

■ 巴菲特财报分析密码

关注公司业绩至少要看5年

□刘建位

很多投资者非常关注公司过去一个年度或者未来一个年度的业绩表现，很多媒体还推出了上市公司年度业绩排名。但巴菲特告诫我们，分析企业业绩表现，不能仅看单一年度，至少要看5年的长期业绩。

不要过于看重单一年度业绩表现

巴菲特在1977年致股东的信中说：1977年除了红利与利息收入之外，我们还实现了690万美元的税前投资收益，其中约四分之一来自债券投资，其余则来自股票投资。1977年底实现投资收益约7400万美元。但是这个单一年度的数据，就像其他任何一个日期的未实现投资收益数据一样（1974年底我们有1700万美元的未实现投资损失），千万不要过于认真看待。我们的大部分重仓股将会长期持有很多年，我们投资决策的记分卡是根据我们投资的公司在这段长达好多年的期间经营业绩的表现来记分，而不是根据它们在任何一个日期的股票价格。整体收购一家公司时只关注短期盈利前景肯定是愚蠢的。同样的道理，我们认为，购买一家公司的一小部分股权，比如买入一部分可流通的普通股，过度关注公司未来短期盈利预测或者最近的盈利增长趋势，也同样愚蠢。”

稍微离题一下，举个例子说明这一点，可能会让你觉得很有趣。伯克希尔高支纺纱公司与哈撒韦纺织公司在1955年合并成为伯克希尔·哈撒韦公司。如果时间往前追溯到1948年，按照预测合并报表，两家公司合并的税后利润高达1800万美元，旗下拥有12家遍布新英格兰地区的工厂，员工总数多达1万人。在那个时代的企业界里，这两家纺织企业绝对是实力强大的企业。因为在1948年，IBM的盈利也不过2800万美元（到1977年盈利为27亿美元），Safeway Stores盈利只有1000万美元，3M公司只有1300万美元，而时代杂志只有900万美元。然而，在两家企业合并成为伯克希尔·哈撒韦公司之后的十年内，公司累计营业收入高达5.95亿美元，但却累计亏损1000万美元。时至1964年，公司业务大规模消减，只剩下两家工厂，账面净资产从合并时的5300万美元缩减到1964年底的2200万美元。这个例子足以告诉我们，一家公司单一年度的数据远不足以充分反映整个公司的经营状况。

分析企业业绩表现至少要看5年

那么，我们分析企业业绩表现的时间长度应该是多长呢？巴菲特建议最少5年。

巴菲特在1983年致股东的信中说：1983年我们伯克希尔公司的账面净资产从去年的每股737美元增加到每股975美元，增长幅度为32%。我们从来不会过于看重单一年度的数据。毕竟，为什么企业经营活动获得收益的时间长度非得要与地球围绕太阳公转一周需要的时间精确地保持一致呢？相反，我们建议以最低不少于5年的业绩表现作为衡量企业业绩水平的大致指标。如果企业过去5年平均业绩水平明显低于美国企业平均水平，红灯就要开始闪烁了。”

巴菲特如此看重长期业绩而不是短期的单一年度业绩，一个重要的原因是伯克希尔公司经常承保巨灾保险，年度业绩很容易大幅波动。

巴菲特在1996年致股东的信中解释道：在我们的巨灾保险业务上，我们的客户是那些面临巨大的盈利波动性而想要将其减小的保险公司，而我们出售的产品就是我们自愿把这些企业的盈利波动性风险转移到我们公司账面上的保险服务，当然我们希望为此服务收取合理的价格。伯克希尔公司账面盈利的上下剧烈变动一点也不会让我们烦恼和焦虑：我和芒格宁愿要波动起伏的15%年收益率，也不要平稳的12%年收益率。我想如果伯克希尔公司的股东兼合伙人也能接受公司盈利的波动性，那么我们在经营管理上会更加放松地去做，而这也是为什么我们要定期重复警告年度业绩可能大幅下滑的原因。”

公司业绩与股价表现也应看5年

巴菲特在2010年回顾伯克希尔过去45年的经营业绩及其相对于股市的表现时，特别用5年的数据来分析。

需要注意的是，年度业绩数据，既不应该完全忽视，也不应该看作是最重要的。地球围绕太阳公转一圈需要一年时间，但是让投资或者经营决策产生盈利需要的时间并不会与地球围绕太阳公转一圈完全同步。例如，在GEICO保险公司，2010年我们满腔热情地支出9亿美元大做广告，来吸引客户投保，但这些保单并不会当年马上创造出利润。如果我们能够有效地把广告支出提高一倍，我们将会非常乐意这么做，尽管我们短期的年度业绩会因此受损。我们在铁路和公用事业上的很多大型投资都是目光非常长远为了很多年之后的盈利回报才做出的决策。”

为了让各位股东用长远的目光来审视我们的业绩，我们把年报第2页上的年度业绩数据转化成5年期业绩数据。这些数据告诉我们一个很有趣的故事。相对而言，我们业绩表现最好的年份在上世纪80年代。但是股票市场的黄金时代却是随后的17年，在此期间伯克希尔取得了辉煌的绝对业绩，尽管和指数相比的相对业绩领先优势缩小了。”

■ 读者话题 | Communication

国际板推出“适时”是关键

□宁波 谢宏章

在被市场“淡忘”了一个多月之后，有关国际板推出的传闻再次引发市场内外的广泛关注。7月20日，有市场传闻称，国际板细则将于近期出台，其条件为境外上市满3年，发行前6个月月均总市值不低于300亿元，3个会计年度净利润不低于30亿元，最近一个会计年度不低于10亿元，境内业务发展良好等。

针对这一传闻，中国证监会相关人士在第一时间表示：国际板正在准备、研究和论证中，相关细节

以最后正式对外发布的为准。此前，中国证监会主席尚福林曾在2011陆家嘴论坛上表示：我们离推出国际板越来越近了。”

有关国际板推出的话题在市场内外引发的关注和热议今年以来几乎没有停止过，争论的焦点主要集中在两个方面，一是要不要推出，推出后将给现有市场带来怎样的影响？二是何时推出，以什么样的方式推出？

实际上，国际板到底“长”啥样，对中国资本市场带来的影响究竟是正向多还是负面大，大家既未见过更未碰过，在此情况下就断言

将如何如何显然缺乏科学依据。但从长远看，作为中国资本市场对外开放和上海国际金融中心建设的重要组成部分，国际板出现在中国资本市场的舞台是大势所趋，但推出的方式和时机却大有讲究。

笔者认为，在目前市场氛围下应暂缓推出。从市场的资金面和承受力看，由于推出国际板的本质是增加了股市的筹码供应，在市场需求没有明显增加、资金供应不见有效改善的情况下，单方面增加市场的筹码供应，势必会对股市的供求关系带来冲击。从投资者的心理面和目前股市的制度设计看，现阶段

推出国际板可能会对投资者信心形成一定的影响，给股市制度缺陷问题的解决增加难度。

衡量国际板推出的条件是否成熟，不仅取决于硬件是否已经具备，更取决于制约中国股市发展的瓶颈和制度性缺陷等问题是否得到有效解决，取决于发行者和投资者双方利益的兼顾问题是否得到有效解决，取决于投资者付出和回报不相一致的矛盾和问题是是否得到有效解决。

推出国际板是一项十分复杂的系统工程，需要做的准备工作很多，不仅要求在法规、技术和监

管等方面做好积极、充分的准备，而且要从中国的国情和股市的现状出发，着力解决中国股市制度缺陷问题。因此，笔者认为，当务之急，是要拿出足够的勇气和智慧，抓住制约中国股市发展的“牛鼻子”，在让更多的企业获得发展所需资金的同时，让广大投资者得到实实在在的投资回报，进而分享到经济发展所带来的财产性和投资性收益。只有这样，国际板的推出才是水到渠成，在此基础之上推出的国际板才会对中国资本市场发展乃至中国经济发展产生积极而又深远的影响。

■ 上海证券交易所投资者教育专栏（蓝色梦想）

再融资：助力公司做大做强（上篇）

2008年初的中国平安，似乎一点也不“平安”。1月21日，中国平安突然宣布董事会决议，称将借道A股再融资，募集规模高达1600亿元人民币。这个数字相当于2007年整个A股市场IPO融资总额的三分之一。若这一计划获得通过，将超越工商银行“A+H”IPO，成为中国资本市场上最大的一宗融资案！

巨额融资公告引发市场恐慌，中国平安股价应声跌停，更拖累沪深股指急速下挫，上证综指全天下跌354点，跌幅高达7.22%！

正所谓“屋漏偏逢连夜雨”，2月20日，市场再次传出浦发银行将再融资400亿元的消息。与此同时，其他上市公司再融资的传闻满天飞，对市场形成重大利空。一片风声鹤唳中，2月25日上证指数继二度跌破年线后再创新低。

面对当时的二级市场情况，中国平安表示将审慎考虑再融资的时机、规模以及市场承受能力，最终，再融资方案没有上报到证

监会。

此次事件令市场掀起了关于再融资是否“圈钱”的论战。再融资真的就是上市公司“圈钱”的手段么？其本质究竟是什么？

所谓再融资，是指上市公司通过配股、增发和发行可转换债券等方式在证券市场上进行的融资。主要包括股权融资和债券融资两种方式，其本质是公司获得资金的一项手段，是公司扩大规模的一种方式。

招商证券股份有限公司投资银行部总经理——谢继军

再融资是上市公司根据自身发展需要，通过增发、配股、发行债券等方式在证券市场上进行直接融资。应当说，再融资对上市公司的发展起了较大的推动作用，也给投资者带来了可观的回报。

需要说明的是，作为一种融资方式，再融资本身并无利好或利空之分，关键是看上市公司的再融资方案是否适合、规模是否合理、募

集资金投资项目是否有良好的前景、能否成为公司新的盈利增长点等等。总之，再融资并不等于“圈钱”，但是，怎么融资、融资多少、什么时候融资，还是有一个“度”的问题，只有把握了这个“度”，才能改变投资者对于再融资的偏见，才能给投资者带来更好的回报。

非公众公司的增资扩股，仅面向部分特定的对象，不会涉及社会大众的利益。这种投资份额买卖行为就如同买卖普通商品一样，只要双方都认可，且不违反法律规定，即可实施。

上市公司的增资扩股则不同。对于上市公司而言，增资扩股属于公开发行证券的行为，由于通过报纸、电视、广播等媒体公开宣传，受到影响的并非某个投资者，而是社会上不特定的公众。其中一些缺乏足够经验的投资者极有可能在这种宣传的影响下盲目投资。因此，从保护公众投资者利益的角度出发，必须对这种再融资行为进行严

格管理。根据我国相关法律法规的规定，上市公司证券发行由证监会核准。

现代资本结构理论认为，企业融资方式的选择顺序首先是内部股权融资（即留存收益），其次是债务融资，最后才是外部股权融资。但在我国，上市公司实际融资方式选择中呈现偏好股权融资的特点。有的上市公司在较低资产负债率且多年不进行现金分红的情况下仍多次选择股权融资方式。这样的再融资往往受到投资者的质疑，比如上述情况下的股权融资是否有利于上市公司保持合理的财务结构、是否有利于股东利益最大化，以及股权融资是否存在必要性等。

国联证券股份有限公司董事长——雷建辉

融资方式的选择在很大程度上受到融资成本的制约。股权融资的实际成本即为股利回报，对企业而言，现金股利为企业实际需要支

付的资金成本。而我国证券市场在股利分配上长期存在重股票股、轻现金股的情况。在我国，由于上市公司的股利分配政策主要由大股东选出的董事会制定，股利分配政策成为管理层可以随意调控的砝码，因而外部股权融资的实际成本成为公司管理层可以控制的成本，相对于债券融资的利息回报的硬约束，上市公司的管理层更愿意选择股利分配的软约束。这正是造成我国上市公司偏好股权融资方式的一个重要原因。

鉴于此，2009年中国证监会颁布了《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，提高了再融资的核准条件，即要求三年累计现金分红比例达到30%。此规定的颁布，表明了管理层支持上市公司现金分红、以分红形式回报投资者的态度。

（更多内容，请登录上海证券交易所投资者教育网站观看《蓝色梦想》，<http://edu.sse.com.cn>）

■ 深交所投资者教育专栏

善用分析数据 做个理性投资人

□深交所投资者教育中心

板的1至2倍，展现出较强的盈利能力。

二、中小型公司成长性现“V”字形曲线

从2010年数据看，创业板净利润增长率为31.20%，中小板为32.53%，低于主板的42.10%。分析发现，我国中小企业上市公司的成长性在IPO后具有典型的耐克曲线特征。即在上市后一两年内其成长性普遍有所下降，但之后成长性开始回升，在图形上表现出“V”字形曲线或称耐克曲线。

三、宏观经济环境对大型企业影响更大

从2003年经济探底复苏至今，我国宏观经济正好走过一个完整周期，特别是2008年在国际金融危机的影响下，我国宏观经济经历了增速急剧下降，而后又快速反转并进入新一轮增长的运行过程。初步分析发现，宏观经济对大型企业和中小企业业绩的影响具有比较明显的差异，其中宏观经济因素变动对大型企业业绩的影响更大，而中小型企业（上市公司）业绩在经济环境变动中则相对稳定，表现出一定的抗周期特点。

各板块业绩有差异 特点明显

一、创业板有较强的盈利能力

2008—2010年度，主板、中小板、创业板上市公司的平均毛利率水平保持基本稳定。其中，2010年主板上市公司平均销售毛利率19.76%，总体稳定并逐年提高；中小板上市公司平均销售毛利率23.94%，与2009年基本持平；创业板上市公司平均销售毛利率高达37.07%，是深市主板和中小

需要关注的主要问题

一、宏观经济环境变数增大

鉴于上市公司经营、业绩与宏观经济环境之间关联度日益紧密，宏观经济环境变化对上市公司的影响更为深远，且充满挑战。2010年上市公司经营的多个方面已充分体现宏观经济环境变化的影响，宏观经济环境变化已经成为影响上市公司经营与业绩的最关键因素。

当前宏观经济发展的背景良好，仍处经济的上升周期中，但宏观经济的不确定性因素仍然很多，通货膨胀风险、资产泡沫风险构成中国经济未来的潜在重大风险。另一方面，从经济结构调整的角度看，2010年普遍被认为是新

经济周期的开端，国家出台了战略性新兴产业的系列政策。在新经济周期中，上市公司发展的机遇与挑战并存。

二、上市公司业绩分化明显

从过往几年的年报数据看，上市公司业绩分化已持续出现，这一现象在2010年报中表现更为明显。2010年主板前10家公司合计净利润516.22亿元，占净利润总额31.85%，比2009年提高0.85个百分点。中小板2010年净利润前10名的公司实现净利润197.25亿元，占中小板整体净利润总额的22.42%，比2009年提高2.04个百分点。创业板2010年净利润前10名的公司实现净利润20.32亿元，占全部公司净利润的35.37%，比2009年的15.75%提高近20个百分点。

2010年度深市上市公司总体业绩情况表

深市各板块	平均营业收入		平均净利润		净资产收益率	每股收益(元/股)(加权平均)	每股净资产(元/股)	每股经营性净现金流(元/股)
	2010年(亿元)	同比增长	2010年(亿元)	同比增长				
主板	54.69	35.20%	3.13	42.10%	11.87	0.42	3.55	0.31
中小板	16.12	33.29%	1.44	32.53%	11.72	0.58	4.96	0.71
创业板	4.09	38.02%	0.71	31.20%	8.73	0.67	7.62	0.22

三、高送转现象值得关注

2010年度，中小板、创业板推出高比例送红股和资本公积金转增股本方案的公司家数和比例均创出新高。创业板69家公司每10股送转10股以上，占比近35%；中小板每10股送转10股的87家，占比近15%；主板“高送转”公司家数与去年基本持平，每10股送转10股以上的7家。（本文由深圳证券交易所研究所提供）

本栏目文章仅为投资教育之目的而发布，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。深圳证券交易所力求本栏目文章所涉信息准确可靠，但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证，对因使用本栏目文章引发的损失不承担责任。

诚聘英才

除附有说明外，总部岗位工作地点均在北京。

（一）零售业务总部

◆ 投资顾问（首席、资深、高级、投资顾问）

岗位职责：负责客户的维护、投资咨询、产品销售和产品设计等工作。

工作地点：北京、上海、深圳、广州、福州、天津、重庆、佛

山、合肥、太原、长沙、武汉、西安、郑州、杭州、南昌、南

京、南京、成都、都江堰、福建、泉州、三明、南平、莆田、永安、漳州、江阴、邵武、石狮、将乐、

惠安、沙县、龙海、龙岩、晋江、宁德、长乐等）。

（二）投资银行总部

◆ 保荐代表人

岗位职责：负责保荐项目的各阶段工作，履行对发

行人的尽职调查和上市后的持续督导等职责。

◆ 股权融资岗

岗位职责：负责股权融资项目的相关工作。

◆ 财务顾问岗

岗位职责：负责拟订企业资本运作项目方案并提供

咨询服务等工作。

（三）证券投资部