

巴菲特教你读财报

Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements

Mary Buffett

David Clark

Version 1.0.1, last revised on 2014-06-22.

摘要

(Buffett & Clark, 2008) 及其中文版(巴菲特 & 克拉克, 2009.4)的内容摘要。

中文导读

- **想知道股票值多少钱：首先要知道公司值多少钱。**

巴菲特“用 40 美分购买价值 1 美元的股票。”价值投资的前提是估算股票价值的多少。

巴菲特说：“我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但这也只限于一个价值区间，而决非那些貌似精确实为谬误的数字。”

买股票就是买公司。要知道一家公司值多少钱，就要知道内在价值的定义和估算方法。

- **巴菲特简单有效的估值方法：像估算债券一样估算股票价值。**

内在价值就是一家企业在余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。债券有一个息票（coupon）和到期日，从而可以确定未来现金流。而对于股票投资，投资分析师则必须自己估计未来的“息票”。管理人员的能力对债券息票的影响，仅限于会导致暂停支付债券利息的方面；股份公司管理人员的能力则对股权的“息票”有巨大的影响。

在巴菲特看来，股票就是利息不固定的债券而已。

预测公司未来几年的利润很难，一个很笨却很有用的方法就是放弃那些盈利很不稳定、很难预测的公司，只寻求未来现金流量十分稳定、十分容易预测的公司，这类公司有三个特点：一是业务简单且稳定，二是有持续竞争优势，三是盈利持续稳定。

巴菲特用来防止错误估计未来现金流量的、非常保守却非常可靠的方法：“第一，我们努力固守我们相信可以了解的公司。这意味着这些公司的业务本身通常具有相当简单且稳定的特点，如果企业很复杂，而产业环境也不断在变化，那么我们实在是没有足够的聪明才

智去预测其未来现金流量。对于大多数投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们真正明白自己到底不知道什么。第二，也是同等重要的，我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。我们相信这一安全边际原则是成功投资的基石。”——既然这些公司的盈利像债券一样稳定，我们就可以用类似于债券的简单估值方法进行估值。这正是巴菲特选股的秘诀。

- **巴菲特的选股秘诀：寻找利息持续增长的“股权债券”。**

巴菲特只选择那些具有持续性竞争优势（durable competitive advantage）的公司，这类公司的股票相当于一种股权债券（equity bond），公司的税前利润相当于债券所支付的利息。股权债券所支付的利息稳定，但并不是固定的，而是年复一年地保持增长态势，股权债券的内在价值自然也不断攀升，最终推动公司股价在长期内持续增长。

巴菲特知道，如果他买入一家具有持续性竞争优势的公司，随着时间的推移，股票市场最终会重估公司的股权债券，其市场价值大约等于每股盈利除以长期公司债券利率，所以最终决定长期投资实际经济价值的就是长期利率。

$$\text{股票价值} = \frac{\text{每股盈利}}{\text{长期公司债券利率}}$$

换言之

$$\text{股权债券的（税后）利息率} = \frac{\text{每股盈利}}{\text{股票价值}} = \frac{1}{\text{市盈率}}。$$

- **分析股票的前提是分析财务报表。**

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

“你必须了解财务会计，并且要懂得其微妙之处。”

“当经理们想要向你解释清楚企业的实际情况时，可以通过会计报表的规定来进行。当他们想弄虚作假时，同样也能通过报表的规定来进行。如果你不能辨认出其中的差别，那么你就不必在资产管理行业中混下去了。”

- **分析财务报表其实很简单。**

寻找具有持久竞争优势，能够保持盈利持续增长的优秀企业，以低于价值的价格买入。

1. 如何辨别一家公司是不是具有持久竞争优势的优质企业？
2. 如何估算这家具有持久竞争优势的优秀公司值多少钱？

其实分析财务报表很简单。第一，只用小学算术。第二，只需看几个关键指标。第三，只需分析那些业务相当简单，报表也相当简单的公司。

第一部分 导读：损益表（Income Statement）

巴菲特在分析公司持久竞争优势时，总是先从公司的损益表开始。他通过分析企业的损益表，能够看出这个企业是否能够创造利润，是否具有持久竞争力。他主要关注以下 8 个指标：

1. 毛利率（gross margin）：只有具备某种可持续性竞争优势的公司才能在长期运营中一直保持盈利，尤其是**毛利率在 40% 及以上的公司**，我们应该查找公司在**过去 10 年的年毛利率**，以确保是否具有“持续性”。
2. 销售费用及一般管理费用（selling, general and administrative expenses, SGA）占销售收入的比例：**销售费用及一般管理费用**越少越好，其**占销售毛利的比例保持在 30% 以下**最好。
3. 研发开支（research and development expense）：回避那些必须经常花费巨额研发开支的公司，尤其是高科技公司。巨额研发一旦失败，其长期经营前景将受到很大影响，这意味着公司业务未来长期并不稳定，持续性不强。
4. 折旧费用（depreciation expense）：那些具有可持续性竞争优势的公司相对于那些陷入过度竞争困境的公司而言，其折旧费占毛利润的比例较低。
5. 利息费用（interest expense）：具有可持续性竞争优势的公司几乎不需要支付利息，甚至没有任何利息支出。在消费品类领域，具有持续竞争优势的公司，其**利息支出均小于其营业利润（operating profit）的 15%**。
6. 税前利润：税前利润使得巴菲特能在同等条件下将一家公司或投资与另一项投资进行比较，税前利润也是他计算投资回报率常用的一个指标。
7. 净利润：净利润是否能保持长期增长态势；净利润占总收入的比例是否明显高于它们的竞争对手；**净利润是否一直保持在总收入的 20% 以上**。
8. 每股收益：巴菲特所寻找的是那些**每股收益连续 10 年或者 10 年以上都表现出持续上涨态势**的公司。

第二部分 导读：资产负债表（Balance Sheet）

巴菲特分析资产负债表，主要关注以下指标：

1. 现金和现金等价物：最理想的状况是，有大量的现金库存而几乎没有什么债务，并且没有出售股份或资产，同时公司过去一直保持盈利。
2. 存货：对于制造类企业，要查看其库存增长的同时净利润是否相应增长。存货在某些年份迅速增加，而其后又迅速减少的制造类公司，它很可能处于高度竞争、时而繁荣时而衰退的行业，其中没有任何一家公司能让人变得富有。
3. 应收账款（accounts receivable）：如果一家公司持续显示出比其竞争对手更低的应收账款占总销售的比率，那么它很可能具有某种相对竞争优势。

4. 流动比率（current ratio）：很多具有持续性竞争优势的公司，其流动比率都小于 1，大大异于传统的流动比率指标评判标准。原因是它们的盈利能力足够强劲，融资能力强大，能够轻松自如地用盈利或融资来偿还其流动负债。
5. 房产、厂房和机器设备（property, plant, and equipment）：优秀公司的产品经常稳定不变，无需为保持竞争力而耗费巨额资金去更新厂房和设备。
6. 无形资产（intangible assets）：资产负债表之外的无形资产就是优秀公司的持续性竞争优势，以及由此产生的长期盈利能力。
7. 资产回报率（return on average assets）：大多数分析师认为资产回报率越高越好，但巴菲特却发现过高的资产回报率可能暗示这个公司的竞争优势在持续性方面是脆弱的，因为资本通常是进入一个行业的屏障，进入一个行业的相对成本较低会使得现有企业的竞争优势在持续性方面相对较弱。
8. 短期贷款：当投资与金融机构时，巴菲特通常回避那些短期贷款比长期贷款多的公司。
9. 长期贷款：那些具有持续性竞争优势的公司通常负担很少的长期贷款，或压根没有长期贷款。这是因为这些公司具有超强的盈利能力，当需要扩大生产规模或进行企业并购时，它们完全有能力自我融资。一般而言，它们有充足的盈余在 3-4 年时间内偿还所有长期债务。
10. 债务股权比率（total debt-to-equity ratio）：越是好公司，盈利能力越强，股东权益较高，总债务较低。除非我们是在寻找金融机构，债务股权比率低于 0.80 较好，越低越好。
11. 留存收益（retained earnings）：公司留存收益的增长率是判断公司是否得益于某种持续性竞争优势的一项好指标。
12. 库存股票（treasury stock）：如果资产负债表上出现了库存股票，表明公司曾经回购股票，那么这家公司很可能具有一种与之有利的持续性竞争优势。但中国法律规定回购股份必须注销，因此资产负债表中没有库存股票。
13. 股东权益回报率（return on equity）：那些受益于某种持续性或长期竞争优势的公司往往有较高的股东权益回报率。
14. 财务杠杆（financial leverage）：巴菲特会尽量避开那些靠使用大量杠杆来获取利润的公司。

第三部分 导读：现金流量表（Cash Flow Statement）

巴菲特分析现金流量表时最关注两个指标：

1. 资本开支。我们可以简单地将公司 10 年来的累计资本开支与该公司同期的累积净利润进行比较，以真实地反映公司的长期发展前景。经验告诉我们，那些具有持续性竞争优势的公司，其资本开支占净利润的比率都非常小。如果一家公司将净利润用于资本开支的比例一直都保持在 50% 之下，那么你可以把它列入具有持续竞争优势公司的候选者名单。如果该比例保持低于 25% 的水平，那这家公司就很可能具有与之有利的持续性竞争优势。

2. 回购股票。如果一家公司每年都进行股票回购，那么很可能这是一家具有持续性竞争优势的公司，因为只有这样的公司才有充裕的资金从事股票回购。

第四部分 导读：衡量具有持续性竞争优势公司的价值

巴菲特选股的秘诀是：只选择买入那些具有持续性竞争优势的公司。这类公司的股票相当于一种股权债券，公司的税前利润就是债券所支付的息票利率。

估算股票的市场价值的简单方法是，用每股盈利除以长期公司债券利率。

巴菲特非常重视买入价格的高低，因为你支付的成本价将直接影响你的投资回报率。最好是在熊市中开始买入。尽管相比于其他的“熊市便宜货”，它们的价格似乎仍然偏高，但从长远来看，它们绝对是不错的买卖。非熊市时期也有买入机会。巴菲特曾说，当一家优质公司面临一个偶然的、可解决的困难时，一个完美的买入契机就从天而降。但在牛市的高点，再好的公司也不要买入。

巴菲特强调要长期持有，如果一家公司一直保持其竞争优势，那你就不要卖出它们任何一家。但在三种情况下，卖出也是有利的选择。第一种情况是当你需要资金投资于一个更优秀的、价格更便宜的公司时。第二种是当这个公司看起来将要失去其持续性竞争优势的时候。第三种情况在牛市期间股价远远超过了其长期内在经济价值时——**当我们看到这些优质公司达到 40 倍甚至更高的市盈率时，就到该卖出的时候了。**

术语对照

A

AAA 级 (AAA rating)

应收账款 (accounts receivable)。较高额度的应收账款是件好事情，但大量现金收款更让人心情畅快。

累积折旧 (accumulated depreciation)

待摊费用 (amortization)

资产 (asset)。资产雄厚是件好事情，如果公司持有大量资产并能利用其资产创造巨额收益，那将是更令人喜悦的事情。

B

资产负债表 (balance sheet)

债券 (bond)。具有持续性竞争优势的企业不会发行大量债券，因为它们根本无需多少借款。企业债务负担不重是一个好的征兆。

账面价值 (book value)。公司账面价值在增加是件好事情，反之则很糟糕。

C

资本开支 (capital expenditure)。具有持续性竞争优势的公司，其资产开支会很小。

现金流 (cash flow)

普通股 (common stock)

竞争优势 (competitive advantage)

销售成本 (cost of goods sold)。销售成本相对于收入的比例越低越好。

流动资产 (current asset)

流动负债 (current liabilities)

流动比率 (current ratio)。流动比率在寻找具有持续性竞争优势公司方面作用甚微。

D

折旧 (depreciation)

持续性竞争优势 (durable competitive advantage)

E, F, G

息税折旧摊销前利润 (EBITDA)。盈利很低的公司很喜欢这个指标。但巴菲特认为这一指标十分拙劣，当你听见管理层谈及使用这一指标时，说明该公司根本不具有持续性竞争优势。

财务报表 (financial statement)

商誉 (goodwill)

毛利润率 (gross margin)。该指标越高越好。具有持续性竞争优势的公司，其毛利润率通常较高。

毛利润 (gross profit)。最好将毛利润与其他数据配套使用。

I

损益表 (income statement)。单独一年的损益表不能告知我们多少信息。我们需要找出公司在过去 5-10 年期间的损益表，这样才能找到具有持续性竞争优势的公司。

无形资产 (intangible assets)

利息支出 (interest expense)。不具有长期竞争优势的企业，其利息支出通常较高，因为它们持有大量的债务。而具有持续性竞争优势的公司的债务负担较轻，因此也无需支付很多利息。

存货 (inventory)。倘若一家公司的销售在减少而存货在增加的话，你就要小心了。

L, M, N, O

杠杆 (leverage)。公司长期杠杆越多，通常意味着该公司不具备持续性竞争优势。

负债 (liabilities)。负债不是值得炫耀的东西，它越少越好。

长期债务 (long-term debt)。具有持续性竞争优势的公司，其长期债务一般较少，甚至没有。

平庸企业 (mediocre business)

净收益 (net income)。净收益越高越好。如果公司净收益能一直保持高水平状态，那么它很可能是一家具有持续性竞争优势的企业。

营业费用 (operating expenses)。该费用越少越好。

营业利润 (operating profit)

流通股 (outstanding shares)：投资者持有的普通股，它不包括库存股票，但包括公司管理层和内部人员所持有的限制股。如果公司的流通股数量在几年时间内大幅增加，但其盈利却未提高的话，通常意味着公司在发行出售新股票以补充资本，试图掩饰其平庸的业绩。巴菲特对这类公司避而远之。

P, R

优先股 (preferred stock)。具有持续性竞争优势的公司一般没有优先股。

预付账款 (prepaid expense)

研发费 (research and development expense)。具有持续性竞争优势的公司，其研发费一般很少。

留存收益 (retained earnings)。公司留存收益的持续增加是具有持续竞争优势的表象之一。

每股收益 (return on equity)。巴菲特寻找具有持续性竞争优势公司的重要指标之一。每股收益越多越好。

收入 (revenues)。收入是一切财富的源头，但它不是评价企业的唯一指标。

S, T, U

SGA 成本。SGA 成本越低越好。

所有者权益 (shareholders' equity)

库存股票 (treasury shares/treasury stock)。如果公司拥有库存股票，说明其可能是一家具有持续竞争优势的公司。

被低估公司 (undervalued company)

Introduction: Chapter 1-6

在 19 世纪末和 20 世纪初，债券投资分析家们关注企业的偿债能力与盈利能力。华尔街之父、巴菲特的导师本杰明·格雷厄姆在其股票分析中就沿用了债券投资的分析方法。

但是，格雷厄姆从来不会将在同行中具有长期竞争优势的公司与其他平庸之辈区别对待。他只关心公司是否有足够的盈利能力助其渡过经济难关，逆转股价直线下降的局势。他更不会将公司股票持有 10 年，甚至 20 年的时间，只要手中的股票两年内没有起色，他就会毅然抛掉。

与他的导师不同，沃伦发现具有长期相对竞争优势的公司是创造财富的巨大原动力。他认识到，持有这些优秀公司股票的时间越长，你就会越富有。格雷厄姆也许会认为这些超级公司的股价都过高，但沃伦觉得根本没有必要等到“大削价”的时候才进场，只要支付的价格合理，他同样可以从那些优质公司身上赚个盆满钵满。

本书出版的目的是为了帮助你跳出过时的格雷厄姆价值模型，探讨巴菲特的两大发现——**如何辨别具有持久竞争优势的优质企业？如何估算具有持久竞争优势的优质企业的价值？**

本杰明·格雷厄姆发现华尔街基金经理们在大量买卖股票时，根本不考虑公司的长期经济运行状况，而只关注股票价格在短期内是上涨还是下跌。疯狂的投机行为会将股票价格推到非常荒唐可笑的地步，也会将股票价格打压到非常低的价位。

当格雷厄姆在 30 年代后期开始实践价值投资时，他着重寻找那些交易价格比其公司库存现金一半都少的公司（“用 50 美分买 1 美元”）。他还从不买市盈率超过 10 倍的股票，并在当一只股票价格涨幅超过 50% 时就卖出。如果股票价格在两年内没有上涨，他也会坚决卖出。

巴菲特通过阅读成千上万份公司财务报表，发现格雷厄姆投资法存在着一些问题。

首先，并不是所有“格雷厄姆式”的低估值公司都会实现价值重估上涨，某些公司甚至以破产告终。不是所有投资都能“百发百中”，亏损的部分也可能超过所有的盈利。格雷厄姆试图通过分散化投资组合以规避这种不利局面，有时这些组合中含有 100 种以上的公司股票。此外，格雷厄姆还采用了一种策略，即坚决地处理掉两年内没有上涨的股票。但当最后期限来临时，大部分“低估股票”仍停留在低估状态。

巴菲特发现，他和格雷厄姆买入的股票按格雷厄姆的“50% 收益法则”卖出后，其中很多股票在随后几年内还继续保持着上涨势头。他发现这些公司的股票价格攀升到远远高于格雷厄姆抛售时的价位。

巴菲特决定对这些“超级明星股”的经济动力进行进一步探究。巴菲特了解到，所有“超级明星股”都得益于某种竞争优势，这些优势为它们带来类似垄断的经济地位，使其产品能要价更高或者增加销售量。在这一过程中，它们能比竞争对手赚取更多的利润。

巴菲特同样认识到，如果一个公司的竞争优势能在很长一段时间内持续不变——竞争优势具有稳定持续性，那么公司价值会一直保持增长。既然公司价值会保持增长，通过价值投资者或投机者，或者二者的综合参与，终有一天，华尔街会认识到这些股票价值被严重低估，并推动其股票价格反转上升。

巴菲特还发现了另外一种更神奇的东西。由于这些公司具有难以置信的长期经济优势，所以它们几乎不太可能濒临破产边缘。这意味着华尔街的投机者把这些股票的价格压得越低，巴菲特买进这些股票后亏损的风险就越小。

所有这些完全推翻了华尔街的一句格言：要获得更多的利润，你不得不加大你所能承受的风险。巴菲特发现了投资的圣杯，他找到了一种使风险最小化，却能带来潜在收益增长的投资。

令事情更简单的是，巴菲特认识到他不再需要等待华尔街提供一个便宜的价格。如果他决定投资足够长的时间，他就可以为这些超级公司的股票支付一个公平合理的价格，并且一直持有。

他发现如果进行长线投资，绝不卖掉这些股票的话，他还可以有效地将资本利得税推延至遥远的将来，只要一直持有，他的投资就能以复利率速度增长，并且免税。

这些顶级公司不外乎三种基本商业模式：要么是某种特别商品的卖方，要么是某种特别服务的卖方，要么是大众有持续需求的商品或者服务的卖方与低成本买方的统一体。

提供某种特别的商品：通过客户需求和调研、客户经验管理和广告推动效应，生产商把他们的产品理念灌输进我们的脑海中。

提供某种特别的服务：这些公司是以整个机构树立服务品牌，而不是以单个的服务人员为主。提供特别服务的公司盈利模式简单易懂。它无需化费大量资金来重新设计产品，也无需建造生产厂房和存储仓库。只要获得良好的口碑，提供特别服务的公司可以比销售一般产品的公司获得更多的利润。

大众有持续需求的商品或服务的卖方与低成本买方的统一体：大宗交易可以创造丰厚的利润，薄利多销所增加的收益远远高于单价折扣所承受的损失。关键的一点在于，它既是低成本卖家，也是低成本买家。正因如此，你的利润空间可以高于竞争对手。

产品的一致性为公司创造了稳定的利润。如果公司无需频繁更换产品，它就不必在研发方面花费几百万资金，也不必投入几十亿的资本去更新厂房设备。同时，公司不必承担繁重的债务，也不必支付高额的利息，最终可以节约一大笔钱，用以拓展公司业务或者回购公司股票。

这个公司是否保持着较高的毛利率？是否一直承担较少的债务，甚至没有债务？是否从来无需在研发方面耗费大量资金？其盈利是否保持稳定，或者持续稳定地增长？财务报表所表现出的“持续性”可以让巴菲特了解这个公司竞争优势的“持久性”。利润的稳定性和发展趋势尤其重要。

Part I The Income Statement (损益表)

我们应该查看公司在过去 10 年的损益表，以确保各指标具有“持续性”

名称	说明	
Revenue (总收入)		
- Cost of Goods Sold (销售成本)	了解其构成内容	
= Gross Profit (毛利润)	Gross Profit/Revenue 的意义—— 具持续性竞争优势: $\geq 40\%$; 高度竞争: $< 40\%$; 过度竞争: $\leq 20\%$ 。	
- Operating Expenses (营业费用)	Selling, General, and Administrative (销售费用及一般管理费用)	SGA/Gross Profit 各公司迥异，越少越好。通常: 30%-80%; 很好: $\leq 30\%$
	Research and Development (研发费)	避免巨额研发费，R&D/Gross Profit 越小越好，为零最好。
	Depreciation and Amortization (折旧摊销费)	具持续性竞争优势: D&A/Gross Profit 较低。
= Operating Profit (营业利润)		
- Interest Expense (利息)	Interest Expense/Operating Profit 各行业迥异，越少越好；可用来真实反映一家公司的经济危机水平。 消费品领域具持续性竞争优势: $< 15\%$	
+ Gain (Loss) on Sale of Assets (出售资产收益/损失)	偶然性因素，在用利润指标确定公司是否具有持续性竞争优势时，应排除在外。	
- Other (其他)		
= Income Before Tax (税前利润)	使得不同投资能互相比较，也是巴菲特价值投资理论的基石：股票 = 权益债券。	
- Income Taxes Paid (应缴所得税)	美国公司税约为 35%。	
= Net Earnings (净利润)	Net Earnings/Total Revenue 的意义—— 长期相对竞争优势: $\geq 20\%$; 高度竞争: $< 10\%$; 待发掘的公司: $\geq 10\%, < 20\%$ 。	

损益表包括三个基本要素：企业的营业收入，需要从收入中扣除的支出，损益情况。

那些顶级分析大师，只是单纯地关注一个企业是否创造利润，而很少甚至根本没有分析这个企业的长期升值能力。格雷厄姆不在乎这个企业是否具有强劲的经济动力，是否是一家出类拔萃的优质企业，或者是否拥有成千上万普通企业梦寐以求的发展态势。如果格雷厄姆认为某只股票的价格足够便宜，即使这家公司业绩平平，他也可能会买进它。据巴菲特观察，世界上所有企业分为两类：一类是相对其竞争对手而言拥有持久竞争优势的企业。如果投资者以一个合理的价格购买这类企业的股票并长期持有，他将变得腰缠万贯。另一种类型的企业，是那些在竞争市场上苦苦奋斗了若干年，但仍旧碌碌无为的普通企业。做长线的投资者若持有这类企业的股票，他们的财富将日益萎缩。

企业能否盈利仅仅是一方面，还应该分析该企业获得利润的方式，它是否需要靠大量研发以保持竞争力，是否需要通过财务杠杆以获取利润。通过从损益表中挖掘的这些信息，可以判断这个企业的经济增长原动力。对于巴菲特来说，利润的来源比利润本身更具有意义。

- **总收入 (revenue)**。当巴菲特浏览了一家企业的总收入之后，他就会花大量时间研究各种成本费用。因为巴菲特知道，发财致富的秘诀之一，就是减少开支。
- **销售成本 (cost of goods sold)**。销售成本可以是一个公司其销售产品的进货成本，也可以是制造此产品的材料成本和劳动力成本。我们应该准确调查出这个公司在计算销售成本或者说收入成本时所包含的内容，据此，我们就能清楚地了解管理层是如何进行企业管理的。

尽管产品销售成本就其数字本身并不能告诉我们公司是否具有持久的竞争力优势，但它却可以告诉我们公司的毛利润大小。毛利润指标相当关键，因为它能够帮助巴菲特判断公司是否具有长期竞争优势。

- **毛利润 (gross profit)**。毛利润的金额是总收入减去产品所消耗的原材料成本和制造产品所耗费的劳动力成本。它不包括销售和管理费用、折旧费用、企业运营的利息成本。

巴菲特的观点是：只有具备某种可持续性竞争优势的公司，才能在长期运营中一直保持赢利。他发现，比起缺乏长期竞争力的公司，那些拥有良好长期经济原动力和竞争优势的公司往往具有持续较高的毛利率。

公司	毛利率
可口可乐公司 (The Coca-Cola Company)	60%
穆迪公司 (Moody's Corporation)	73%
伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司 (Burlington Northern Sata Fe, LLC)	61%
箭牌公司 (Wm. Wrigley Jr. Company)	51%
美国航空公司 (United Airlines)	14%
通用汽车制造公司 (General Motors)	21%
美国钢铁公司 (U.S. Steel)	17%

固特异轮胎公司 (Goodyear Tire)	20%
微软公司 (Microsoft)	79%
苹果公司 (Apple Inc.)	33%

公司的可持续性竞争优势能够创造高毛利率，因为这种竞争优势可以让企业对其产品或服务进行自由定价，让售价远远高于产品成本。倘若缺乏持续竞争优势，公司只能通过降低产品及服务价格来保持竞争力。如此一来，公司的毛利率以及盈利能力理所当然会下降。

通用规则（当然也有例外）：**毛利率在 40% 及以上的公司，一般都具有某种可持续性竞争优势；而毛利率低于 40% 的公司，则一般都处于高度竞争的行业，因为竞争会削弱行业总利润率。如果一个行业的毛利率低于 20%（含 20%），显然说明这个行业存在着过度竞争。**在此类行业中，没有一家公司能在同行竞争中创造出可持续性的竞争优势。

毛利率较高的公司也有可能误入歧途，并且丧失其长期竞争优势，一是过高的研究费用，其次是过高的销售和管理费用，还有就是过高的债务利息支出。

- **营业费用 (operating expenses)。**

- **销售费用及一般费用 (selling, general, and administrative expenses)。**对不同的公司而言，这些费用占毛利润的比例相差迥异，甚至在具有持续性竞争优势的公司之间，比例也不尽相同。那些处在高度竞争行业，从而缺乏持续竞争优势的公司，销售费用及一般管理费用比例也显示出巨大的不同。

公司	SGA/Gross Profit (consistently)
可口可乐公司	59%
穆迪公司	25%
宝洁公司 (Procter & Gamble)	61%
通用汽车公司	28%-83%
福特公司	89%-780%

在寻找具有持续竞争优势的公司过程中，公司的销售费用及一般管理费用越少越好。倘若一家公司能将**此项费用比例保持在 30% 以下**，这真令人欣喜。然而，**不少具有持续竞争优势的公司，此项费用比例仍在 30%~80% 之间。**

此外，虽然有些公司维持着低水平或者中等水平比例的销售费用及一般管理费用，但它们却因高额的研究开发费用、资本开支或者过高的贷款利息支出，破坏了其良好的长期经营发展前景（例如英特尔公司和固特异轮胎公司）。

巴菲特认识到，**一定要远离这些总是受困于高额销售费用及一般管理花费的公司。**他**也知道，即使是此项费用保持较低水平的公司，它的长期经营前景也可**

能被其高昂的研发费用、高资本开支和大量债务所破坏。无论股票价格如何，他都对这类公司避而远之，因为他知道，它们的内在长期经济实力如此脆弱，即使股价较低，也不能使投资者扭转终生平庸的结局。

- **研发费（research and development）**。长期的竞争优势，常常是通过专利权或者技术上的领先地位赋予公司在同行中的相对优势。如果公司的竞争优势是专利权带来的，到一定期限之后专利权会过期，公司的竞争优势也由此而消失。如果公司的竞争优势是某种技术革新的结果，那么也经常会面临技术革新将其取而代之的威胁。

这些公司不仅要在研发上花费巨额资金，而且由于必须不断地进行产品创新，所以它们也必须不断重新设计和升级其产品销售计划，而这意味着它们不得不同时在销售和管理费用上耗费巨资。

公司	R&D/Gross Profit	SGA/Gross Profit
默克公司	29%	49%
英特尔公司	30%	26% ¹
穆迪公司	0%	25%
可口可乐公司	0%	59%

巴菲特的一个原则：那些必须花费巨额研发开支的公司都有在竞争优势上的缺陷，这将使它们的长期经营前景置于风险中，意味着它们并不太保险。如果不是一项比较保险的投资，巴菲特是不会对其产生兴趣的。

- **折旧费（depreciation）**。通常而言，一项资产在给定年度的折旧数额是对当期收益的一种成本分配。也即：每年的资产折旧费，就是该资产被用在当期生产经营活动中，并产生收益的那部分资产额。

华尔街那些金融家们想出了一个狡猾的伎俩：资产一旦购买并完成支付，今后若干年间，每年的折旧费并不会发生任何现金流出，但它可以减少公司每年向同家税务局上报的利润总额。从短期来看，公司虽然有一项成本费用，但事实上，它却不发生任何现金流出。因此，那些华尔街的金融家们就可以将折旧费还回到利润中，这就意味着，该公司的现金流现在可以偿还更多的负债，从而为杠杆式收购提供融资。华尔街的金融家们重新设计出了一个利润指标，简称息税折旧摊销前利润（EBITDA, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization）。

巴菲特坚信，折旧费是一项真实的开支，因此不管以何种方式计算利润，必须将折旧费包括进来。那些具有持续性竞争优势的公司相对于那些陷入过度竞争

¹ 据 Google Finance 数据（2013 年的年度 Income Statement）估算。

困境的公司而言，其折旧费占毛利润的比例较低。对那些吞噬公司毛利润的各种费用，巴菲特认为它们越少，就意味着越高的保底线。

公司	<i>Depreciation/Gross Profit</i>
可口可乐公司	6%
箭牌公司	7%
宝洁公司	8%
通用汽车公司	22%-57%

- **利息支出 (interest expense)**。利息支出被称为财务成本，而不是运营成本。它之所以被单独列出，是因为它与公司的生产和销售过程没有任何直接联系。

如果利息支出占营业利润的比重较高，公司很可能是属于以下两种类型之一：其一是处于激烈竞争行业的公司，因为在这类领域要保持竞争力，就必须承担高额的资本开支；其二是具有良好的经济发展前景，但在杠杆式收购中承担了大量债务的公司。

巴菲特指出，那些具有持续性竞争优势的公司几乎不需要支付利息，甚至没有任何利息支出。甚至在高度竞争的行业，如航空业，利息支出比例也可以被用来判断公司是否具有竞争优势。

公司	<i>Interest Expense/Operating Profit</i>
宝洁公司	8%
箭牌公司	7%
固特异公司	49%
西南航空公司	9%
联合航空公司	61%
美国航空公司	92%

这是一条规律：在消费品领域，那些具有持续竞争优势的公司，其利息支出均小于其营业利润的 15%。但利息支出占营业利润的比重在不同行业领域之间相差甚远，富国银行的“利息支出/营业利润 = 30%”，在美国银行业前 5 名中已是最低。

利息支出与营业利润的比率也可以真实反映一家公司的经济危机水平（例：该比例在投资银行业的平均为 70%，贝尔斯登的该比例从 2006 年的 70% 攀升至 2007 年 Q4 的 230%）。

这是一条极其简单的规律：在任何行业领域，那些利息支出占营业利润比例最低的公司，往往是最有可能具有竞争优势的。

- **出售资产收益（损失）及其他（gain/loss on sale of assets and other）**。巴菲特认为，无论用哪种利润指标来确定公司是否具有持续性竞争优势，偶然事件的影响都应该被排除在外。
- **税前利润（income before tax）**。巴菲特在决定是否要购买一家公司或在公开市场买入一家公司部分股票时，税前利润也是他计算投资回报率常用的一个指标。将免税的投资排除在外，**所有的投资报酬率都是以税前为基准的**。并且，因为所有的投资都在相互竞争，所以如果能在相同的前提条件下衡量它们，事情就变得更加简单容易。**税前条件下的公司利润，使他能在同等条件下将一家公司的投资与另一项投资进行比较。同时，这也是他价值投资理论启示的基石：持有一家具有持续竞争优势的公司，实际上是投资于一种息票利率逐渐增长的“权益债券”（equity bond）。**
- **应缴所得税（income taxes paid）**。现在在美国，公司需缴纳的所得税金额大概为其税前所得的 35%。
- **净利润（net earnings）**。巴菲特首先关心公司净利润是否具有上升趋势。他感兴趣的是，**公司利润是否展现美好前景，是否能保持长期增长态势，若是两者兼备，则等同于具有持续性的竞争优势。**

但在此注明：**公司有可能因为股票回购计划而导致净利润的历史走势不同于每股收益**。尽管大多数金融分析师都关注公司的每股收益，但巴菲特却关注公司净利润的真正走势。

巴菲特发现，那些具有持续性竞争优势的公司，其报告净利润占总收入的比例会明显高于它们的竞争对手。单独的总收入数据基本不能反映出公司经营业绩状况，但它与净利润的比率，却能告诉我们很多关于公司与其他公司对比的业绩状况方面的信息。

公司	Net Earnings/Total Revenue
可口可乐公司	21%
穆迪公司	31%
西南航空公司	7%
通用汽车公司	3%

一条简单规律（当然不乏例外）：**如果一家公司的净利润一直保持在总收入的 20% 以上，很有可能，这家公司具有某种长期的相对竞争优势。反之，如果一家公司的净利润持续低于其总收入的 10%，那么它很可能处于一个高度竞争的行业，在该行业中没有一家公司能维持其竞争优势。当然，这种绝对量化的观点会留下一个巨大的灰色地带就是那些净利润率在 10%~20% 的公司，这一地带挤满了目前还未被投资者发现，但时机已经成熟，并等待发掘长期投资财富的公司。**

银行和金融公司不属于上述规律范畴，这类公司如果出现异常高的净利润率，通常意味着其风险管理部门过于松懈。

任何单独一年的每股收益不足以用来判断一个公司是否具有持续性竞争优势，但是，**连续 10 年的每股收益数据就足以让我们明确判断出公司是否具有长期竞争优势。巴菲特所寻找的是那些每股收益连续 10 年或者 10 年以上都表现出持续上涨态势的公司。**

持续的利润通常表明公司所销售的产品或产品系列都不需要经过一个昂贵的交换过程，或者说销售成本很低。利润的上升走势意味着公司强大的经济实力足以支付为扩大市场份额而投入的广告费用，或者为扩大生产规模而产生的各种开支，同时公司也有充裕资金进行类似于股票回购的投资活动。

Part II Balance Sheet（资产负债表）

“命运往往在你最脆弱的环节捉弄你。我看到太多人因为酗酒而失败，也看到太多企业由于杠杆式借债而衰落。”——沃伦·巴菲特

Assets (资产)	说明
Cash & Short-Term Investments (现金和短期投资)	1. 三种途径产生现金 ：发行债券或股票、出售业务或资产、通过持续经营。 查看过去 7 年的负债表以弄清现金来源。 2. 具持续性竞争优势： 持续盈利，大量现金库存且现金来自于持续经营。
+ Total Inventory (存货合计)	需查看存货是否过时；存货和净利润是否相应增长（对制造类公司）。
+ Total Receivables, Net (应收账款合计，净值)	若 Net Receivables/Gross Sales 持续比竞争对手低，则很可能具有某种相对竞争优势。
+ Prepaid Expenses (预付账款)	能提供给我们有关公司经营情况方面的信息很少，也不能帮我们判断公司是否获益于具有某种持续性竞争优势。
+ Other Current Assets, Total (其他流动资产合计)	
= Total Current Assets (流动资产合计)²	流动比率越高，公司流动性就越高， 但很多具有持续性竞争优势的公司，其流动比率都小于 1。
+ Property/Plant/Equipment (房产/厂房/设备)	一家具有持续性竞争优势的公司无需不断更新其厂房和设备以保持竞争力，一般在厂房和设备报废时才进行更新。
+ Goodwill, Net (商誉，净值)	可显示是否有并购行为。
+ Intangibles, Net (无形资产，净值)	得益于持续性竞争优势的公司都受益于由其品牌带来的持续性竞争优势，但是，尽管它们的无形资产价值非常巨大，却并没有反映在其资产负债表上。
+ Long-Term Investments (长期投资)	可能低估；反映了公司管理高层的投资心态。
+ Other Long-Term Assets (其他长期资产)	在判断公司是否具有持续性竞争优势方面所提供的信息不多。
+ Other Assets (其他资产)	

² CFA 考试提纲中列举的 current assets 包括 cash and cash equivalents, marketable securities, accounts receivable, inventories, and other current assets (prepaid expenses, deferred tax assets, etc.)。

= Total Assets (资产合计) ³	过高的资产回报率可能暗示这个公司的竞争优势在持续性方面是脆弱的，因为资本通常是进入一个行业的屏障，进入一个行业的相对成本较低会使现有企业的竞争优势持续性不够。
------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------

Liabilities (负债)	说明
Accounts Payable (应付账款)	应付账款、预提费用和其他流动负债能告诉我们很多关于公司当期营业状况的信息，但单个账户能提供的关于公司长期经营状况的信息有限，不足以判断公司是否具有持续性竞争优势。
+ Accrued Expenses (预提费用)	
+ Short-Term Debt (短期借款)	当投资于金融机构时，巴菲特通常回避那些短期借款比长期贷款多的公司。
+ Long-Term Debt Due (到期长期借款)	具有持续性竞争优势的公司不怎么需要，甚至完全不需要长期贷款去维持其公司运营，因此，它们基本上很少有到期的长期贷款。
+ Other Current Liabilities (其他流动负债)	同“应付账款”及“预提费用”。
= Total Current Liabilities (流动负债合计) ⁴	流动比率越高，公司流动性就越高，但很多具有持续性竞争优势的公司，其流动比率通常都小于 1。流动比率在帮我们判断一个公司是否具有某种持续性竞争优势方面几乎没什么作用。
+ Long-Term Debt (长期借款)	1.那些具有持续性竞争优势的公司通常负担很少的长期贷款，或压根没有长期贷款。一般而言，它们有充足的盈余在 3-4 年时间内偿还所有长期债务。 2.这些公司经常成为杠杆式收购的目标。杠杆式收购产生的公司的债券通常是个不错的投资选择。
+ Deferred Income Tax (递延所得税)	这三个数据能告诉我们有关公司是否具有持续性竞争优势的信息很少。
- Minority Interest (少数股东权益)	
+ Other Liabilities (其他负债)	
= Total Liabilities (负债合计) ⁵	除非我们是在寻找金融机构，调整后的债务股权比率低于 0.80 (越低越好) 的一家公司，很可能具有持续性竞争优势。

³ CFA 考试提纲中列举的 non-current assets 包括 PP&E, investment property, intangible assets, goodwill, financial assets (held-to-maturity, trading, available-for-sale)。

⁴ CFA 考试提纲中列举的 current liabilities 包括 accounts payable, notes payable and current portion of long-term debt, accrued liabilities, and unearned revenue。

⁵ CFA 考试提纲中列举的 non-current liabilities 包括 long-term financial liabilities, deferred tax liabilities。

Shareholders' Equity (所有者权益)	说明
Preferred Stock (优先股)	为负债支付的利息可以从税前利润中扣除，而为优先股支付的红利是不能扣减税费的，这样就使得通过发行优先股筹集资金的成本比较昂贵。因此，当我们搜寻具有持续性竞争优势的公司时，一个重要的标志就是在公司的资本结构中找不到优先股的身影。
+ Common Stock (普通股)	
+ Additional Paid-in Capital (资本公积)	
+ Retained Earnings (留存收益)	公司留存收益的增长率是判断公司是否得益于某种持续性竞争优势的一项好指标。
- Treasury Stock, Common (库存普通股票)	1. 如果资产负债表上出现了库存股票，表明公司曾经回购股票，那么这家公司很可能具有一种与之有利的持续性竞争优势。 ⁶ 2. 最好弄明白高股东权益回报率是财务处理的结果，还是因为公司杰出的业绩，或者两者皆有。为了区分各自的作用，我们将库存股票的负值转化成正值，并加到股东权益上（而不是从中减去），然后用这个新的股东权益除以公司的净利润，这样计算的股东权益回报率就剔除了财务处理方面的影响。
+ Other Equity (其他权益)	
= Total Shareholders' Equity (所有者权益总额)	1.那些受益于某种持续性或长期竞争优势的公司往往有较高的股东权益回报率。 2.巴菲特会尽量避开那些使用大量杠杆来获取利润的公司。

巴菲特寻找具有持续性竞争优势的公司，就是要在其资产负债表中查找某种特殊的东西。

流动资产包括现金和现金等价物（cash and cash equivalents）、短期投资（short-term investments）、净应收账款（net receivables）、存货（inventory）以及统称的其他流动资产（other current assets）。

其他所有资产就是指那些流动性不足的资产，包括长期投资（long-term investments）、厂房财物和机器设备（property, plant, and equipment）、商誉（goodwill）、无形资产（intangible assets）、累计摊销（accumulated amortization）、其他长期资产（other assets）和递延长期资产支付（deferred long-term asset charges）。

流动资产通常也被称为公司的“运营资产”（working assets），因为它们始终循环在生产经营过程中：现金用于购买原料并以存货形式存在，经过加工处理的存货又出售给经销商，并变为应收账款，从经销商那里收回的应收账款最后又转化为现金。现金→存货→应收账款→现金这个循环反复周转，公司就是在这个周转过程中赚取收益的。

⁶但中国法律规定回购股份必须注销，因此资产负债表中没有库存股票。

- **现金和现金等价物 (cash and cash equivalents)**。一个公司若持有高额的现金或者现金等价物，巴菲特由此判断该公司可能为以下两种情况之一：其一，公司具有某种竞争优势，并能不断地产生大量现金，这是件好事情；其二，公司刚出售了一部分业务或大量公司债券，这可能不是件好事情。低数额或非常短缺的库存现金通常意味着公司经营变得困难或趋于平庸。

如果现金流入比日常营运所耗费的现金流出更快的话，现金将会越积越多。一旦现金堆积增多，公司将不得不考虑怎么处理它。公司传统的做法是将多余的现金用于扩大生产规模。而羽翼未丰的新兴公司则可能通过股票市场投资其他公司，用于回购公司股票，或者给股东派发现金红利。但大多致情况下，它们只是简单地存储现金以防不时之需。

对公司而言，通常有三种途径可以产生大量现金。首先，它可以向公众发行出售新的债券或股票，所融得的资金在使用之前会形成大量的库存现金；其次，公司也可以通过出售部分现有业务或其他资产，出售获得的资金在公司发现其用途之前也会带来大量的库存现金；最后，也可能是公司一直保持着运营收益的现金流入大于运营成本的现金流出。正是这种通过持续经营的方式带来大量现金累积的公司，才能引起巴菲特的兴趣，这类公司往往具有某种对其有利的持续性竞争优势。

如果我们看到一家公司持有大量现金和有价值证券，并且几乎没有什么债务的话，那么很可能，这家公司能顺利渡过这个黑暗的困难时期。但如果这家公司现金紧缺，并且背负着一大堆债务，那么这家公司很可能会倒闭。

想要弄清楚公司所有现金的来源，最简单的方法是查看其过去 7 年的资产负债表。

如果我们看到大量的现金库存，而几乎没有什么债务，并且没有出售股份或者资产，同时公司过去一直保持盈利的话，那么，我们就可能找到了一家具有持续性竞争优势的优质公司。

- **存货 (inventory)**。很多公司都存在存货过时废弃的风险。但具有持续性竞争优势的制造类公司，其销售产品有不变的优势，因此其产品绝不会过时废弃。这是巴菲特想寻找的一种优势。

当我们试图识别一家制造类公司是否具有某种持续性竞争优势时，应查看其存货和净利润是否是相应增长。

存货在某些年份迅速增加，而其后又迅速减少的制造类公司，很可能处于高度竞争、时而繁荣、时而衰退的行业，其中没有任何一家公司能让人变得富有。

- **应收账款合计净值 (total receivables, net)**。应收账款减去坏账等于应收账款净值。单独的应收账款净值指标并不能告诉我们多少有关公司长期竞争优势的信息。但是，将其对比同行业的其他公司，从这一指标上，我们能得知很多信息。如果一家公司持续显示出比其竞争对手更低的应收账款占总销售的比率，那么它很可能具有某种相对竞争优势。
- **预付账款和其他流动资产 (prepaid expenses/other current assets)**。预付账款能提供给我们有关公司经营况方面的信息很少，也不能帮我们判断公司是否获益于具有某种持续性竞争优势。其他流动资产指那些将在一年内到期，但目前公司还未持有的非现金资产。这类资产包括递延所得税回收 (deferred income tax recoveries)。
- **流动资产合计和流动比率 (total current assets and the current ratio)**。对于很多具有持续性竞争优势的公司来说，其流动比率常常低于这个神奇的分水岭数字 1。按那些守旧派分析师的观点，这意味着它们将面临偿还短期流动债务的困难。而实际上，它们的盈利能力足够强劲，能够轻松自如地偿还流动负债。并且，因为它们具有优异的盈利能力，如果需要额外的短期现金，这些公司可以毫无障碍地进入短期商业票据市场 (short-term commercial paper market) 进行融资。

公司	流动比率 $current\ ratio = \frac{current\ assets}{current\ liabilities}$
穆迪公司	0.64
可口可乐公司	0.95
保洁公司	0.82
安海斯-布什公司 (Anheuser-Busch)	0.88

很多具有持续性竞争优势的公司，其流动比率都小于 1，不同于传统的流动比率指标评判标准。因此，我们在判断一家公司是否具有持续性竞争优势时，流动比率指标会显得毫无用处。

- **房产、厂房和机器设备 (property, plant, and equipment)**。那些不具备长期竞争优势的公司可能时刻面临着竞争，这意味着它们往往不得不在其生产设备报废之前不断地进行更新，以保持其竞争力。这必然会产生一种持续的隐形开支，使公司资产负债表上的厂房和设备的价值数额一直增长。

一家具有持续性竞争优势的公司无需不断更新其厂房和设备以保持竞争力。所以具有持续性竞争优势的公司一般在厂房和设备报废时才进行更新，而那些不具备持续性竞争优势的公司为了在竞争中不至于落后，不得不经常更新其厂房和设备。

一家具有持续性竞争优势的公司完全有能力使用其内部资金去购买新厂房和设备，但是一家没有持续竞争优势的公司为了保持相对于同行的竞争力，可能被迫举债，去满足不断更新设备而产生的资金需求。

如巴菲特所说，生产那些不需要经常更新设备和厂房的“持续性产品”就能赚取持续的利润。“持续性产品”是指无需为保持竞争力而耗费巨额资金去更新厂房和设备的产品，这样能节约出大量的资金用于其他有利可图的投资。**有一种方式能让你赚更多的钱，那就是：经营那些无需花费大量资金用于产品更新的生意。**

- **商誉 (goodwill)**。以前，商誉一般从公司的利润中逐渐勾销。现阶段，美国财务会计准则委员会决定，除非商誉附属的公司确实存在价值贬值，否则商誉不需要进行摊销处理。

只要看到公司的商誉连续几年都在增加，我们就可以断定这家公司在不断地并购其他公司。如果一家公司的商誉账户每年都保持不变，那要么是因为公司以低于账面价值的价格并购其他公司，要么就是公司在这期间内没有任何并购行为。

- **无形资产 (intangible assets)**。很久以前，一家公司可以随意对其无形资产进行估值，因此，产生了不少荒诞可笑的无形资产估值和大量无形资产价值被滥估的现象。而现在，公司不允许将内部形成的无形资产计入其资产负债表，从而结束了用浮夸的无形资产估值“包装”资产负债表的公司行为。

但是由第三方收购所产生的无形资产应以合理的价值计入公司的资产负债表。这样一来，那些**得益于持续性竞争优势的公司**发生了一件奇怪的事情。这些公司**都受益**于其品牌带来的持续性竞争优势，但是，**尽管它们的无形资产价值非常巨大，却并没有反映在其资产负债表上**。这就是为什么持续性竞争优势能给股东带来财富，但长久以来却一直未被大众投资者所发现的原因之一。可口可乐公司高昂的股价使那些追随格雷厄姆的价值投资者对其并不感兴趣，同时，其股价也不具备足够的波动性去吸引那些华尔街的投机者。尽管如此，巴菲特却能发现其他人所不能发现的秘密，那就是可口可乐的持续性竞争优势以及由此产生的长期盈利能力。

- **长期投资 (long-term investments)**。长期投资包含股票、债券、房地产投资、以及公司对附属子公司和分支机构的投资。这项资产的入账价值为该项投资的成本价值或者市场价值，哪个价值更低，资产负债表上就记录哪个价值。因此，即使这项投资价值发生大幅增值，也不能以高于成本的价格入账。这意味着，**一家公司有些价值不菲的资产，其入账价值可能远远低于其实际的市场价格。**

一个公司的长期投资情况可以反映出很多关于公司管理高层投资心态的信息。他们投资的是那些具有持续性竞争优势的公司，还是处于那些高度竞争行业的公司？

- **其他长期资产 (other long-term assets)**。其他长期资产在判断公司是否具有持续性竞争优势方面所提供的信息不多。
- **总资产和总资产回报 (total assets and the return on total assets)**。资产回报率 (return on asset ratio) 这个指标，它等于净利润 (net earnings) 除以总资产 (total assets)。

公司	总资产	资产回报率 (<i>net earnings/total assets</i>)
可口可乐公司	430 亿美元	12%
宝洁公司	1430 亿美元	7%
奥驰亚集团 (Altria Group, Inc.)	520 亿美元	24%
穆迪公司	17 亿美元	43%

资本通常是进入一个行业的屏障，因此，行业进入所需的资产成本是帮助公司维持竞争优势的保证之一。大多数分析师认为资产回报率越高越好，但巴菲特却发现，过高的资产回报率可能暗示着这个公司的竞争优势在持续性方面是脆弱的，因为进入该行业的相对成本较低。

流动负债 (current liabilities) 包括应付账款 (accounts payable)、预提费用 (accrued expenses)、短期贷款 (short-term debt)、一年内到期的长期贷款 (long-term debt due)、和其他流动负债 (other current liabilities)。

- **应付账款 (accounts payable)、预提费用 (accrued expenses)、和其他流动负债 (other current liabilities)**。应付账款指公司以赊销的方式购买材料、商品或接受劳务供应等发生的债务。预提费用指已经发生但还没有支付的负债。这些费用包括应缴营业税、应付工资和计提的应付租金。其他流动负债指未纳入上述流动负债的所有短期负债的集合。

应付账款、预提费用和其他流动负债能告诉我们很多关于公司当期营业状况的信息，但单个账户能给我们提供的关于公司长期经营状况的信息有限，不足以判断公司是否具有持续性竞争优势。然而，一个公司负担的短期贷款和长期贷款数额能反映很多关于公司长期经营状况的信息，并能由此判断这家公司是否具有持续性竞争优势。

- **短期贷款 (short-term debt)**。短期贷款包括商业票据 (commercial paper) 和短期银行贷款 (short-term bank loans)。通常而言，短期贷款成本总是比长期贷款成本更便宜。这意味着可以通过借入短期资金进行长期放贷来赚钱。但这种策略存在的问题是，由于借入是短期资金，那意味着我们必须在一年之内偿还它。我们可以借入更多的短期资金以偿还那些即将到期的短期贷款 (金融术语叫“再筹划资金清偿债务” rolling over the debt)。在短期借款利率攀升到我们贷出长期贷款的利率水

平之前，这种机制运行良好；但如果短期利率超过我们贷出的长期利率，我们就高兴不起来了。

可能导致短期融资灾难性危机的另一个原因是，如果我们将所有借入资金以长期形式放贷出去后，债权人可能不会再给我们提供更多的短期资金。下面是贝尔斯登发生的情况：它们借入短期资金并以此购买住房抵押贷款证券，然后将这些住房抵押贷款证券作为抵押品，继而借入短期贷款。但有一天，它的债权人醒悟过来，并对它说：“我们认为你们提供的抵押品的价值根本值不了你们所说的价值，我们不想再借给你一分钱，并且我们要收回已提供给你的贷款。”此时，贝尔斯登的处境就不太妙了。

银行业最灵活、最安全的赚钱方式就是借入长期资金并以此提供长期贷款。不同于借入短期资金而长期放贷那样快而简单的赚钱方式，它是一种理智而更为保守的赚钱方式。当投资于金融机构时，巴菲特通常回避那些短期借款比长期贷款多的公司。

公司	短期贷款/长期贷款
富国银行 (Wells Fargo)	0.57
美国银行 (Bank of America)	2.09

激进派金融机构可能短期内收益颇丰，但它很容易在将来面临金融危机。“持续性”就是保守投资带来的稳定性。当别人亏损时它有资金，这就创造了机会。激进型的短款长贷模式常常受信贷市场影响而深陷困境，它可能将整个公司的运营置于风险之中，这等同于在公司经营模式上失去了持续性竞争优势。

- **到期长期贷款 (long-term debt due)**。通常来说，那些具有持续性竞争优势的公司不怎么需要，甚至完全不需要长期贷款去维持其公司运营，因此，它们基本上很少有到期的长期贷款。

每当我们打算买入一家具有持续性竞争优势，但因某些偶然性事件正处于困境时期的公司时，我们最好查看一下公司到底有多少长期贷款在明年即将到期。仅仅是单独一年的过多到期债务可能会令众多投资者感到不安，这样就会留给我们一个绝佳购买时机。

对于一家陷入严重困境的平庸公司来说，过多的到期债务可能会导致现金流中断，这必定会导致破产。

- **流动负债合计 (total current liabilities) 和流动比率 (current ratio)**。流动比率越高，公司流动性就越高，因此它偿还到期流动负债的能力就越强。一个公司的流动比率大于 1 被认为运营良好，小于 1 则说明情况糟糕。如果流动比率小于 1，该公司可能会陷入偿还债权人短期负债的困境。

但是，那些具有持续性竞争优势的公司，其流动比率通常都小于 1。公司的持续性竞争优势所产生的巨大盈利能力是导致这一异常现象的原因。简而言之，这些公司可以保持当前的良好经营状况，所以不需要像平庸公司那样需要流动性来保护。确定那些处于平均水平公司的流动性和流动比率至关重要，但是它在帮我们判断一个公司是否具有某种持续性竞争优势方面几乎没什么作用。

- **长期贷款 (long-term debt)**。具有持续性竞争优势的公司通常负担很少的长期贷款，或者压根儿没有长期贷款。这是因为这些公司具有超强的盈利能力，当需要扩大生产规模或进行企业并购时，它们完全有能力自我融资，所以它们完全没有必要大量举债。

有一种方法可以帮我们辨识那些优秀公司，就是查看其资产负债表，看它负担多少长期贷款。我们不仅要关注当年的数据，还要查看过去 10 年来公司的长期负债情况。

我们在寻求具有持续性竞争优势公司的过程中，那些具有超强盈利能力，能在 3 年或 4 年内偿还全部长期贷款的公司都是很好的候选者，这是最起码的要求。

因为这些公司具有如此强大的盈利能力，并只负担少量的负债，甚至完全没有负债，它们经常成为杠杆式收购的目标。在这个过程中，购买方凭借这些公司充裕的现金流借入大量资金以促成收购。在完成杠杆式收购后，公司则背负着巨额债务。

如果其他所有方面都表明这是一家具有持续性竞争优势的公司，但其债务负担较重的话，可能是由于杠杆式收购产生的。在这种情况下，公司的债券通常是个不错的投资选择，因为此时公司的全部盈利将被用于偿还债务，而不是用于公司发展。

- **递延所得税、少数股东权益和其他负债 (deferred income tax, minority interest, and other liabilities)**。这三个数据能告诉我们有关公司是否具有持续性竞争优势的信息很少。
- **负债合计和债务股权比率 (total liabilities and the debt-to-equity ratio)**。债务股权比率曾经一度被用于帮助我们判断一家公司是以债务融资还是以股权（包括留存收益）融资为主。只有持续性竞争优势的公司一般会利用其盈利作为运作资金，因此从理论上讲，它们的股东权益较高，总债务较低。而那些没有持续性竞争优势的公司一般得靠债务为其提供运作资金，因此它们反而显示出较低的股东权益和较高的债务负担。

使用债务股权比率作为判断公司是否具有持续性竞争优势的依据，其问题在于一些具有持续性竞争优势公司的经济实力是如此强大，以至于它们根本不必使用大量的

股东权益或留存收益就能提供公司正常的运作资金，有些公司甚至完全不需要这些收益。因为其强大的盈利能力，它们通常会将积累起来的股东权益和留存收益用于回购公司股票，这样会减少其股东权益或留存收益的总量。如此一来，公司的债务股权比率反而会增高，通常与那些没有持续性竞争优势的平庸公司具有相同的债务股权比率水平。使用调整后的债务股权比率去区分具有持续性竞争优势的公司和那些没有持续性竞争优势的公司，就变得简单容易了。

公司	债务股权比率
穆迪公司	0.63
可口可乐公司	0.51
宝洁公司	0.71
箭牌公司	0.68
固特异轮胎公司	4.35
福特汽车公司	38
美国金融中心的大型银行	10

对金融机构来说，其平均债务股权比率要比同规模的制造类公司高得多。银行借入大量的资金，然后将它们全部贷出，贷出资金的利息收益和借入资金的利息成本之间的差价就是银行的利润来源。这将导致巨额负债，这些负债同时又被巨额资产所抵消。巴菲特说银行是高度杠杆化运营公司。

除非我们是在寻找金融机构，否则一旦我们看到一家公司调整后的债务股权比率低于 0.80（越低越好）的话，那很可能这家公司就是我们梦寐以求的、具有持续性竞争优势的公司。

股东权益（shareholders' equity）记录在股票资本（capital stock）的账户下，它包括优先股和普通股（preferred and common stock）、资产公积（paid in capital）和留存收益（retained earnings）。通过股东权益，我们能计算出股东权益报酬率（return on shareholders' equity），后者是我们判断公司是否具有对它有利的持续性竞争优势（long-term competitive advantage）的方法之一。

- **优先股、普通股和资本公积（preferred and common stock: additional paid in capital）**。那些具有持续性竞争优势的公司基本上没有多少优先股。其中一个原因是它们基本上不需要任何债务。尽管优先股是原始投入到公司，并且永远不需要偿还的资金，在会计表上表现为一项权益（equity），但实际上它更像需要支付红利的负债。不同之处在于，为负债支付的利息可以从税前利润中扣除，而为优先股支付的红利是不能扣减税费的，这样就使得通过发行优先股筹集资金的成本比较昂贵。由于它是一种昂贵的筹资方式，如果可能的话，公司一般会选择避而远之。因此，当我们搜寻具有持续性竞争优势的公司时，一个重要的标志就是在公司的资本结构中找不到优先股的身影。

- **留存收益 (retained earnings)**。留存收益是一项累计数据。在资产负债表上，所有能帮我们判断一家公司是否具有持续性竞争优势的指标当中，留存收益是最重要的指标之一。公司留存收益的增长率是判断公司是否得益于某种持续性竞争优势的一项好指标。

公司	留存收益的增长率
可口可乐公司	7.9%
箭牌公司	10.9%
伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司	15.6%
伯克希尔公司	23%

并不是所有的留存收益增长都归因于产品销售量的增加，它也可能是收购其他公司所导致。当两家公司合并时，它们的留存收益将合并起来形成更大的储备。

微软公司负的留存收益，主要是因为它有足够强大的经济动力，它不需要留存在过去几年所积累的大量资本，所以，它更愿意将累积的留存收益，甚至更多的资金用于回购公司股票和给股东派发红利。

当机会来临时，巴菲特将公司的留存收益投资于那些收益率更高的公司，由此赚得的利润又全部汇入到公司的留存收益，然后又投资于更能赚钱的公司，如此循环。公司留存的收益越多，它的留存收益增长就越快，而这又将提高公司未来收益的增长率。当然，这里有个前提条件，公司必须持续买入那些具有持续性竞争优势的公司。

- **库存股票 (treasury stock)**。那些具有持续性竞争优势的公司因其强大的经济实力，更易于获得充裕的资金用来回购它们自身的股票。所以，一家公司具有持续性竞争优势的主要标志之一，就是其资产负债表上出现库存股票。

其一，当一个公司回购自身股票并以库存股票形式持有时，它将有效地减少公司权益 (company's equity)，从而增加股东权益回报率 (return on shareholders' equity)。因为高水平的股东权益回报率是持续性竞争优势的一个标志，所以，最好弄明白高股东权益回报率是财务处理的结果，还是因为公司杰出的业绩，或者两者皆有。为了区分各自的作用，我们将库存股票的负值转化成正值，并加到股东权益上（而不是从中减去），然后用这个新的股东权益除以公司的净利润，这样计算的股东权益回报率就剔除了财务处理方面的影响。

如果资产负债表上出现了库存股票，表明公司曾经回购股票，那么，这家公司很可能具有一种与之有利的持续性竞争优势。

- **股东权益回报率 (return on shareholders' equity)**。金融分析师们发明了股东权益回报率公式 ($\text{return on equity} = \text{net earnings} / \text{shareholders' equity}$)，以衡量管理层在分配股东资金方面的效率。

那些受益于某种持续性或长期竞争优势的公司往往有较高的股东权益回报率。有些公司的盈利能力非常强劲，使得它们不需要留存任何利润，它们将利润以红利形式全部分派给股东。如果公司显示出一贯强劲的净利润，但却拥有负的股东权益，那么该公司可能是一家具有持续性竞争优势的公司。但是如果公司显示的股东权益为负数，并且长期以来都是亏损状态，那么我们遇到的很可能是一家在竞争中落败的平庸公司。

公司	股东权益收益率 (return on equity)
可口可乐公司	30%
箭牌公司 (Wrigley)	24%
好时食品公司 (Hershey's)	33%
百事公司 (Pepsi)	34%
联合航空公司 (United Airlines)	15%
美国航空公司 (American Airlines)	4%
德尔塔航空公司 (Delta Air Lines)	0
西北航空公司 (Northwest)	0

杠杆的问题在于，它可能使公司表面上看起来具有某种竞争优势，但实际上只是利用了大量的债务来增加利润。华尔街的那些投资银行就是因为大量运用杠杆原理而臭名昭著的。

在评估一个公司竞争优势的质量和持续性方面，巴菲特会尽量避开那些使用大量杠杆来获取利润的公司。从短期来看，这些公司可能是只下金蛋的鹅，但最终它们将一无是处。

Part III The Cash Flow Statement (现金流量表)

“需大量资本才能成长的公司与几乎不需要资本就能成长的公司之间有天壤之别。”——沃伦·巴菲特

一家公司可能通过发行股票或债券获取大量现金，但它不能产生盈利。（同理，一家公司有大量的赊销而没有任何现金流入，它也可能产生盈利。）现金流量表将告诉我们，这家公司是现金流入大于现金流出（“正的净现金流”），还是现金流入小于现金流出（“负的净现金流”）。

现金流量表可分为三个部分。

- 第一部分，经营活动产生的现金流。

净利润 (net income) + 折旧费 (depreciation) + 待摊费用 (amortization) = 经营活动产生的现金流量合计 (total cash from operating activities)。

- 第二部分，投资活动产生的现金流。资本开支项目通常是负值，因为它是一项消耗现金的开支。资本开支下面是其他投资活动现金流量项目，这个项目是购买和出售盈利资产的费用和收益合计。

资本开支 (capital expenditure) + 其他投资活动现金流量项目 (other investing cash flow items) = 投资活动产生的现金流量合计 (total cash from investing activities)。

- 最后一个部分，融资活动产生的现金流。

支付现金红利 (cash dividends paid) + 发行/回购股票净值 (issuance/retirement of stock, net) + 发行/回购债券净值 (issuance/retirement of debt, net) = 融资活动产生的现金流量合计 (total cash from financing activities)。

巴菲特发现，当我们判断公司是否得益于某种持续性竞争优势时，现金流量表所提供的信息非常有帮助。

资本开支是购买长期资产（持有时间超过一年以上）的现金或现金等价物支出，如房屋、厂房、机器设备。它们同样包括无形资产，如专利权的花费。**从本质上讲，它们是通过多期折旧或摊销费用的资产，而不是一次性耗费的资产。**

如果一家公司连续几年都维持着高额的资本投入，这必将严重影响公司的利润。巴菲特说过，这就是他不投资通讯类公司的原因，因为通讯类公司需要花费巨额资本开支用于建设室外通信网络。

通常情况下，**一个具有持续性竞争优势的公司为维持正常经营，其净收益中用于资本开支的比例比那些没有竞争优势的公司要小得多。**

公司	Capital Expenditure/Earnings
可口可乐公司	19%
穆迪公司	5%
箭牌公司	49%
奥驰亚集团	20%
宝洁	28%
百事可乐	36%
美国运通	23%
通用汽车公司	444%
固特异轮胎公司	90%

通用汽车公司使用了超过其利润的 444%用于资本开支，而固特异公司的资本开支超过了利润额的 90%。那么，多余的钱从何而来呢？它们来自银行贷款或向公众新发行的公司债券。这些活动必将使公司的资产负债表上增加更多的负债，从而增加公司用于支付利息的费用，所有这一切并不是件好事。

当分析资本开支与净利润之间的关系时，我们简单地将公司 10 年来的累计资本开支与该公司同期的累积净利润进行比较。那些具有持续性竞争优势的公司，其资本开支与净利润的比率都非常小。如果一家公司将净利润用于资本开支的比例一直保持在 50% 以下，那么你可以把它列入具有持续竞争优势公司的候选者名单。如果该比例保持在低于 25% 的水平，那这家公司就很可能具有有利的持续性竞争优势。

因为股东们得为红利支付所得税，巴菲特从来就不怎么喜欢通过派发红利来增加股东的财富。巴菲特想出了一个巧妙的办法：将公司多余的闲置资金用于回购公司股票。这会减少公司的流通股数量（公司持股股东的利益将增加），从而提高每股收益，最终导致公司股票价格上涨。

巴菲特是这项金融工程的忠实爱好者。在他投资的优质公司中，他都说服董事会去回购公司股票，而不是扩大派发红利。

要想知道一家公司是否在回购自身股票，可以到现金流量表上仔细查看其投资活动所产生的现金流。在那里，你将看到名为“发行（回购）股票【净值】” [Issuance (Retirement) of Stock, Net] 的一个账户。该账户列出了公司发行和回购股票的净额。如果一家公司每年都进行股票回购，那么这很可能是一家具有持续性竞争优势的公司，因为只有这样的公司才有充裕的资金从事股票回购。

Part IV Valuing the Company with a Durable Competitive Advantage（衡量具有持续性竞争优势公司的价值）

“我寻找那些我能够预测其未来 10~15 年发展方向的公司。”——沃伦·巴菲特

对巴菲特来说，一家具有持续性竞争优势的公司，其股票相当于一种股权债券，公司的税前利润就是债券所支付的息票利率。

对那些格雷厄姆式的价值投资者而言，他们只对股票价格感兴趣，并且从来没打算长期持有。但对做长线投资的巴菲特来说，持有这类股权债券就是他梦寐以求的。

股票市场最终将承认公司的内在价值增长，令股票价格大幅上涨，其原因之一就在于，它们的利润可以一直保持增长态势，以至于极易成为杠杆式收购的目标。如果一家公司负担很少的债务，并且保持强势的历史盈利记录，那么当它的股价跌到足够低时，其他公司会马上介入并收购它，而收购资金则来源于以被收购公司利润为基础的融资。所以当利率下降时，该公司的利润更值钱，因为它们可以支持更多的债务，而这又会进一步推升公司股价。当利率上升时，公司的利润将贬值，因为它们能支持的债务减少了，公司股价也因此而贬值。股票市场风云莫测，投资者们有时太过悲观，有时又太过乐观，但最终决定长期投资实际经济价值的就是长期利率。

巴菲特一直都在做长线投资。然而，这些公司很少（如果有的话）以老派格雷厄姆主义所认为的低价出售。这就是为什么那些鼓吹价值理论的格雷厄姆追随者们从来未曾持有过这些优质公司的原因，因为他们觉得这些公司的股价太高了。

那你该在什么时候买入它们呢？**在熊市中开始买入**。尽管相比于其他的“熊市便宜货”，它们的价格似乎仍然偏高，但从长远来看，它们绝对是不错的买卖。

一家具有持续竞争优势的公司偶尔也可能会搞砸或做出一些愚蠢的事情，这在短期内将迫使其股价大跌。新可乐案例就是其中之一。巴菲特曾说过，当一家优质公司面临一个偶然的、可解决的困难时，一个完美的买入契机就从天而降。请注意，公司所面临的困难是可以解决的。

什么时候你应该与这些优质公司保持距离呢？应该是在牛市的高点。

在巴菲特的投资理念中，如果一个公司一直保持其竞争优势，那你就不要将它们卖出。有时候你卖出一些优质公司也是有利的选择。第一种情况是当你需要资金投资于一个更优秀的、价格更便宜的公司时，这种机会偶然会有。第二种是当这个公司看起来将要失去其持续性竞争优势的时候。这样的情况会周期性地发生，例如报业和电视业就是这样。第三种情况发生在牛市期间。如果股价攀升太高，将股票出售并将这些收益再投入到其他投资中得到的利益，就会远远超过继续持有这家公司的股票。

一个简单法则：当我们看到这些优质公司达到 **40 倍，甚至更高的市盈率时**（这确实偶有发生），就到该卖出的时候了。但是，**如果我们在疯狂的牛市中卖出了股票，不能马上将这些资金投出去，因为此时市场上所有股票的市盈率都高得惊人。我们能做的就是稍稍休息一下，把手上的钱投资美国国债，然后静静等待下一个熊市的到来。**总会有另一个熊市在某处等着我们，让我们有机会买到一些廉价的、令人惊叹的、具有持续性竞争优势公司的股票。

参考文献

Buffett, M. & Clark, D., 2008. *Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements*. New York: Scribner.

巴菲特, 玛. & 克拉克, 戴., 2009.4. 《巴菲特教你读财报》. 北京: 中信出版社.