

## 巴菲特投资比亚迪有什么启示?



陈嘉禾

最近,随着新能源汽车龙头比亚迪股价上涨,美国价值投资大师沃伦·巴菲特在2008年对比亚迪的一笔投资,暴赚近19倍,再次回到人们的视野。

在2008年10月,比亚迪股份(01211.HK)在香港市场发布公告,巴菲特控股的MidAmerican Energy公司以每股8港元的价格,认购了比亚迪股份2.25亿股股份。这里就让我们来看看,我们能从巴菲特的这笔交易中,学到哪些有用的投资本领。

需要说明的是,在2008年9月24日,香港股票市场的比亚迪股份当时股价为8.03港元,和巴菲特入股的8港元相差无几,因此我们基本可以用这一天作为巴菲特当时入股价格的近似参考,用来进行之后复权价格的计算,以便计算比亚迪股份后来复权股价的涨跌幅和估值变动。

### 从善如流

首先,需要指出的是,这笔交易应该不是巴菲特本人的决策,而是来自查理·芒格的手笔。芒格曾经对媒体表示,比亚迪并不是巴菲特所熟悉的公司类型。”

但是,巴菲特听了芒格的建议,决定作出了这笔投资。从这里,我们可以看到大师的第一个特质:在投资中绝不固执己见,而是哪怕到了七八十岁的年纪,在常人往往已经陷入自己一辈子的习惯中无法自拔时,仍然能做到从善如流、择贤是从。

### 买得便宜非常重要

现在,中国市场上的许多投资者,说起股票来常常会说:不要买便宜的公司,而是要买贵的公司。因为便宜的公司必然比较差,贵的公司自然有贵的道理。一个公司能跟上潮流才会变得贵,投资就是要跟上涨流,而不要买那些被时代抛弃的便宜货。

尽管这些理论听起来好像头头是道,但实际上却完全站不住脚。对任何一笔交易,付出更少的价格,永远是价值投资的精髓。而人弃我取、人取我弃,永远是价值投资者战胜市场的法宝。在巴菲特对比亚迪的这笔赚了19倍的投资中,我们就可以看出端倪。

从2008年9月24日到2020年10月29日,比亚迪股份的前复权股价从7.81港元(按前复权股价基本相当于巴菲特当时8港元的买入价),上涨到了156.6港元,股价变为原来的20.1倍。那么,这20.1倍的价格变动中,有多少是从估值变动来的,又有多少是从基本面变动来的呢?

根据Wind资讯数据,在2008年9月24日,比亚迪股份的港股股价,对应的PB(市净率)估值是1.3倍。到了2020年10月29日,同一个股票对应的PB估值是6.3倍,是12年前估值的4.7倍。而用20.1除以4.7,我们可以轻松得到之间对应净资产的变动,是4.3倍。

也就是说,在这笔12年股价上涨到原来20倍的交易中,巴菲特从估值变动上赚到了4.7倍的钱(且不论巴菲特实际上没有卖出,这里我们仅以他的账面浮动计算),而从基本面变动上赚到了4.3倍的钱,甚至少于估值变动所带来的收益。看到这里,我们还能说,投资的估值不重要吗?

对于一家有着广阔新市场前景、优秀技术和勤奋管理层的新能源公司来说,比亚迪股份在2008年1.3倍PB的交易价格,绝对不能算贵。甚至和今天内地市场上动辄出现的10倍、乃至20倍的PB估值比较,可以算得上是非常便宜。由此,也可以看出巴菲特对买入估值的挑剔。尽管这笔交易主要由芒格所促成,但是可以看到,巴菲特也没有在估值上给出了太大的让步。

其实,从近20年里巴菲特在亚洲所做的几笔交易中,包括买入中国石油H股的股票、买入韩国浦项制铁的股票、买入日本最大的5家贸易公司等等,我们都不难看到“低买、高卖”的投资技巧。对于近千亿美元身家的投资大师来说,买卖的价格和估值都如此重要,我们市场上的投资者,又怎么能得意洋洋地宣称“我们投资不看估值”呢?

### 绝不追高: 比亚迪曾经是一只怂股

在市场上的许多投资者,往往喜欢



从近20年里巴菲特在亚洲所做的几笔交易中,包括买入中国石油H股的股票、买入韩国浦项制铁的股票、买入日本最大的5家贸易公司等等,我们都不难看到“低买、高卖”的投资技巧。

时报财经图库/供图 吴比较/制图

追逐热门的股票。如果一个股票过去3个月涨了30%,那么它看起来有点吸引力。如果3个月里涨了50%,那么它值得研究。而如果一个股票在过去半年里涨了200%,那么不少投资者可能想都不用想,就会感受到买入的冲动。

但是,当巴菲特在2008年买入比亚迪股份的时候,比亚迪股份的股票是一只经典的怂股。当时,这家公司的股价从2007年10月31日的18.09港元,跌到2008年9月24日的7.81港元,跌幅达到57%。此处为前复权价格,因此2008年9月24日的7.81港元前复权价格,基本相当于当时巴菲特买入的8港元)

在这家公司的股票下跌了57%以后,巴菲特在芒格的建议下,花大手笔买入了这家公司。反过来,看看今天的市场,我们的投资者有多少在那些下跌了一半以上的股票里掘金?又有多少人在追求最近的大热门股?

### 义在利先: 对短期利润视而不见

对于巴菲特在2008年买入的比亚迪,市场上最大的一个疑惑就是,为什么在2009年的大涨中,他不把比亚迪的股票卖了?

在2009年10月23日,比亚迪股份股价涨到83.11港元(以2020年10月29日计算的前复权价格),是巴菲特买入价格、即7.81港元前复权价格的10.6倍。彼时,比亚迪的PB估值也飙升到了13.8倍。对于这样一笔一年赚了9倍的交易,为什么巴菲特不卖?

有人也许会问,战略投资往往有限售。但是,根据当时比亚迪的公告,认购股份于其后销售或出售时,不须面对任何限售限制或任何其他限制。”也就是说,巴菲特的股票在当时是并没有限售的。

另一种解释,是巴菲特买得太多了,卖不掉。但是,比亚迪股票在当时的股价持续了整整半年,而从2009年10月23日到2010年4月7日,也就是股价的高位区域里,根据Wind资讯的数据,成交量达到502亿港元。对于巴菲特2.25亿股持仓来说,这个成交量足以让他从容地卖掉自己的持仓。

还有一种解释,是巴菲特非常看好比亚迪的未来,即使赚了9倍都不卖。但是,从比亚迪后来的股价走势上,可以看到这种解释其实不太站得住脚。在2009年的股价高点以后,比亚迪股份的价格在之后的11年里一直没有再超过这个价格。直到2020年随着股价一波大涨,股票价格才再创新高。而且,对于任何投资来说,1年赚9倍、公司估值在2009年最高点达到13.8倍PB、107倍PE,都是一个值得卖出的理由。

那么,为什么巴菲特不卖呢?难道他糊涂了?

巴菲特绝对不糊涂,这是一个生于1930年,在资本市场的起起落落里打拼了无数个春秋,从盈亏的血海刀山里走出来的人。我们都能看到的,以及被后来十几年股价证明了明显的卖出机会,这样一个经验老到的人,不至于看不到。巴菲特没有卖出的唯一可能,来自于他

和芒格对投资中的企业家精神的理解。

一方面,对于巴菲特来说,当时他投资比亚迪的投资额大概相当于当时的2.3亿美元。而在2009年,伯克希尔哈撒韦公司的总资产就达到2000亿美元,巴菲特本人的净资产大概在400亿到500亿美元。也就是说,比亚迪并不是巴菲特的一个大头寸。客观地说,在一个不大的头寸上,贯彻涵盖企业家精神的投资,相对比较容易。如果说巴菲特的总资产在一年内翻了9倍,而他在极度昂贵的估值下还不卖出,相对来说就更难理解。

而另一方面,在巴菲特中后期的投资中,他“伴随企业共同成长”的理念,开始替代早期的“纯粹买卖资产”的理念。在这一理念下,巴菲特提出了许多伴随企业成长的行动纲领,包括“买入以后绝不干涉企业运营”、“做企业最好的陪伴者”、“帮助企业家的商业成长,而不是只赚金融利润”,等等。

在这一伴随着企业家精神的投资宗旨之下,当巴菲特在2008年买入了王传福的比亚迪公司一部分股份以后,他一定是看中了比亚迪这家企业和其中蕴含的企业家精神。巴菲特在一些场合也表达过类似言论。客观来说,同时由于这不是一个太大的头寸,因此在面对短期到来的9倍涨幅时,巴菲特选择了商业中共同成长的义,而不是金融投资中的利,也就可以理解了。

卖出这个赚了9倍的头寸,对巴菲特来说是九牛一毛,但是对比亚迪来说,却是缺少了一位重量级的财务支持者。在自己的小利和朋友的大义之间,巴菲特选

择了义。

在历史上,选择义的商人,绝不止巴菲特一个。在南怀瑾先生非常推崇的韩国历史小说《海道》里,18-19世纪的朝鲜权臣朴宗庆,在宴会上问自己的宾客:“有谁知道,每天进出平壤城崇礼门的,一共有多少个人?”大家众说纷纭,但是没人说得准。后来,一代大商人林尚沃说,只有两个人:一个是利,一个是害。这些人要不对大人有利,要不有害,仅此而已。

朴宗庆非常满意,便问林尚沃,那你是姓利还是姓害?林尚沃说小人既不姓利,也不姓害,小人姓义。我永远与大人休戚与共,无论利害。由此,林尚沃通过朴宗庆,成为了朝鲜的一代巨商。

在历史上,林尚沃确有其人。而有趣的是,这位毕生贯彻“义在利先”的朝鲜巨商,死时身边只留下20元,其余财产全部捐献给了国家。而巴菲特也承诺要把自己99%的遗产捐献给慈善基金。这两位成功的商人之间,远隔数百年的时空,却又如此相似,实在发人深省。

从巴菲特对比亚迪的投资中,我们可以学到如此多的价值投资理念。这些理念中,没有一条和今天我们在市场上看到的“追热点、炒估值”相吻合,却给价值投资大师带来了实实在在的财富。而在获得了这些财富之后,巴菲特却并没有将这些财富用在个人享受上,而是让它们流向真正对人类社会的事业。

这堂深刻而又鲜活的投资课程,值得我们每个价值投资者认真学习。(作者系九圆青泉科技首席投资官)

## 有一种预期叫“超预期”



证券时报记者 陈楚

本周是A股上市公司三季报披露高峰期,从三季报的情况来看,业绩超预期增长的股票大多是前期股价表现优异且最近也在持续上涨的品种,而部分业绩不达预期的股票却立马“见光死”,超预期成为个股持续上涨的最大动力。在中国经济面临深刻变局的当下,A股市场投资者对优秀投资标的的最强烈需求,就是“超预期”。

### “超预期”推升 股价持续走高

从三季报来看,白酒、医药、家电、汽车、食品饮料、建筑建材、家具用品、工程机械等板块是业绩高增长的板块,这些板块也是今年以来牛股辈出的“生源地”。从二级市场来看,只要三季报业绩超预期,第二天大概率会有很好表现,这与以往业绩出来后股价“见光死”迥然不同,一方面,

说明投资者越来越重视上市公司实实在在的业绩增长,炒概念越来越式微;另一方面,也说明市场的透明度越来越高,以往业绩高增长公告发布之前,提前获取“内幕消息”的投资者会拉高股价,等到业绩增长正式发布之后就逢高出货。

根据最新的三季报,泸州老窖实现营收115.99亿元,同比增长1.06%;净利48.15亿元,同比增长26.88%。其中第三季度实现营收39.64亿元,同比增长14.45%;净利15.95亿元,同比增长52.55%。三季报发布后,泸州老窖本周四涨停!山西汾酒和五粮液三季度归母净利润分别增长43.78%、15.96%,这两只一线白酒股本周涨幅分别为8.23%、3.26%。

医药板块的迈瑞医疗三季报归母净利润大涨46.09%,本周股价大涨8.96%;比亚迪本周更是大涨15.24%,三季报归母净利润涨幅高达116.83%!扫地机器人龙头石头科技本周涨幅35.28%,三季报归母净利润大涨54.49%。

与之相反,乳业龙头伊利股份周五跌停,该公司三季报归母净利润增幅为6.99%,低于市场预期,导致股价大跌。

## 高质量发展典范的国企样本

证券时报记者 万鹏

2007年11月5日,中国石油在A股上市。头顶当时“亚洲最赚钱公司”光环,中国石油上市当日总市值触及8.89万亿元的巅峰,创下A股上市市值最高纪录,至今没有公司超越。而本周四,中国石油股价创下上市以来的新低,市值不足7500亿元,较13年前缩水逾8万亿元。

中国石油A股走勢的节节败退,除了当年牛市氛围下,股价被严重高估,存在很大的价值回归空间之外,公司经营业绩的停滞不前,甚至明显下滑也是一个重要原因。最近13年来,中国石油净利润高点出现在2010年(1398.71亿元),低点为2016年,当年净利润仅有79亿元。今年上半年,中国石油连续两个季度亏损,亏损总额近300亿元。第三季度中国石油单季盈利超400亿元,使得前三季度净利润突破100亿元,一举扭亏为盈。

中国石油今年以来的业绩大幅波动,与新冠肺炎疫情的全球蔓延有着直接的关系。而第三季度的业绩回升,则主要得益于公司能够抓住国内需求回升的机遇,大力调结构、拓市场、降库存、挖潜力,使得生产经营和盈利水平出现大幅好转。

除了垄断行业之外,在竞争相对充分的传统行业中,也涌现出一批高质量发展的典范。其中,尤以华菱钢铁最具代表性。

昨日晚间,华菱钢铁发布三季报,实现净利润48.37亿元,同比增长39.08%,在钢铁行业整体低迷的背景下,这一成绩单可谓相当靓丽。

华菱钢铁到底做了哪些事,让经营业绩出现如此改观?在今年的半年报中,华菱钢铁进行了详细的披露。其中很重要一件事是:加大研发投入力度,助力新产品开发。上半年华菱钢铁重点研发了新冠肺炎疫情可能催生的新型用钢领域和国际国内重大项目工程用钢,如具有抗菌功能的不锈钢材质钢管、人工智能机器人用钢、高铁、海洋工程装备、航空航天基础零部件等关键用钢领域,打破部分用钢领域的“卡脖子”技术。上半年,共11个品种实现了国产替代进口。

许多国有企业优化人员结构、减员增效仅仅停留在基层,针对的是一线员工,而华菱钢铁则把范围扩大至中层管理人员。今年上半年,公司对年度综合评价排名靠后的中层管理人员实行免职、降职和减薪,免职8人、降职5人、减薪及降薪9人。

实际上,今年7月份华菱钢铁发布半年报业绩预告后,就不断有机构登门调研,这其中就包括睿远基金掌门人陈光明,这也是陈光明2020年亲自参加调研的3家公司之一。

治理结构不完善,激励约束机制不健全,是国有企业的天然短板,长此以往,不利于有效调动管理者和重要骨干的积极性,难以吸引和保留优秀管理人才和业务骨干。随着央企股权激励新规的推出,部分企业也走在了前面。

10月24日,中国建筑发布公告,推出上限10亿股,最高金额76.6亿元的大手笔回购计划,这些股份将全部用来进行股权激励。激励对象不超过2800人,主要针对对于公司战略目标的实现有重要影响的关键员工,主要包含对于实现公司战略目标所需要的公司董事、高级管理人员、中级管理人员和关键岗位骨干员工。

上市公司质量是资本市场的基石。近年来,提高上市公司质量正在成为制度化的工作。今年10月5日,国务院印发《国务院关于进一步明确上市公司质量的意见》,明确了提高上市公司质量的总体要求,对提高上市公司质量作出了系统性、有针对性的部署安排。这也成为今后一段时期推动上市公司高质量发展的纲领性文件。

世界上唯一不变的是变化本身,任何企业都难以长期凭借垄断的地位,躺着挣钱。从以上三家公司的例子来看,国有企业只要接受变化,适应变化,主动应对,也能跟上时代的步伐,获得高质量发展。



各个行业跑马圈地的时代已经过去,正在转向精耕细作,行业集中度正在加速提升,擒贼先擒王,要擒拿牛股,最好的策略,就是紧抓个股行业的细分龙头!

其次,哪些行业业绩增长容易超预期呢?一句话,符合政策导向和未来发展趋势。从A股市场的实际情况,结合最新的国家最新规划,医药、科技和消费就是未来最容易超预期的“金三角”。以白酒、家电、汽车等为代表的大消费行业过去牛股辈出,今后仍然会出现不少牛股,尤其是在内循环为主导的时代背景下,消费行业的空间越来越大,超预期“将层出不穷”。

与此同时,随着科技自立自强的步伐加快,以半导体、芯片为代表的行业,毫无疑问将出现一批龙头企业。而消费越来越科技化,科技越来越消费化,比如智能手机和智能汽车,既是高科技产业,也是消费产业,科技和消费的互融互促,将带来这些产业更多的细分行业龙头企业脱颖而出。

基于此,作为投资者,最好的策略,就是挖掘科技、消费和医药这三大领域细分行业的龙头,密切跟踪,耐心持有,才有可能在接下来的牛市进程中获取超额收益。

### 投资策略需要 “因时而变”

不得不,时代变了,以往炒小、炒新、炒差的时代过去了,没有业绩支撑的纯粹瞎炒在A股市场行不通了,价值投资在A股市场越来越根深蒂固,退一万步来讲,价值投资即便出现了泡沫,总比投机炒作的泡沫要好得多,既然市场越来越追求“超预期”,作为投资者,我们首先要了解,什么样的上市公司业绩增长才能出现“超预期”?

首先,从今年A股市场涨幅领先的股票来说,很容易发现一个现象,这就是这些牛股大多是各个行业的绝对龙头!中国经济在经过三十多年高速增长之后,正在转向高质量发