

奥马哈亲历记

钟明

踏上奥马哈小镇,脑海里不由自主地就浮现出查理·芒格的那句话:“大部分人都太浮躁,担心得太多。成功需要平静、耐心,但是机会来临的时候也要足够进取。”是的,不来到这里,很难体会这句话的深意。

奥马哈,真正能让人体会到平静气中蕴含的力量。

就是这样一座充满宁静魅力的小镇,每年5月初的几天,会向世界展现出她令人怦然心动的魅力,世界各地4万多名投资者怀着朝圣的激动心情汇集一堂,全世界的媒体争相报道这里的每一个细节,网络直击层出不穷滚动播出,这一切都是因为伯克希尔·哈撒韦投资公司的年度股东大会召开了!

85岁的沃伦·巴菲特与91岁的查理·芒格在《WITH A HELP FROM MY FRIENDS》的音乐及众人激动的掌声和欢呼中进场,两位耄耋老人联袂主持,以难以置信的精力与体力及追随着他们的股东们持续对话7小时,以至于有中国投资人忍不住要问:你们保持这般活力的秘诀是什么?难道是喝可口可乐?!

与往年一样,会场气氛火爆,体育馆座无虚席,充满智慧的传道、授业、解惑,机智的调侃,搞怪的诙谐,冷不丁的幽默;不一样的是,伯克希尔·哈撒韦公司今年50岁了!经历了半个世纪蒸蒸日上的发展,巴菲特和芒格联手缔造了全世界迄今为止最成功也是最令人尊敬的投资公司,股东价值的年均复合增长率达到19.4%,这意味着1965年参加第一届股东大会时股东的每一美元的投资,今天的账面价值高达7694.15美元!每年的股东大会也吸引着数以万计的投资者,如朝觐般虔诚地蜂拥而至,顶礼膜拜他们心目中的“股神”。

在成为百年企业的道路上会继续有什么样的表现呢?巴菲特表示,将会非常注重传承,尽其最大努力树立正确榜样,传达人生信念,寻找一位首先值得信任、其次投资与运营能力兼备的人传承他的衣钵。

股东会于当地时间5月2日9时30分准时开始,开场丝毫没有通常见惯的股东大会的繁文缛节。巴菲特和芒格上台落座,每人一罐可口可乐和一些饼干,股东会便简简单单举重若轻万众瞩目地开始了。

巴菲特在台上自由从容,风趣幽默,说话简短有力,有逻辑性,时而穿插一个小故事和一些自我嘲讽。

在介绍完以比尔·盖茨为首的公司董事会成员之后,巴菲特开门见山地与股东们分享了前一天刚获得的BNSF Burlington Northern Santa Fe 铁路公司的年度财务报表,由于该公司各项业务指标自去年以来明显上升,今年将斥资60亿美元更新设备和开工建厂。接着,巴菲特对股东提出旗下房地产按揭贷款商高达20%的毛利润是否合理的问题给出了简洁而明确的答案:该业务的净利润只有3%。我希望看到的是一个没有暴利的正常的房地产市场。”

有股东问到有关3G资本(与伯克希

尔·哈撒韦公司合力收购H.J. Heinz)的问题,巴菲特认为,3G资本非常擅于帮助企业严格执行其既定的人力资源规划同时依旧保持高效率的运作,并以汉堡王为例,说明人力资源成本的严格控制与取得良好的业绩之间并不矛盾,尽管很少有企业能够实现这一目标。

当有股东询问一个保持10年盈利的公司所具有五个特点时,芒格认为,这个问题没有放之四海而皆准的答案,因为每个公司都不一样,他们也在不断地学习。

有股东质疑巴菲特向IBM巨额注资的合理性,并把IBM比作一家濒死的老纺织厂。芒格回答说,作为在过去一段时间内,计算机市场的主导者——IBM其实是一家非常有趣的公司,而对该公司的投资时点和购买价格都非常有利,更重要的是,很少有公司能像IBM这样经过数年伤筋动骨的调整后依然运作良好。我们过去投资的很多企业都经历过类似的短期调整”。

巴菲特对于“保险行业的黄金时代能否复制?”的回答是:“只要你永远尝试着新机会,那不只是保险行业,任何行业都会拥有黄金时代,我在意的只是收购价格是否有足够吸引力。”

之后,巴菲特和芒格还对诸如公司文化、美联储货币政策、职业经理人的商学院经历甚至亚投行等问题一一做出回应。

鉴于伯克希尔·哈撒韦是可口可乐及Diary Queen等高糖分食品企业的投资人,有的股东担心最新的科学研究和政府监管措施会削弱这些企业的竞争优势,不利于其未来的持续发展。巴菲特表示不担心,这些食品企业会适应消费者新的口味和对健康需求的偏好,继续开发出保持其竞争优势的产品,并预计未来几年可口可乐的销售将持续增长。他还开玩笑地说自己活了这么一大把年纪,身体所需热量的四分之一都是来源于可口可乐,如果只让他吃花椰菜和其他所谓绿色食品的话,大概是活不到这把岁数的。

当被问及是否担心美元失去国际储备货币地位的问题时,巴菲特认为,在未来50年内的大概率事件是美元继续扮演国际储备货币的角色;而芒格则对美元的现有发行规模和方式颇有微辞,将其比喻为把印好的钱直接从直升机上洒下去,而不再像过去那样印钞之后首先做基础设施的建设。

有股东直戳痛点要求二老回答“最失败的投资是什么”,巴菲特痛诉1990年在一家鞋厂上浪费了4亿美元,更糟的是这4亿美元不是现金,而是当时等值的伯克希尔公司的股权。时至今日,这些浪掷的股权市值60亿美元。他进一步总结道,每一次用股权做的收购都是错误,虽然有人曾批评我们的收购太过谨慎,但100倍的过于谨慎也要好过1%的不谨慎呀!”芒格补充道,多利用一些杠杆当

访谈:中国投资人眼中的价值投资

采访对象:
万吨资产董事长俞岱曦
南方基金首席策略分析师杨德龙
英大证券研究所所长李大霄
广东新价值投资有限公司董事长罗伟广
深圳一基金公司研究部负责人、基金经理

中国基金报: 巴菲特曾说:“我无法准确预测市场的波动,投资者需要做好持仓五年以上的准备,这样才推荐购买伯克希尔·哈撒韦的股票,寻求短期获利者建议另寻别处。”你如何看待长期投资与价值投资?

俞岱曦: 长期投资和长期投资是两个维度。长期相对于短期,价值相对于投机,是两个主题,不要混为一谈。

巴菲特价值投资中涉及的“本金安全”、“护城河”等投资理念是投资的本质,价值投资本身是一种理念。在我看来,长期投资是一种投资期限导致的投资方法,长期投资可以是价值投资也可以是价值投机,也可以是纯粹的

投机。但是,作为一种投资方法,长期投资不适合A股这种流动性特别好的市场,包括香港市场,甚至是全世界流动性最好的市场,没必要投那么长时间。

杨德龙: 价值投资是指投资人买入价值被低估、具备长期成长性的公司,通过长期持有,以时间换空间来获取更大的投资回报。从过去的经验来看,确实有很多投资者通过长期持有一些绩优股票,与公司共成长并获取了丰厚的回报。价值投资的精髓是以合适的价格买入被低估的资产。如果投资的公司被高估或者缺乏成长性,长期持有的话非但不是价值投资,反而会产生亏损甚至深度套牢。

因此,不能简单地将长期投资和长期投资划等号。关键还是要看投资的公司是否具备长期成长性、投资时的价格是否合理。

李大霄: 价值投资的本意是在股票低估时进入,在高估时退出。至于说持有时间是长期还是短期,还是要看低估的市场价值何时可以复平,如果短期或中期就能实现价值恢复,这也



IC/供图

然可以取得更快一点的增长,但付出的代价是每天晚上睡觉一直出冷汗。

关于伯克希尔旗下的保险业务一旦监管部门认定具有大而不能倒的系统重要性,对公司的整体业绩会有怎样的影响? 巴菲特解释道: 规模并不是判定金融机构系统重要性的唯一指标。沃尔玛的规模要比绝大多数的金融机构都大,但走进沃尔玛没有人会产生特别不安的想法。因此,真正的问题是伯克希尔从事的业务是否可能遇到一些会影响美国金融体系稳定的问题。在上次的金融危机中,旗下的金融机构表现稳健,可能是唯一还在坚持发放贷款的机构。因此,我们认为旗下的保险业务不具有威胁美国金融稳定的能力和可能。”当问题终于回到当前股票估值上时,股东普遍担心的问题是现有高价和高企业利润能否持续。”巴菲特认为,企业利润指标反映的是美国企业实实在在的经验业绩,至于高昂的股价,则取决于未来利率水平的发展。如果今天这样的利率水平持续下去,很多股票其实是显得非常便宜的。

值得关注的是,在今天的股东大会上,巴菲特与芒格几乎异口同声且不止一次地为中国经济、反腐、中国过去及现在的表现叫好,并且毫不掩饰对中国未来发展的信心。巴菲特用了两个“不能相信”来描述他对中国发展速度之快的感叹,“相当慷慨而乐观地把中国与美国并称为未来

的两大世界超级大国,斩钉截铁地认为美国应当持续密切地保持与中国的合作。”

针对价值投资是否只适合发达市场,巴菲特坚持认为,投资原则应是不分国界的,他本人在世界任何地方的投资都遵循着相同的原则,中国市场的投机力量比美国还要大意味着在中国市场可能有更多的机会被创造出来。人们总是寻找容易的方式(投资),但容易的方式往往是错误的。芒格补充道,如果中国市场有更多考虑价值、而不是参与投机的投资者,中国市场会有更好的表现。他说: 价值投资之外,还有什么称得上是有意义的呢?”

亲历整场会议始末,眼见巴菲特与芒格两位老人这般兢兢业业,内心从激动沉淀为难以名状的感动,真切感受到巴菲特之所以赢得股东们的尊重与信任,除了业绩之外,那份真诚与坦率、真正为实现股东利益最大化准则下的尽心尽责,很难不使人产生信赖。在伯克希尔的很多股东及控股企业中,有着为数不少的亿万富翁,这些人不必为了讨生活而工作,但是在巴菲特这里,他们可以获得更强烈的成就感,因为信赖,因为巴菲特这穷其一生践行和追寻的变化中的不变、变化中的可持续性,就好像不论财富怎样增长,他依旧住在奥马哈的那栋朴实无华的小屋中。

(作者系兴业全球基金助理, 本文来自美国奥马哈)

然可以取得更快一点的增长,但付出的代价是每天晚上睡觉一直出冷汗。

关于伯克希尔旗下的保险业务一旦监管部门认定具有大而不能倒的系统重要性,对公司的整体业绩会有怎样的影响? 巴菲特解释道: 规模并不是判定金融机构系统重要性的唯一指标。沃尔玛的规模要比绝大多数的金融机构都大,但走进沃尔玛没有人会产生特别不安的想法。因此,真正的问题是伯克希尔从事的业务是否可能遇到一些会影响美国金融体系稳定的问题。在上次的金融危机中,旗下的金融机构表现稳健,可能是唯一还在坚持发放贷款的机构。因此,我们认为旗下的保险业务不具有威胁美国金融稳定的能力和可能。”当问题终于回到当前股票估值上时,股东普遍担心的问题是现有高价和高企业利润能否持续。”巴菲特认为,企业利润指标反映的是美国企业实实在在的经验业绩,至于高昂的股价,则取决于未来利率水平的发展。如果今天这样的利率水平持续下去,很多股票其实是显得非常便宜的。

值得关注的是,在今天的股东大会上,巴菲特与芒格几乎异口同声且不止一次地为中国经济、反腐、中国过去及现在的表现叫好,并且毫不掩饰对中国未来发展的信心。巴菲特用了两个“不能相信”来描述他对中国发展速度之快的感叹,“相当慷慨而乐观地把中国与美国并称为未来

的两大世界超级大国,斩钉截铁地认为美国应当持续密切地保持与中国的合作。”

针对价值投资是否只适合发达市场,巴菲特坚持认为,投资原则应是不分国界的,他本人在世界任何地方的投资都遵循着相同的原则,中国市场的投机力量比美国还要大意味着在中国市场可能有更多的机会被创造出来。人们总是寻找容易的方式(投资),但容易的方式往往是错误的。芒格补充道,如果中国市场有更多考虑价值、而不是参与投机的投资者,中国市场会有更好的表现。他说: 价值投资之外,还有什么称得上是有意义的呢?”

亲历整场会议始末,眼见巴菲特与芒格两位老人这般兢兢业业,内心从激动沉淀为难以名状的感动,真切感受到巴菲特之所以赢得股东们的尊重与信任,除了业绩之外,那份真诚与坦率、真正为实现股东利益最大化准则下的尽心尽责,很难不使人产生信赖。在伯克希尔的很多股东及控股企业中,有着为数不少的亿万富翁,这些人不必为了讨生活而工作,但是在巴菲特这里,他们可以获得更强烈的成就感,因为信赖,因为巴菲特这穷其一生践行和追寻的变化中的不变、变化中的可持续性,就好像不论财富怎样增长,他依旧住在奥马哈的那栋朴实无华的小屋中。

(作者系兴业全球基金助理, 本文来自美国奥马哈)

在竞争激烈、风云变幻的市场生存下去。

李大霄: 价值投资是一个综合的标准, 现金流标准只是诸多标准和多重目标中的一个元素。价值投资的理念最关键的是发现企业的内在价值, 并发现当前的市场价值低于其内在价值, 未来市场有恢复其真实价值的要求。

罗伟广: 中国的市场还是一个新兴市场, 相对于美国这种成熟的、透明的市场, 一些巴菲特比较严苛的价值选股标准可能只适用于美国市场。按照这样的标准去选择, 就会错失乐视网、中国北车等股票, 可能只有贵州茅台等少数股票符合这种标准, 但白酒又可能受到政策因素影响, 两国国情不同。价值投资在中国实际上还是另类, 一小部分人的投资方法, 许多号称价值投资的实际上并不是真正的价值投资, 同时, 巴菲特的价值投资也不应该当做机械教条来照搬。

深圳一基金经理: 我不认为巴菲特是一个投资人, 他是一个职业经理人。他可以让收购的公司始终按照他的思路经营公司, 这在目前的公募基金是难以实现的。

■记者观察 | Observation |

伯克希尔股东大会的中国元素

证券时报记者 吴家明 汤亚平

在今年巴菲特的股东大会上, 这些来自不同国家和地区的股东中, 有一个迅速增长的团体, 就是来自中国的投资人。从十年前只有屈指可数的几个人, 到今年有近2000名中国投资人参会。令人意想不到的, 伯克希尔公司专门设立一个外厅, 为中国参会者提供中文同声翻译。

据悉, 从巴菲特开始召开股东大会至今, 除了手语翻译, 伯克希尔从未正式为国际参会者提供过任何外语翻译。中国投资人, 真的很值得为此点赞!

未来两三年继续看好美股和A股

不仅如此, 与中国市场相关的问题也备受关注。股东大会上, 巴菲特表示, 未来两三年继续看好美股和A股。这里有两点值得重视, 一是将美股和A股结合起来看; 二是直言未来两三年继续看好。美国与中国分别是世界第一、第二大经济体, 联动性很强, 可谓“一损俱损, 一荣俱荣”。诚如巴菲特的老搭档芒格所说“没有什么比美国与中国未来的密切合作更重要的事情”。在巴菲特看来, 全球两大经济增长的引擎所催生的这轮复苏牛市还没有走完。对于第二点, 巴菲特并不否认每隔10年可能闹腾一次的全球金融危机, 但至少今后两三年继续看好美股和A股, 特别是中国作为新兴经济体后来追上, 股市成长仍有待时日。

对于价值投资是否适用于过去十几个月翻了两倍的A股, 巴菲特回答说, 价值投资没有国界。在中国、印度、德国, 都可以运用价值投资理念。

至于A股过去几个月涨幅翻番, 巴菲特对此并没有简单否定, 而是认

为股票上下起伏是有利的, 言下之意是不主张单边上涨。

巴菲特强调, 与美国市场相比, 中国的投资环境相对年轻, 这导致市场更多地受到投机的影响, 而这可能给价值投资创造机会。

此外, 对于中国的未来, 股神一如既往地看好。

中国市场掘金比亚迪

在巴菲特投资生涯中, 涉足的中国公司共两家: 中石油和比亚迪。

投资中石油为巴菲特带来720%的总回报率。在2002年至2003年间, 巴菲特逐步完成对中石油H股的建仓, 总投资4.88亿美元。不同于巴菲特以往坚持的长期价值投资, 从2007年7月开始, 巴菲特连续减持中石油, 并在中石油登陆A股市场前夕将所持中石油H股清仓, 获利35亿美元, 潇洒抽身。

比亚迪则是巴菲特投资的第二个中国概念股, 相对于中石油, “股神”在投资比亚迪中似乎蕴藏了更长远的价值投资战略。

2008年, 伯克希尔哈撒韦以2.3亿美元收购了比亚迪股份2.25亿股H股, 占已发行H股本的28.37%。时至今日, 伯克希尔哈撒韦仍然坚定地持有比亚迪股份, 在比亚迪去年股价大跌时也未减持过。

有意思的是, 巴菲特虽未投资A股, A股却始终有他的传说, 甚至会引发有关个股的“躁动”。在巴菲特投资比亚迪消息宣布后, A股中的几只电池概念股遭到爆炒, 赛德电池、科力远股价持续上涨。有分析人士指出, 巴菲特投资比亚迪, 买的并非汽车概念, 而是新能源概念。

尽管这两次投资获益颇丰, 然而, 比亚迪之后, 巴菲特的投资视角再未投向中国。

巴菲特这样解释过去一年的买卖

过去一年时间, 巴菲特在新能源、交通运输、食品及日用品和IT领域均有大手笔投资。

从公开资料及股东大会的披露来看, 巴菲特在这些领域的投资主要通过现金进行大规模股权收购, 部分领域是在二级市场买入。在新能源领域中, 2014年6月, 巴菲特旗下的伯克希尔哈撒韦能源公司完成对TransAlta 与卡能合作项目中的全部收益的股权部分。在交通运输领域, 2014年10月, 巴菲特涉足汽车经销, 收购Van Tuyl汽车销售公司, 并改名伯克希尔哈撒韦汽车公司; 当年12月, 还收购了服务石油及化工领域的第三方物流公司 Charter Brokerage。在日用品及食品领域, 2014年11月, 巴菲特以47亿美元收购宝洁旗下的金霸王电池, 同时, 与3G资本联合操盘亨氏与卡夫的合作, 产生全球规模第五的食品饮料公司。此外, 在股东大会当天, 巴菲特还透露, 在今年一季度持续买入了更多的IBM公司股票。

在股东大会上, 巴菲特就其中部分并购做出了回应。

买入: 新能源、汽车经销及食品、IBM

对于选择收购Van Tuyl汽车经销公司, 巴菲特在股东大会上表示主要是出于公司本土化优势的考虑, 并对这一行业持续乐观, 但也表示不会涉足汽车销售贷款业务, 因为相对于自己持股的富国银行并没有成本优势。实际上, 巴菲特在前几年收购大量区域类及社区报纸也是看好此类报纸在当地社区中占有绝对优势。

在对金霸王的并购上, 他表示部

分原因是出于税务优惠考虑, 但也表示, 金霸王在其行业处于领先地位已持续了很长一段时间, 并看好金霸王的海外业务发展。

对于涉足较多的食品饮料领域, 巴菲特仍然保持相当乐观, 但在并购中非常注重品牌的护城河效应。在目前健康食品风潮下, 股东对可口可乐等“非健康”饮料持股公司的担忧时, 他认为, 可口可乐针对消费者的需求变化做出调整, 会适应新的市场需求。同时, 他表示食品领域的并购还会增多, 并始终相信食品领域中品牌的价值。

针对可再生能源, 巴菲特表示十分关注太阳能等分布式能源, 认为成本低, 但是美国人的消费习惯还没有完全培养起来。

卖出: 石油 乐购

此轮石油价格下跌, 巴菲特除了买入一家服务石化行业的第三方物流公司, 并没有显现出抄底买入石油资产的迹象, 反而在今年减持了埃克森美孚、康菲石油等石油资产。

巴菲特表示, 未来不会经常买进石油与天然气股票, 但我们可能还没有到不买能源股的程度, 他也表示康菲石油的卖出仍然略有盈利。

在过去一年内, 巴菲特大量抛售的还有一项不成功的并购资产——食品零售乐购(Tesco)。

2012年, 巴菲特以23亿美元购入4.15亿股乐购。由于对管理层不乐观, 巴菲特在2013年已经出售1.14亿股乐购, 当时出售还有盈利; 2014年, 巴菲特将买入的乐购全部清仓, 最后亏损4.44亿美元。巴菲特在致股东的信中, 将此次投资失败归结为拖延, 因为在发现问题后并没有一次清空。

(本版未署名稿件均转自今日出版的《中国基金报》)