulte 公司的住宅。普尔蒂的重复购买和推荐购买销售量目前已由三年前的 25% 增长到现在的 45%。

万科开发房地产，不只是单纯为客户提供居所，而是从满足现代人追求舒适、便利、完美的生活方式出发，从始至终为客户的各种合理需求而提供尽善尽美的服务。工作一天后回到家中，就能享受令人

轻松愉快的家居环境，加上周到细致的服务，这可不能不说是人生的一种享受啊。万科是一个给消费者创造美好生活方式、带有艺术气质和文化风格的品牌。

### (3) 公司财务保守性

单位：百万（美元）

普尔蒂									
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
股东权益	921	1093	1247	2276	2760	3448	4522	5957	6577
长期负债	530	508	666	1722	1913	2150	2861	3386	3537
总利润	165	286	355	498	729	998	1600	2277	1082

普尔蒂在2007年的长期负债约为35亿，同年的利润总额约为10亿，用三年半时间普尔蒂就可以还清所有的长期债务。

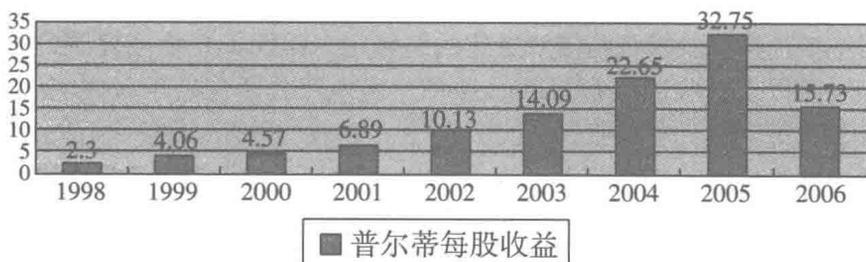
单位：百万（人民币）

万科										
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股东权益	1987	2093	2907	3124	3381	4702	6203	8305	14918	26069
长期负债	1.997	58.4	2.73	—	1512	713	2185	1349	6379	12453
总利润	250	271	380	501	520	830	1260	1940	3434	7641

在2007年，万科负担124亿元的长期负债，利润76亿元，万科用一年零八个月的时间就可以轻松清偿债务。

### (4) 公司的盈利能力

普尔蒂2006年的每股收益是15.73美元，从1998-2006年，每年以27.16%的年组合比率增长。盈利能力强，保持一贯性，并呈上升的趋势。



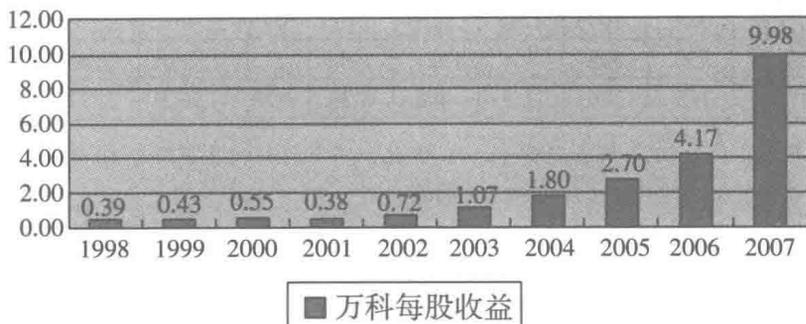
注：①以上的每股收益是以1998年的股票数为基本股数计算的。

②2006年是房地产业经济下降周期。据美国政府公布的数据，2001-2005年美国每年新房销售增加由100万增到130万，到2006年却下降超过11%，这是由于住房周期的变化引起的。这也影响了普尔蒂公司的业绩。



③2007年，普尔蒂公司处于亏损的状态。因为次贷危机的影响，我们都知道2007年是房地产业最困难的一年，因此可以认为普尔蒂公司的这次亏损不是它一贯的问题。

万科2007年的每股收益是9.98元（复权后的数据），从1998-2007年，每年以43.36%的年组合回报率增长（见下表）。公司盈利能力总体较强，保持一贯性，并呈现上升的趋势。



注：公司于2001年将直接及间接持有的万佳百货股份有限公司72%的股份转让于中国华润总公司及其附属公司，成为专一的房地产公司。

2002年根据稳健原则，天津公司已为陈孟哲、陈金凤案累计预提利息损失准备1.535万元。

#### (5) 公司的资金分配情况

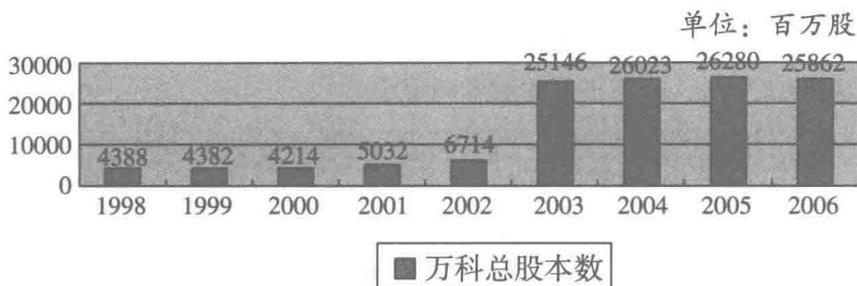
1996年，公司与通用电气（General Electronic Co.，以下简称GE）合作，让GE成为房屋家用电器设备的首选供应商；1998年5月，普尔蒂以股权收购了田纳西的拉德诺房屋公司（Radnor Homes）；同年7月再以股权收购佛罗里达的迪佛士（DiVosta）住宅建筑公司；一年后以现金收购黑石（Blackstone）房地产公司在老年人住宅业务合资公司里净资产的股权；2001年8月，收购德尔·韦布后不久，公司又与路易斯安娜州的太平洋木材公司签定了为期3年的合作协议，后者成为普尔蒂最大的木材供应商，为公司节省了大约300-500万美元的成本。2004年9月普尔蒂又与美国电信业巨头Verizon公司达成了FTTP配置协议，将普尔蒂的家庭用户接入到Verizon的捆绑商业业务中，包括FTTH宽带业务。根据协议，普尔蒂为新用户配置光纤，在加强Verizon的FTTP技术推广的同时，直接为家庭用户和商业用户提供宽带服务。



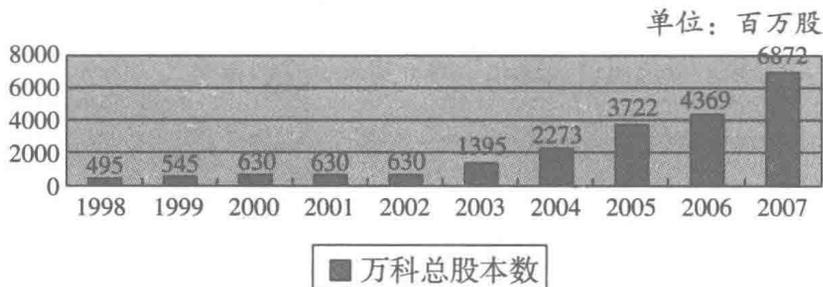
1993年以前，万科不断实施扩张，先后介入进出口、零售、房地产、投资、影视、广告、饮料、印刷、机加工、电气工程及其他等13大行业。1993年以后，万科开始做减法，明确以房地产为主业。之后万科就一直在投资自己的业务。

#### (6) 公司回购股票情况

①如下图可知，普尔蒂公司分别在1999、2000、2006、2007年回购股票。



②万科过去十年一直在增发股票。



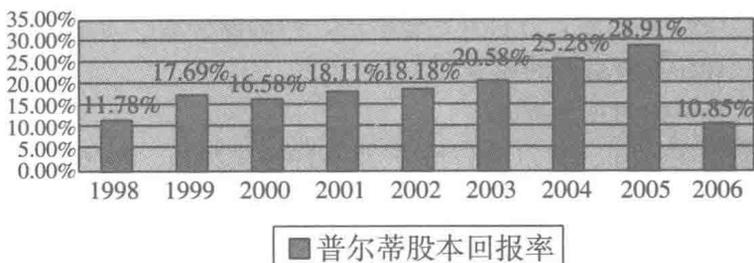
#### (7) 公司保留盈余

1998-2006年，公司的保留盈余为每股35.72美元。每股收益从1998年末的2.3美元到2006年的15.73美元，增加了13.43美元。因此我们可以断定1998年的每股保留盈余35.72美元创造了13.43美元的税后利润，相当于37.59%的回报率。

1998-2007年，公司的保留盈余为每股20.84元。每股收益从1998年末的0.39元到2007年的9.98元，增加了9.59元。因此我们断定1998年的每股保留盈余20.84元创造了9.59元的税后利润，相当于46.01%的回报率。

(8) 公司的股本回报率水平

①普尔蒂公司过去九年的平均股本回报率为 18.66%。

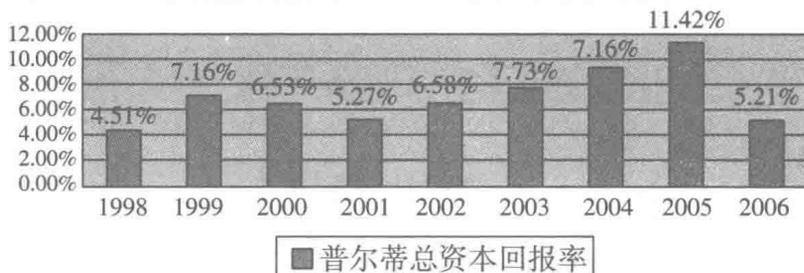


②中国过去的平均股本回报率约为 10%左右，万科的平均股本回报率为 14.14%，远高于平均股本回报率。

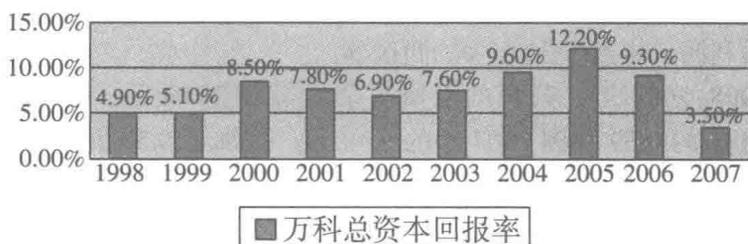


(9) 公司的总资本回报率

①普尔蒂公司过去这九年的平均总资本回报率为 7.09%。



②中国房地产业平均总资本回报率为 6%，万科平均总资本回报率为 7.54%，也高于房地产业的平均总资本回报率。





### (10) 公司根据通货膨胀自由地调整产品价格的能力

过去几十年，普尔蒂公司的房屋价格在不断地上涨，但还是有好多人重复购买普尔蒂的房屋。据资料显示，普尔蒂的重复购买和推荐购买销售量目前已由三年前的 25% 增长到现在的 45%。

万科可以跟随通货膨胀一起提高产品的价格，相信万科的产品价格提高了 20% 仍然会有人抢购的。

### (11) 公司更新设备的资本投入情况

普尔蒂公司的住宅产业化已相当高，凡是产业化的都有一个标准，它可以不断地复制出一样精美的东西。因此，普尔蒂不用不断地更新工厂设备或在研发上投入过多的资金。

万科已经形成了自己独具特色的产品品牌，再加上万科住宅产业化的进程加快，万科的产品可以不断地复制。因此不用在更新工厂设备上花大额的资本。

### (12) 公司销售毛利率

普尔蒂									
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
销售毛利率	5.70%	7.54%	8.29%	9.00%	9.62%	10.64%	13.16%	14.99%	8.03%

1998 年到 2005 年，普尔蒂的销售毛利率保持增长的态势，2006 年有点回落。

万科										
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
销售毛利率	23.37%	26.51%	24.95%	22.92%	43.92%	24.09%	27.29%	34.80%	83.92%	41.99%

在过去的十年中，万科的销售毛利率存在一定的周期性。

## 2. 价格分析

### 普尔蒂

#### (1) 最初回报率及政府债券相关价值

普尔蒂公司在 2006 年的每股收益是 2.67 美元。用 2.67 除以 2006 年的长期政府债券率（约为 8%），得到的相关价值为每股 33.37 美元。这就是说，如果你以 33.37 美元的价格购买普尔蒂公司的股票，你得到的回报率相当于政府债券的利率。

如果你可以以 33.37 美元左右的价格购买普尔蒂公司的股票，那么你是选择每股价值 33.37 美元，8% 的稳定利率的政府债券？还是选

择普尔蒂公司预测年增长率为 27.16% 的股本或债券？

(2) 把普尔蒂公司当作股本或债券

2006 年，普尔蒂公司的每股股本价值是 24.6 美元。如果公司在未来十年都能够保持 18.66% 的年平均股本回报率，我们预测它能够保留 60% 的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年 11.19% 的速度增长，到 2016 年每股价值为 107.11 美元。如果 2016 年的每股股本价值是 107.11 美元，普尔蒂的股本回报率仍为 18.66%，那么普尔蒂的每股收益应为 19.98 美元。

(3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果普尔蒂公司每股收益每年继续以 27.16% 的速度增长，假如普尔蒂继续保留 60% 的收益，其余 40% 以股息的方式分配出去，未来十年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益(美元)	每股股息(美元)
2007	3.39	1.35
2008	4.31	1.72
2009	5.48	2.19
2010	6.96	2.78
2011	8.85	3.54
2012	11.25	4.5
2013	14.3	5.72
2014	18.18	7.27
2015	23.11	9.2
2016	29.38	11.75
		50.02

这就是说，普尔蒂在 2017 年的每股收益为 29.38 美元。如果普尔蒂以过去平均市盈率 10.8 美元进行交易，股票的市场价格则为 317.3 美元。加上 50.02 美元的税前股息，税前总收益增至每股 367.32 美元。这相当于 31.04% 的税前年组合回报率。

## 万科

(1) 最初回报率及政府债券相关价值

2007 年万科的每股收益是 0.72 元。用 0.72 除以 2007 年的长期政府债券率（约为 4.68%），得到的相关价值为 15.38 元。这就是说如果你以每股 15.38 元的价格购买万科公司的股票，你得到的回报率相当



于政府债券的利率。2007年，你有机会以6元的价格购买万科的股票。那么你的最初回报率是12%。

万科过去10年的每股收益增长率表明每股收益是以6.92%的年组合回报率增长的。因此，你更希望拥有每股价值15.38元，4.68%的稳定利率的政府债券？还是万科12%的最初回报率的股本或债券，并附有一张预测年增长率6.92%的利息单？

#### (2) 把万科当作股本或债券

2007年，万科的每股股本价值是3.06元。如果公司在未来10年能够保持14.14%的年平均股本回报率，我们预测它能够保留60%的股本回报率，那么每股股本价值应该以每年8.48%的速度增长，到2017年每股价值为6.88元。

#### (3) 利用历史每股收益年增长率来预测年组合利润

如果每股收益每年继续以43.36%的速度增长，假如万科继续保留60%的收益，其余40%以股息的方式分配出去，未来十年的每股收益和股息分配如下表：

年份	每股收益(元)	股息(元)
2008	1.03	0.41
2009	1.47	0.58
2010	2.10	0.84
2011	3.01	1.20
2012	4.31	1.72
2013	6.17	2.46
2014	8.84	3.53
2015	12.67	5.06
2016	18.16	7.26
2017	26.03	10.41
		33.47

这就是说，万科在2017年的每股收益为26.03元。如果万科以过去平均市盈率14.82元进行交易，股票的市场价格则为385.76元。加上33.47元的税前股息，税前总收益增至每股419.23元。这相当于63.55%的税前年组合回报率。

#### 4. 结论分析

2008年，你有机会以每股5.9元的价格买入万科的股票。从表中可知，2008年万科的每股收益为1.03元。如果你以每股5.9元的价格



千万别

学

巴菲特

QIANWAN BIEXUE BUFFETT

购买了万科的股票，那么你的最初回报率则为 17.45%，并附有一张预测年增长率 43.36% 的利息单。十年之后，预测万科的每股税前总收益增至 419.23 元，这相当于在未来九年，你将有 60.59% 的税前年组合回报率。

## 参 考 文 献

1. 本杰明·格雷厄姆.格雷厄姆投资指南. 江苏人民出版社, 2001年.
2. 本杰明·格雷厄姆.证券分析. 海南出版社, 2004.
3. 安德·基尔帕特里克.投资圣经——巴菲特的真实故事. 民主与建设出版社, 2004.
4. Janes O' Loughlin. 真正的沃伦·巴菲特. 经济出版社, 2000.
5. John Reese. Todd Glassman. 大赢家: 华尔街9位最成功投资者的投资策略. 中国青年出版社, 2003.
6. 中国证券业协会.证券投资分析. 中国财政经济出版社, 2006.
7. Andrew Smithers. 华尔街价值投资. 海南出版社, 2001.
8. 约翰 R 诺夫辛格.投资心理学. 中信出版社, 2002.
9. 吉姆·罗杰斯.普通商品投资. 天津出版社, 2006.
10. Bodie·Z.投资学. 机械工业出版社, 2005.
11. Leopold A·Bernstein John J·Wild.财务报表分析. 北京大学出版社, 2001.
12. 中国注册会计师协会.财务成本管理. 经济科学出版社, 2006.
13. 中国上市公司 2001、2002、2003、2004、2005 年度审计报告.
14. 中国上市公司 2001、2002、2003、2004、2005、2006 年度公告信息.
15. Ball,R,P.Brown.Anempiricalevaluationofaccountingincomenumbers. JournalofAccountingRe-search, 1968(Autumn). 159-178.
16. Beaver,Dukes.Interperiodtaxallocation,earningsexpectation,andthe behaviorofsecurityprices.TheAccountingReview, 1972(April). 320-333.
17. Bernard, V.L., T.L.Stober.The natureand amountof informationincash flowsandaccruals.TheAccountingReview.1989(October):624-652.



千万别

学

巴菲特

QIANWAN BIEXUE BUFFETT

18. Feltham, Gerald A., James A. Ohlson. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 1995 (Spring). 216-230.

19. Livnat, J., P. Zarowin. The Incremental Information Content of Cash-flow Components. *Journal of Accounting and Economics*, 1990 (13). 25-46.

## 后记

专注一件事情，并不容易。那么一辈子专注一件事情呢？

那个慈祥的“奥马哈老者”，自孩童时代起，就专注他深爱的价值投资事业，终生不悔、不离、不弃，终成一代“股神”。

最新的巴菲特钦定的官方传记《滚雪球：沃伦·巴菲特和他的财富人生》首次披露了“股神”价值投资路上很多不为人知的生活细节——

年轻的巴菲特为了钻研投资“奥秘”，在家里享有“把自己整天禁闭在书房”的特权；小女儿从楼梯上摔下来，他竟然视而不见，侧身而过；儿女们的生日 party，竟变成了他调研的好机会；热爱音乐的美丽太太因为他的“冷遇”而离家出走、与人私奔……

中国古人创造了一个非常好、但是经常被人误解的成语：呆若木鸡。

春秋时期，训练斗鸡的行家——纪涓子为周宣王驯养斗鸡。过了十天周宣王问：“鸡驯好了吗？”纪涓子回答说：“不行，正虚浮骄矜自恃意气哩。”十天后周宣王又问，回答说：“不行，还是听见响声就叫，看见影子就跳。”十天后周宣王又问，回答说：“还是那么顾看迅疾，意气强盛。”又过了十天周宣王问，回答说：“差不多了。别的鸡即使打鸣，它已不会有什么变化，看上去像木鸡一样，它的德行真可说是完备了，别的鸡没有敢于应战的，掉头就逃跑了。”

可见，专注的力量，有时候是无法想象的。

沃尔玛专注零售、麦当劳专注汉堡包、比尔·盖茨专注视窗、巴菲特专注投资，无论企业，还是个人，专注都会得到上帝的“恩赐”。

遗憾的是，中国是一个出商人而不出企业家的国度，多“能人”、“天才”而少专家、大师的社会，似乎人人都在追逐商机，期盼一夜致富，结果往往适得其反。

高兴的是，吾国神眷，吾民高智，适应环境和学习能力超强，科学意识、专业精神虽深植心底，但也缓缓生根、发芽。专业精神也在



各个领域慢慢地得到认识和重视，虽然这个过程会有诸多波折，也会有反复，甚至有抵触，但毕竟我们开始出发了。

17年证券从业经历，让我见证了中国证券市场的无序与疯狂，曾经彻底绝望，曾经发誓远离，甚至为了“防污染”而移居加拿大。但每每夜半梦醒、清灯孤坐之时，又分明发觉自己和中国股市已是融为一体，“无我相、无他相、无众生相”矣。

回归中国股市，不仅仅是热爱，更因为喧哗投机之地，不知不觉中竟产生了卓尔不群的价值投资的“夏日莲花”。不是一个，而是一群顽强的价值投资者在中国证券市场“破土而出”——林先生、段永平、廖黎辉、但先生、应玉明，还有不知名的荷伯，他们就像百晓生兵器排行榜上的“武林高手”一样，让我深深地感动和景仰。

五·四文化斗士鲁迅言：“世上本没有路，走的人多了，也便成了路”。价值投资的路在中国一定不好走，先行者们必须要承受苦痛、刁难与误解，甚至还要接受来自于同一阵营的苛刻的、审视的眼光。显然，批评者并不比被批评者高明，实际上他们只能望其项背。

本书作者在文中诸多评价上述高人们的言论，可能并不完全客观，也不完全准确，但诚诚一片讨教之心，诚望谅解。

其实，本书作者自己也很难说对价值投资有很周全的理解，对很多问题也仅仅触其表层而已，但笔者本意仅在于兴起一股批评与发展价值投资的氛围，并发自内心地希望同道们指正。

本书由我的研究生赵鹏承担了巴菲特价值投资理念中国本土化诠释部分的写作，我的研究生周海娟、李凌涛承担了比较分析部分的资料收集、写作方面的任务，同事谢妍、姚大鹏负责价值投资指标部分。还有，我的学生们帮忙打字，身边亲友的大力鼓舞和默默支持，其作用必不可少、功不可没。可以说，这本书是集体智慧的结晶。

伟大的“管理学大师的大师”德鲁克告诫世人：“每一个人都必须携带自己的开山刀”。我想，中国的价值投资者们的开山刀就是不间断地强化我们对于价值投资的专业精神。

但是，诚实地说，我们的科学意识、专业精神还远远不够。

幸而围棋界传奇人士吴清源老先生在前几年中国围棋低潮时告诫中国年轻棋士们，留下了宝贵的六字真言：“不要急、慢慢来”。

所以，在未来求索价值投资“耶和法杖”的旅途中，我们只能更勤勉、更专注，倾注更多的专业精神，就像古老而历久弥新的希波

拉底誓言 (The Hippocratic Oath) 向世人公示的四条戒律或者说专业精神所说的：

对知识传授者心存感激；

为服务对象谋利益，做自己有能力做的事；

绝不利用职业便利做缺德乃至违法的事情；

严格保守秘密，即尊重个人隐私、谨护商业秘密。

逸人

2009年2月于海南



## 一本助你全面、快速掌握巴菲特投资绝招的发财秘笈

国人勤奋好学，但是在证券市场为什么还是输多赢少呢？

与盖茨等人凭着无人能及的发明创造致富不一样，巴菲特没有遗产继承、没有尖端发明，仅凭100美元起家，在证券市场里淘金，赚得了天文数字般的620亿美金！  
很多人想学巴菲特，但不得其门而入。

林园等人从8000元做到20亿，堪称奇迹。中美的市场环境、投资者构成迥然不同，当然不能照搬，但还是有办法复制巴菲特的成功经验。

在麻烦中赚钱，在痛苦中成长。本书作者在国内证券研究所、权威杂志报社从事研究工作多年，而后又到国外专门研习价值投资，并参与实际操作，在多年投资实践巨大成功的喜悦和惨痛失败的教训中咀嚼，在国际、国内证券市场的反复比较中悟道——终得价值投资真谛！

不要畏惧权威，中国人研习价值投资确实有很多误区，包括很多成功人士。不搞清楚这一点你的成功永远是一种偶然。本书作者就像那个《皇帝的新装》里的诚实小孩一样，只是说出了真相而已。

更难得的是，书中试图从财务角度将中美“巴菲特概念股”进行针对性极强的比较分析，比起那些摘摘抄抄的所谓“巴菲特书”更具实用价值。

这是一本你不得不读的国内比较价值投资分析力作！

ISBN 978-7-80760-355-9



9 787807 603559 >

定价：39.00元