

巴菲特教你看上市公司年报

编者按:2011年上市公司年报披露行将结束,截至4月26日24时,沪深两市已有2321家披露年报。本报选取了股神巴菲特看重的几个指标,借助于股神的智慧来帮助投资者观察、分析上市公司的盈利质量、成长能力和公司治理。有意思的是,巴菲特的选股经和行业表现似乎不搭界,去年增速最快的行业是饲料和畜禽养殖,而增速最慢的是林业和航运业,但今年一季度,饲料、养殖增速明显放缓,表现最好的是火电、旅游和通讯行业,而航运、钢铁依然处于低迷状态。

暴利公司254家 三大指标筛选“高帅富”

●按毛利高于40%、净资产收益率高于15%、净利率高于5%过滤后仅剩下75家公司。

证券时报记者 范彪

作为新近流行的网络词汇,“高帅富”形容男人在身材、相貌、财富上的完美无缺,这样的男人往往会博得众多女性的青睐。巴菲特也是这样,擅长于寻找上市公司中的“高帅富”。毛利率持续较高、长期能赚钱的公司可以堪称是上市公司中的“高”,再加上净资产收益率高于15%、净利率高于5%,一个可供选择的“高帅富”公司就这样诞生了。

好公司一定是高毛利

按巴菲特的标准,毛利率过40%是底线。结合已披露年报上市公司2011年业绩来看,254家公司已经连续5年保持了毛利率超过40%。考虑很多上市公司上市时间不长,严格按照巴菲特要求至少十年高毛利并不切合实际。即便如此,这254家公司也并非全都是巴菲特眼里的优秀公司,很多公司连续高毛利,却并非真正意义上的“高帅富”。

高毛利是巴菲特很看重的一个财务指标,他认为只有具备持续竞争力的公司,才能保持高毛利。他投资的可口可乐毛利率一直保持在60%以上,穆迪及伯灵顿北方圣太非铁路运输公司也是如此。

相反,那些毛利率低的公司往往惨淡经营。2011年,以广汽集团、一汽夏利为代表的汽车公司,柳钢、鞍钢为代表的钢铁公司毛利率都在10%以下,且最近几年来,一直如此。在巴菲特的眼里,美国通用汽车、美国钢铁在内的公司毛利率多在20%以下徘徊,属于赚钱辛苦的公司,不属于他钟意的类型。



高毛利受到股神的看重,也难怪去年媒体总拿个别行业的高毛利说事,比较典型的案例是说一些高速公路公司毛利率超过9成,赚钱太疯狂。

真正好公司的判断标准

实际上,巴菲特绝不单纯以高毛利来衡量公司的质量。254家连续5年高毛利的公司,从毛利率指标来看光鲜照人,但只要加上净资产收益率高于15%,净利率高于5%这两个指标过滤,254家公司中,就有179家公司褪去华丽外衣,仅剩下75家公司。事实上,净利率高于5%可能仍不足以满足巴菲特的要求,因为有些时候CPI就已经超过5%了。

很多公司有很高的毛利率,但公司投资建设时花费很大,相关的利息费用很高,最终企业显得并不赚钱。中原高速去年的毛利率高达56%,且持续性较好,但其净资产收益率仅有4.69%。这意味着,要靠项目利润回本,要超过25年。

剩下的75家“高帅富”公司主要有白酒、医药、旅游、IT等几大类。根据巴菲特的传统观念,一般不选择投资更新步伐太快、需要不断投资开发新产品的IT类公司。此外,黄山旅游、丽江旅游等旅游类企业虽然也显示出良好的盈利能力,但景区类公司体现出一定的公益性,在投资上争议也较大,最直接的是其门票价格的确定往往需要价格听证会,不够市场化。此外,很多景区公司的利润是与相关的政府管理部门分成,公司自己对利润掌控能力较差。

在75家公司中,也有一类企业难以用行业划分,但也显现出一定的共性。比较有代表性的是三安光电、莱宝高科、南

国置业等。这些公司往往在一段时间经历了行业的繁荣发展,短期一两年、甚至几年内呈现出较强的盈利能力。

巴菲特之所以强调连续10年以上保持高毛利,就是要规避这种搭乘上行业景气度浪潮的公司。例如,国内房地产公司经历了连续多年的高景气度,从财务数据上看,这些公司往往体现出很强的获利能力,但实际上,一旦脱离行业属性,很多公司就丧失了自身的护城河。

巴菲特喜欢那种能够经得起时间考验的、依靠独特竞争力立足于市场的公司。

从数据上来看,初步符合巴菲特毛利指标的公司主要是白酒公司和部分制药企业、资源型企业,具体包括酒类里的贵州茅台、张裕A、泸州老窖、五粮液;医药里的双鹭药业、华兰生物;资源类企业里的盐湖集团、金岭矿业等。

当然,仅仅就毛利、净利率等指标简单筛选上市公司并不可取,实际投资过程中则需要投资者进行更为深入的研究和调查,并结合更多的财务数据来进行分析判断。多数时候,由于国内外投资环境的不同,也要求投资者在选择上市公司时更加谨慎。

2011年毛利率前15名上市公司			
证券代码	证券简称	净资产收益率 (%)	销售毛利率 (%)
002410	广联达	15.38	97.46
600816	安信信托	45.96	93.36
600519	贵州茅台	40.39	91.57
300204	舒泰神	16.44	88.70
600588	用友软件	19.59	84.87
600594	蓝帆医疗	26.65	82.82
600276	恒瑞医药	23.03	82.77
000661	长春高新	19.03	82.74
300003	乐普医疗	21.47	82.54
600570	恒生电子	23.04	79.61
600645	中源协和	16.24	79.35
002063	远光软件	24.83	77.10
002033	丽江旅游	17.12	76.27
000869	张裕A	43.08	76.12

▶ 巴菲特很看重高毛利公司,毛利率过40%是底线,再加上净资产收益率高于15%、净利率高于5%,好公司就筛选出来了。

▶ 巴菲特喜欢长期借款少的盈利公司。“长期贷款/净利润”成为巴菲特选择公司的一个重要指标,且这一比值要尽量低。

▶ 巴菲特认为,需花费巨额研发费用的公司,都存在竞争优势上的缺陷,且过高费用会吞噬企业利润。



吴比较/制图制表

躺着数钱胜过血拼研发

●去年4成公司研发费用支出占营业利润4成以上。

证券时报记者 张莹莹

研发费用是个相对冷门的词汇,但巴菲特认为,需要花费巨额研发费用的公司,都存在竞争优势上的缺陷,并且过高费用还会成为吞噬企业利润的凶手。去年年报中,有近7成的公司发生研发费用支出,其中包括100多家营业利润亏损的公司。这些公司中,又有超过40%的公司研发费用占营业利润的比值在4成以上。

研发疲于奔命

是高科技公司,但不一定都是苹果。

2000年,苹果公司市值160亿美元,而微软市值5560亿美元,是

苹果的35倍。如今,苹果市值已经突破6000亿美元,微软则回落至2600亿美元。2011年,微软研发费用94亿美元,苹果26亿美元。苹果的巨额利润足以抵偿大量的研发资金,但许多企业持续投入研发,却未换来更高的利润回报,终生疲于奔命。

与此同时,研发带来新品,也意味着企业必须不断升级其产品销售计划,不得不同时在销售和管理费用上耗费巨资。例如,中国一汽称,拟投105亿提升红旗产品研发能力,这意味着还需固定资产、销售费用等一系列后续投入。

据Wind数据统计,有120多家公司研发费用的投入是营业利润的1倍以上,其中有10家公司达到10倍以上。需要持续投入较高研发费用的公司主要是交通运输、医药行业、信息技术、有色金属制造业等行业。

从研发费用投入的绝对金额来

看,首当其冲的是“铁路一哥”中国中铁,投入研发费用约为97亿元;第二便是最具代表性的中兴通讯,中兴通讯2011年研发费用84.93亿元,其扣除非经常性损益的净利润为10.67亿元。与中兴通讯相似的公司是华为。2011年年报中,华为的研发费用投入也让人瞠目结舌。华为去年研发费用近237亿元,10年累计研发费用150亿美元。虽然华为销售收入首次突破了2000亿元,但净利润116亿元,同比下降了50%以上。

躺着挣钱

有时候能够持续“吃老本”,也是一种资本。这在无需研发费用支出的上市公司中体现明显。

据统计,不需研发费用的公司共700多家,从行业来看,100多家房地产企业无需研发费用。另外,金融服务业、批发零售、交通运输,文化类等行业公司,不用为研发新产品而

长期贷款/净利润:包袱轻才是好公司

●酒业药企赚钱还款无忧,高速、水电类偿债压力大。

证券时报记者 靳书阳

巴菲特喜欢那些长期借款很少,甚至压根儿没有长期贷款的盈利公司。“长期贷款/净利润”成为巴菲特选择公司的一个重要指标,且这一比值要尽量低。数据显示,颇受市场青睐的“吃药喝酒”概念类公司,较多符合这一标准;而高毛利的高速公路公司则大都因为背负巨额借款,还贷遥遥无期。

巴菲特认为,如果一家公司具备超强的盈利能力,当其需要扩大生产规模或进行并购时,完全没必要举债。即使有长期借款,在任何一年,其都应该有充足的盈余在两三年内清偿所有长期债务,而且这个净利润是扣除非经常性损益之后的数据。

“酒业”不用借款度日

在4月24日前已披露年报的2181家上市公司中,有1001家上市公司2011年度长期借款为0,排除金融企业,净利润位居前十的上市公司分别是贵州茅台、五粮液、苏宁电器、长城汽车、泸州老窖、青岛海尔、广深铁路、巨化股份、张裕A以及上海机场。前十名中,有四家是酒类公司。而上述公司无疑是巴菲特最钟爱的具有垄断地位的消费品类企业。

贵州茅台、五粮液、泸州老窖、张

裕A这几家酒企,产品都和可口可乐一样,属于需求永无止境的快速消费品。只要有中国人的地方,就一定有对好酒的需求。其次,在其细分领域具有一定的垄断定价地位。以茅台为例,自上市以来,最高端产品“飞天”系列一直处于单提价的发展周期。

而苏宁电器的上榜则与其“类金融”式经营模式有关,2011年度公司同样没有一分钱的长期借款,却净赚46.23亿。由于拥有全国性的销售渠道网络,苏宁这样的连锁企业可以如同银行吸收存款一样,通过账期来利用供应商资金,将获得的周期性无成本短期融资投入企业的日常经营。账期指从生产商、批发商向零售商供货后,直至零售商付款的这段时间周期。如此一来,自然没有对长期借款的大量需求。但零售企业激烈的竞争并不符合巴菲特垄断企业的范畴。

药企造血能力强

在A股市场,提起消费概念股,就是“吃药喝酒”。记者统计,2011年度,长期贷款/净利润的比值在0-1之间的上市公司,即一年的净利润足以偿还长期借款的上市公司有374家。在这个列表中,比值最低的前10家上市公司有4家是医药保健类企业。分别是海思科、恩华药业、九芝堂、丽珠集团。其相应比值分别为0.19%、0.22%、0.32%、0.35%。

而将考查范围扩大到比例最低的前20家上市公司,则可以增加益佰制药、中新药业、云南白药以及华润三九4家上市公司。其比值分别为0.39%、0.49%、0.57%、0.58%。上述公司2011年度的长期借款与净利润相比微乎其微。

至于创业板公司,由于大多数公司在上市时获得较高的超募资金,所以这一指标并不适用。

高速公路还债期长

为什么高毛利率的高速公路公司低市盈率?以巴菲特的标准来看不无道理。2011年度,高速公路公司平均毛利率高达56.08%。但是,按照2011年度长期贷款/净利润指标来核算,高速公路公司这一比值普遍超过10,即使高速公路公司将所有净利润用于偿还贷款,普遍也需10年以上才能完成。例如中原高速,该比值为52.06,即使中原高速保持目前盈利并将盈利全部偿还借款,也需要至少52年才能还完。

水电类公司面临的问题与高速公路公司类似,都是在建设期背负了巨额银行借款。虽然建成后每年净利润都很可观,但其长期贷款/净利润指标却普遍超过高速公路公司。从这个角度来看,资本市场普遍给予高毛利率的此类公司10倍左右的市盈率。

长期借款为零且净利润位居前十名的上市公司 (排除金融企业)	
上市公司名称	2011年净利润
贵州茅台	87.85亿
五粮液	61.80亿
苏宁电器	46.24亿
长城汽车	33.12亿
泸州老窖	28.96亿
青岛海尔	24.38亿
广深铁路	19.08亿
巨化股份	18.40亿
张裕A	18.35亿
上海机场	15.00亿

心惊胆战。

上述公司中,剔除营业利润为负和暂停上市公司,营业利润排名前20的公司中,有17家公司是从事金融服务类,另外3家是房地产龙头万科A和水泥龙头海螺水泥,以及煤炭行业龙头中国神华。另外,排名靠前的,并持续无研发费用的还有保利地产、五粮液、中国国航、潍柴动力、苏宁电器等公司。此外,伊利股份在近三年内也没有明确的研发费用投入。

值得一提的是,与五粮液相比,贵州茅台在其年报中为2343.5万元的研发费用,当然这占其营业利润的比值已经微乎其微。

进退两难

高研发费用的公司,往往面临激烈的市场竞争,随时都有“猝死”的危险。正如比尔·盖茨的名言:“我们离破产永远只有一年半时间”。

对于科技型企业来说,一旦研

发滞后,则很快被淘汰,诺基亚就是例证。为此,有些公司虽然营业利润处于亏损的状态,也要不断投入研发费用。

据统计,共有100多家企业虽然2011年的营业利润亏损,但仍然进行研发投入。这些公司中,研发费用投入最多的是振华重工,2011年投入研发费用5.65亿元,而当年的营业利润亏损3.33亿元。华菱钢铁2011年的研发费用是2.25亿元,而当年的营业利润是亏损10.08亿元。汉王科技巨投入研发汉王电纸书,但却迅速被平板电脑替代,因此尽管去年汉王科技营业利润亏损了5.5亿元,还是不得不投入了1.5亿元用于研发。对汉王科技来说,不研发、不创新,就意味着死亡。

因此,巴菲特并不喜欢研发费用高的科技型企业。但对于科技型企业来说,新产品研发伴随着高风险,也往往意味着高回报,就看这种高回报值不值得冒高风险。