

《巴菲特之道》

2022年11月



北京进化私募基金管理有限公司
Beijing Evolution Investment Management Co.,Ltd.

目 录

- ◆ 一、影响巴菲特的人
- ◆ 二、12个投资准则
- ◆ 三、案例：华盛顿邮报
- ◆ 四、投资组合管理：投资数学
- ◆ 五、投资心理学
- ◆ 六、耐心的价值



一、影响巴菲特的人



一、影响巴菲特的人

本杰明·格雷厄姆——关注财务数据，投资低价股。

- 寻找安全边际：股价低于公司资产值。
- 原则：不要亏损：1、以低于净资产2/3的价格买入公司；2、专注于市盈率低的股票。
- 为了提高成功的概率，尽可能多买。

菲利普·费雪——选择好公司、好管理层，长期持有。

- 超级利润获得方式：1、拥有超出平均水平潜力；2、能干的管理层。
- 有足够的市场空间潜力，能有多年销售和利润的成长率高于同行，长期的成功要在研发上有重大投入、销售机构也很重要，利润、成本分解、成长不依赖新增投资，否则会稀释股东权益。
- 忠诚可靠的管理层：面对困难的态度、尽可能与更多人沟通。

查理·芒格——多元思维加长期持有的优质公司。



二、12个投资准则



二、12个投资准则



二、12个投资准则

(一) 企业准则

1、简单易懂：这个企业能明白就投，不明白就不投。

“尽管放弃大量的、明显的唾手可得的盈利。使用那些我自己完全不理解的、未经实践的方法可能会导致本金的永久性损失。”

——巴菲特

2、企业应该有持续稳定的运营历史。

3、企业应该有良好的长期远景。“护城河”是长期可持续的竞争优势，可以抵御其他入侵者。护城河越宽，可持续性就越强。

(二) 管理准则

4、理性：看管理层是不是能高效配置资源，能够分红或者回购股价，不把钱乱投资在买企业或者一些低回报的项目上。

5、坦诚：管理层跟股东们能报喜也能报忧、承认错误和失败。

6、抗拒惯性驱使：不从众、不跟风。不为填满时间消耗掉手中资金，满足领导的愿望等。把企业过去几年的年报拿来，看管理层发表过对未来的策略，并与之比较一下今天的结果，就这个人说的话，今天实现了没有，是不是一个说了能够做到的人。然后再看看其过去的策略和现在的策略有什么不同，根据这个可以了解他的思想是如何变化的，是变成熟了，还是一成不变，是继续做错误的事，还是继续做一个正确的事。



二、12个投资准则

(三) 财务准则

7、重视净资产收益率，而不是每股盈利。

因为净资产收益率更准，而每股盈利可能会因留存上一年度的公司部分盈余，导致公司每股盈利的增加。

8、计算真正的“股东盈余”。

当确定一个企业的价值时，要明白并非所有盈利都是平等创造的。那些要求大量固定资产才能产生利润的企业，通常会保留大部分利润，作为专项拨款，去升级生产设备，以维持竞争力。因此，会计盈余需要进一步调整，以反映企业产生现金的真正能力。对此，巴菲特提出“股东盈余”一词。

股东盈余 = 净利润 + 折旧 + 损耗 + 摊销 - 资本支出。

股东盈余其实没法提供精准的数字，因为计算未来资本支出常常只能通过预估来进行，但宁要模糊的正确，也不要精确的错误。

9、寻找具有高利润率的企业。

提高利润率最好的办法就是控制成本，削减不必要的开支。

10、每一美元的留存利润，至少创造一美元的市值。

这个指标不仅可以迅速测出公司的吸引力，而且能够衡量公司管理层为股东创造价值的成果。也就是说公司每留存一美元利润，至少应该能够创造一美元的市场价值，如果市值提升超过了留存的数字，就是非常好的表现。



二、12个投资准则

(四) 市场准则

11、必须确定企业的市场价值。

这个企业值不值得买，这就是它的市场价值。巴菲特采用的估值法是现金流折现法，就是预期一个企业未来所能产生的现金流，就是能挣多少钱，折现到现在值多少钱，这就是企业的价值。这需要两个变量，第一是现金流；第二是贴现率。巴菲特在贴现率上特别保守，使用的是美国政府长期国债的利率作为贴现率。

12、相对于企业的市场价值，能否以折扣价格购买到。

当时市值低于估值，就属于折扣价，低于越多投资的价值就越大。



三、案例：华盛顿邮报



三、案例：华盛顿邮报

➤ 准则：简单易懂

在开始买入华盛顿邮报时，他已经拥有了四年与报纸相关的经验。

➤ 准则：持续的经营历史

巴菲特在13岁时，他父亲在国会任职，他当报童每天派送《华盛顿邮报》和《时代先驱报》。

➤ 准则：良好的长期前景

20世纪80年代早期，美国共有1700家报纸，其中大约1600家没有直接的竞争对手。即便是一家三流的报纸也能取得不错的经营业绩，如果它是市区里唯一的报纸。

➤ 准则：以有吸引力的价格买入

以半价买入了华盛顿邮报，能创造安全边际。



三、案例：华盛顿邮报

➤ 准则：确定价值

1973年的股东盈余=净利润（1330万美元）+折旧和摊销（370万美元）-资本支出（660万美元）=1040万美元

如果我们用美国政府长期国债的利率（6.81%）去除股东盈余，那么华盛顿邮报的价值=1.5亿美元

巴菲特认为，一个报纸类公司的资本性支出最终将等同于折旧和摊销。这样，公司净利润将大约与股东盈余持平。那么我们可以将股东盈余除以无风险利率，这样，华盛顿邮报公司估值结果=1.96亿美元。假设股东盈余上升的幅度能赶得上通货膨胀的幅度。但报纸业拥有非同寻常的提价能力，因为它们大多数在当地居于垄断地位，其提价幅度可以超过通货膨胀的幅度。如果我们再做最后一个假设——华盛顿邮报有能力多提价3%，那么公司的估值就接近3.5亿美元。巴菲特知道公司当时税前10%的利润率，低于历史上15%的平均记录，但他相信在凯瑟琳的领导下，公司会重拾雄风，恢复到历史平均水平。如果税前利润率改善至15%，那么公司现值将多出1.35亿美元，使得整个公司估值达到4.85亿美元。

➤ 准则：净资产收益率

1973年，邮报的长期负债对股东权益的比率为37%，这一负债率居于整个行业第二高。但到了1978年减少了70%的公司负债。到了1983年公司长期负债对权益的比率降低至2.7%，只有整个行业平均水平的十分之一。然而，邮报创造的利润却比同业高出10%。1986年，在投资了手机电话系统和购买了大都会/ABC公司的53个电缆系统之后，负债达到异常的3.36亿美元之巨，但不到一年，负债减少到1.55亿美元。1992年，公司长期负债是0.51亿美元，长期负债对权益比率为5.5%，而同行平均该指标为42.7%。



三、案例：华盛顿邮报

➤ 准则：利润率

电视台和《新闻周刊》杂志的利润持续攀升，但报纸的利润表现平缓，这是由于高生产成本，即工资引起的。每次遇到工会罢工事件，管理层通常都满足工会的要求，以避免报纸关门的危险。但与工会签订的合同在70年代开始到期，公司雇请了采取强硬路线的谈判专家与工会谈判。4个月之后，公司已经聘用了非工会成员。1973年，公司税前利润率为10.8%，到1988年，税前利润率达到31.8%的高度，而同行平均水平为16.9%。

➤ 准则：理性

华盛顿邮报公司为股东产生持续的现金流，因为它产生的现金多于其需求，管理层面临两个选择：将钱还给股东，或投资于有利可图的新机会。最终公司以提高分红的方式将现金返还给股东。

➤ 准则：一美元前提

每一美元的留存至少产生一美元的市值。长期而言，管理层是否最优化使用公司的资本。如果留存的资金被投资于高于平均水平的对象，其证明就是公司市值会相应地上升。自1973~1992年，公司赚了17.55亿美元，其中付给股东2.99亿美元，留存了14.56亿美元进行再投资。1973年，公司总市值为0.8亿美元，到了1992年，市值成长为26.3亿美元。在这20年中，每一美元的留存为股东创造了1.81美元的市值。



四、投资组合管理：投资数学



四、投资组合管理：投资数学

- 集中投资：挑选几只长期而言，能产生超越平均水平回报的股票，将资金大量投在其上，在遭遇短期市场漩涡波动时，忍耐坚持。
- 如果你是一个还‘懂一些’的投资人，懂得商业经济，并能识别出五到十个具有长期竞争优势、标价合理的公司，那么所谓的多元化对你而言就是俗套。
- 传统老套的多元化问题出在哪里？问题就在于它大大提高了你买一些搞不懂的企业机会，也就是提高了犯错的几率。那些“懂一些”的投资人运用巴菲特的准则，买5~10个股票，有机会对它们进行深入了解。而其他所谓多元化的投资人通常要关注10~20家公司。
- 费雪的组合通常保持在10个公司以内，而且其中的三四家会占到总投资的75%比重。
- 在你做出投资时，你应该具有这样的勇气和信念，至少将你10%的身家放在那只股票上。



五、投资心理学



五、投资心理学

- 巴菲特第一次买股票的痛苦经历让他从中学到了两个教训：一是耐心的价值；二是尽管股价的短期波动对公司价值没什么影响，但却能引起投资人有巨大的情绪不适。
- 从格雷厄姆投资方法的原则中，我们也看到了投资态度的重要性。首先是将股票视为企业，让你拥有不同于股市中大多数人的视角；其次是安全边际概念，这将赋予你竞争优势；再次是对待股市具有一个真正投资者的态度。
- 过度自信：从自己掌握的信息中得到过度的信心，结果导致大量的炒作行为。
- 过度反应偏差：对于坏消息反应过度，对于好消息反应迟钝，科技进步加剧了这种行为，所以不理睬股价的随时波动是对投资者有益的，一年看一次投资结果即可。
- 厌恶损失：通过不卖出持有的套牢股票，我们逃避面对已有的失败。但如果不卖出错误的投资，就等于放弃了另一个可以重新安排投资而获利的机会。遇到短视损失厌恶，我们应该做好情绪陷阱管理：分析股票基本情况是否依然优秀，然后继续持有。
- 心理账户：人们不愿意卖出自己持有的烂股票，因为在他们心里，只要没卖出，账面损失就仅在账面上，并不是实际损失。
- 旅鼠效应：从众行为。循规蹈矩终将失败，特立独行才是成功的必行之路。
- 市场无效：如果市场有效理论是正确的，就不可能有人跑赢大盘，无效的核心在于不是所有投资者都会分析所有可能得到的信息，并由此获得竞争优势。



六、耐心的价值



六、耐心的价值

- 对于投机和投资而言，控制变量是时间跨度。投机者希望时间短些，哪怕回报少些；投资者希望时间长些，回报更高些。
- 投机者的成本很低（动用资本的实际很短），并且风险很小（不确定性会很快终结），然而回报也很少，因此为了获取足够客观的回报，必须重复这些迅速的行动。
- 买入并持有股票的策略，被证实能获得更大的回报。在1970-2012年期间，以一年为期计，标普500指数中成分股公司平均有1.8%的股票股价翻倍，也就是9家；以三年计，有77家翻倍；以五年计，有150家翻倍。当然，在事先挑选股票时，必须进行深度调研，发现那些具有五年翻倍潜力的股票，而且，投资翻倍的绝对数字与整体市场表现相关。
- 理性：当解决问题时，相较于“拍脑袋”，更应该经过深思熟虑的推敲。人们通常选择容易的方式，很少的计算，不要求专注，迅速决策，结果他们的解决方案经常不合逻辑。在工作越来越难时，会变得越来越懒惰，这就要求我们自我控制。
拍脑袋：买入股票时，将PE、净资产、分红率等信息搜集起来，看股价是否解决历史低点，看看公司是否在过去十年提高分红，据此，立刻判断这只股票好不好。
推敲：充分了解信息，包括竞争优势、管理层理性配置资产的能力、决定公司价值的重要动力、预防投资者做愚蠢决定的心理课程等。



➤ 本培训材料来源：《巴菲特之道》（原书第3版）



谢谢!

一般声明及披露:

本报告由北京进化私募基金管理有限公司(已具备中国基金业协会批准的私募投资业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

