



2020.02.23

## 巴菲特股东信体现的五个关键问题

### 本报告导读：

巴菲特股东信发布，我们从投资和研究的视角抽取了五个关键问题，具有时代背景，不失投资理念。

### 摘要：

- **相较标普 500, 2019 年巴菲特赢了输了？**以伯克希尔哈撒韦(简称 BH, 下同)的股价来看，巴菲特跑输标普 500 约 20 个百分点，但是从投资管理的组合来看，大幅跑赢 18 个百分点；即使提出苹果的贡献，即使与纳斯达克指数相比较，其投资业绩的优秀依然强健(Robust)。
- **对低利率的评价喜忧参半？**相较固定收益产品，低利率似乎对于股票投资更为友好。但是对于作为保险公司的投资管理而言，低利率带来的压力也是不言而喻的。
- **投资的秘诀也是对 GAAP 的批判？**GAAP 在商誉、少数股东权益等方面的规定和更正会加大 EPS 的不必要波动，也会使得投资者需要更多的通过对 EPS 的修正来正确理解公司经营的全貌；当然，简单按照华尔街的标准方法也是容易产生较大误差的。
- **何时投资/回购自己的公司？**对 BH 高度自信，其实也是对自己投资理念的信仰，坚定的购买低估的 BH；在现金充沛的时候投资 BH 也是一个必然选择。
- **似在安排新的掌门人？**90 岁的巴菲特专门撰写了未来的路一节，谈及了对自己继承自己股票者的期望(“Will”)；股东大会会有重大变化，在于两位核心管理经营人员。

### 报告作者



李少君(分析师)



010-83939799



lishaojun@gtjas.com

证书编号 S0880517030001



程越楷(研究助理)



010-83939812



chengyuekai@gtjas.com

证书编号 S0880119090011

### 相关报告

回首五年，更上一层楼

2020.02.23

资金面解析：北上、场外入市，风险偏好提升

2020.02.16

何时逆境反转？前瞻消费服务“重灾”板块

2020.02.16

通信与电子 6 大细分产业：赶工可较大程度弥补负面冲击

2020.02.15

新能源与汽车 7 大细分产业：复工冲击知多少？

2020.02.13

## 1. 本文核心观点

2020 年 2 月 22 日，巴菲特发布了股东信，值得投资和研究人员总结思考的问题有五：

### 其一，相较标普 500,2019 年巴菲特赢了输了？

以 BH 的股价来看，巴菲特跑输标普 500 约 20 个百分点，但是以投资管理的组合来看，大幅跑赢 18 个百分点；即使提出苹果的贡献、即使与纳斯达克指数相比较，其投资业绩的优秀依然强健（Robust）。

### 其二，对低利率的评价喜忧参半？

相较固定收益产品，低利率似乎对于股票投资更为友好。但是对于作为保险公司的投资管理者而言，低利率带来的压力也是不言而喻的。

### 其三，投资的秘诀也是对 GAAP 的批判

GAAP 在商誉、少数股东权益等方面的规定和更正会加大 EPS 的不必要波动，也会使得投资者需要更多的通过对 EPS 的修正来正确理解公司经营的全貌；当然，简单按照华尔街的标准方法也是容易产生较大误差的。

### 其四，何时投资/回购自己的公司

对 BH 高度自信，其实也是对自己投资理念的信仰，坚定的购买低估的 BH；在现金充沛的时候投资 BH 也是一个必然选择。

### 其五，似在安排新的掌门人

90 岁的巴菲特专门撰写了未来的路一节，谈及了对自己继承自己股票者的期望（“Will”）；股东大会会有重大变化，在于两位核心管理经营人员。

## 2. 被误解的 2019：11%是超越 31%的？

### 股价跑输 20%，组合跑赢 18%

BH 的股价在 2019 年上涨 11%，同期标普 500 上涨 31.5%，由此计算，BH 跑输了 20 个百分点。

但是如果我们复原一下 BH 的前十大重仓股，该组合中表现最好的，也是年初占组合权重最大的股票苹果涨幅 89%，表现最差的，也是年初占组合权重第九的，纽约梅隆银行，涨幅 10%。该组合 2019 年投资收益

49%，跑赢标普 18 个百分点。

### 剔除苹果，依然优秀

诚然，苹果占持仓近 3 成的权重，加上 89% 的涨幅，为整个组合贡献了 26 个百分点的收益。如果剔除苹果的收益贡献，按照前九大公司的持股组合，2019 年该组合的收益率为 33%，仍然跑赢标普，剔除掉苹果对标普的贡献后，无苹果标普收益则为 33%，与 BH9 持平。

### 换个基准，仍然不逊

换个基准指数呢？如果我们把指数换成科技型成长性更强的纳斯达克指数，该指数 2019 年涨幅 35%（复权），BH10 组合跑赢纳指 14 个百分点，剔除苹果影响，BH9 跑输无苹果纳指 7 个百分点；如果拉长来看，2000 年互联网泡沫破灭至今纳指从 5000 点上涨 100%，而 BH 股价则涨幅超过 500%。

### 没有价值，不论成长

也正是基于公司创造净资本增值的基本逻辑，巴菲特似乎从不认同把股票分成价值和成长两个截然对立的风格。但是也难怪投资者把巴菲特固定在价值的风格上，从巴菲特的长期持股序列来看，大部分是金融板块（美国运通、美国银行、纽约梅隆、大通银行、富国银行等）。客观讲，持有一堆银行的组合，能和标普及纳斯达克收益 pk，也着实体现了投资水平。

巴菲特曾谦虚的说，他往往“熊市跑输，牛市跑赢”，这一点如果从 BH 的股价来看，似乎 2019 年是对的，但如果从巴菲特的投资组合来看，无论是 BH10 组合，还是 BH9 组合，都是谦虚的。

## 3. 如何看待低利率？

巴菲特认为，低利率在过去十几年的时间中持续，并且暗示在低利率的情况下，股票的收益将会跑赢债券。这与我们所看到的景象是一致的，虽然包括我们 A 股在内的全球主要权益市场的估值都在过去一年中显著提升，甚至不少标的与历史相比已经明显昂贵，但如果我们考虑全球约三分之一的主流央行都仍然在执行宽松的货币政策，全球主要国家的固收市场利率已经低至罕见，甚至欧洲、日本的大量主权债已经是负利率。

所以，和债券相较，股票的昂贵似乎并不那么突出。

当然，在资产端（投资端）低利率带来了良好的收益，但是从长期来看，其给负债端带来的压力也不容忽视。巴菲特在这里强调了保险公司浮存金（或准备金，float）面临的增长压力。因为基于匹配原则，财险公司标准的投资策略是把大量的资金偏向高评级债，因此利率的波动就极其重要。低利率环境下，保险公司债券到期再投资的收益率会更低，“曾经能安全的赚取五六分钱，现在只有两三分”，甚至还不到。

## 4. 传授秘诀与批判 GAAP

### 寻找合适的公司

巴菲特在不止一个场合，当然也在 2019 年的股东信中强调，要靠寻找好的公司（注意，不是好的股票），这样的公司标准有三，简要概括：赚取经济资本，好的管理者，好的价格；这里和我们日常关注的 EPS 不同，赚取的经济资本是考虑企业做的投资和未来收入差额的现值，远不是一个 GAAP 的会计利润可以代替。

### 用合适的方法

经济资本和 EPS 差异何在？

巴菲特多次提出对会计数据的解读方法，甚至不厌其烦的列举典型案例来论证，一个公司在并购前并未和 BH 并表，并购后进行了并表，但经过一系列 GAAP 的准则调整之后，同一家公司、同样的资产的 BS 表和 IS 表的科目和数据却产生了很大的差异，这些差异的一个典型来源在于并购产生的商誉（Goodwill）。

巴菲特也曾不止一次对华尔街的现金流贴现模型提出不同意见，例如，华尔街报告中经常出现“现金流”数字非常荒谬。这些数字只是例行公事地包括财报盈利加上折旧、损耗、摊销以及一些其他非现金成本……大多数投行的宣传手册中也有这种欺骗性描述。

### 关注报表的秘诀

对 GAAP 和投行的传统做法（EBIT/EBITDA）提出批判，并不是巴菲特成功的秘诀。因为能够提出这种批判的人实在不乏。巴菲特评价公司核心的秘诀在于留存收益的复利效应。

他认为从长期来看，股票将会跑赢债券，这源于留存收益的复利效应。因此相比 EPS 和股利，他更喜欢留存收益的增长，并依靠优秀的管理团队以此驱动留存收益的复利增长。这也是为何他会在股东信的第一部分，就强调留存收益的力量“The Power of Retained Earnings”。

**表 1: 伯克希尔哈撒韦重仓股名单**

<i>Company</i>	<i>Yearend Ownership</i>	<i>Berkshire's Share (in millions)</i>	
		<i>Dividends(1)</i>	<i>Retained Earnings(2)</i>
American Express	18.7%	\$ 261	\$ 998
Apple	5.7%	773	2,519
Bank of America	10.7%	682	2,167
Bank of New York Mellon	9.0%	101	288
Coca-Cola	9.3%	640	194
Delta Airlines	11.0%	114	416
J.P. Morgan Chase	1.9%	216	476
Moody's	13.1%	55	137
U.S. Bancorp	9.7%	251	407
Wells Fargo	8.4%	705	730
Total		<u>\$3,798</u>	<u>\$8,332</u>

数据来源：伯克希尔哈撒韦公司官网

## 5. 如何投资/回购自己的公司

如上所述，一家优秀的被投资企业，应当具有三个特征。同时作为投资者，又作为被投资者的 BH，是如何执行回购策略的呢？巴菲特明确提出，只有两个标准：一是 BH 的价值被低估了；二是 BH 手里有足够的现金。

换句话说理解，巴菲特对于 BH 的投资和运营理念是极其自信的，否则也不会把两人超过 90% 的资产投在自己的公司上，当市场倾向于低估 BH 的股票时，作为掌门人的巴菲特和芒格会选择投资自己。

正如巴菲特曾经讲过，价格是你所付出的，价值是你得到的。价格和价值的区别是很大的，价值取决于公司的内在价值（“Intrinsic Value”），但计算内在价值却很难精确衡量，因此我们两个谁都不认为花费 0.95 美金买一个估计的价值在 1 美元的公司是多么必要的。

对于 2019 年市场给与 BH 的估值，巴菲特评价是总体还合适 (modest)，偶尔还优待 (favorable)。也许是对于 2019 年 50 亿美元回购的评价，巴菲特用了一个令人深思的展望看似跑偏的进行了描述，“如果未来市场对 BH 的低估加剧，我们愿意用更激进的策略来购买股票”。因为他们希望 BH 的股份数量下降，同时他们并不致力于通过购买股票来维持股价在某个特定水平。

他们竟然不担心股票数量下降吗？是的，巴菲特曾经在以往的股东信中这样描述“BH 的流通股股东名单中 98% 是不变的”。就像巴菲特在 2019 年股东信中描述的，他希望把并购比做婚姻，对于 BH 的股东，他觉得大家更像老朋友。

## 6. 新的掌门人

巴菲特对于评价一个公司的好坏，三条标准之一就是有好的管理团队，因为他认为炒掉一个普通的 CEO 非常难，数倍于炒掉一个不称职的员工。那么对于已经 90 岁的自己来说，如何为 BH 选择新的接班人呢？在股东信中，巴菲特回顾了 2012 年的往事，提及 Ajit Jain 给他打电话汇报购买 GUARD 保险集团的事，Ajit 对 GUARD 及其 CEO 做出了正确的判断和展望。同样令人回味的，是在股东信的末尾，巴菲特指出今年的股东大会会做重大的变化：“股东、媒体和董事们建议我，我们的两个核心经营管理人员，Ajit Jain 和 Greg Abel，应当更多的亮相。”

与以往相比，这也许是个巨大的变化。但是，也许变化的不只是股东大会。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100033
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		