

只喜欢便宜股？把鸡蛋放在不同篮子里？不爱加杠杆？都不是——

# 告诉你一个真实的巴菲特

经济日报·中国经济网记者 周琳

财富视线

对于可口可乐、喜诗糖果之外的知名股票，巴菲特并不是大家想象中的长期投资者。投资者一直以为巴菲特的投资风格是非常分散的，但恰恰相反，巴菲特投资组合的前五大股票持仓可以占到他整个组合的70%以上。分散化可以保存财富，但集中化会增添财富——

2019年“五一”假期刚过，在美国小城奥马哈市举行的“股神”巴菲特股东大会吸引了很多投资者不远万里、凌晨排队等候入场。自1964年首届股东大会以来，“股神”基本没有让投资者失望，在今年长达6个小时的问答环节中，问题范围涉及投资、科技、人性等。巴菲特坦陈，他不再是自己早期的那种“价值”投资者。他的很多投资收益，都来自于一些比较“贵”的公司。到底是股神的策略变化？还是投资者一直对巴菲特存在误读？

## 为何不再青睐便宜货

巴菲特的老师是《有价证券分析》一书的作者本杰明·格雷厄姆。格雷厄姆最著名的投资理念就是“价值投资”。所谓价值投资，最重要的特点之一就是**用比较便宜的价格，去买自己看好的公司**。巴菲特本人也如此形容自己的投资理念：喜欢买“烟屁股”股票。

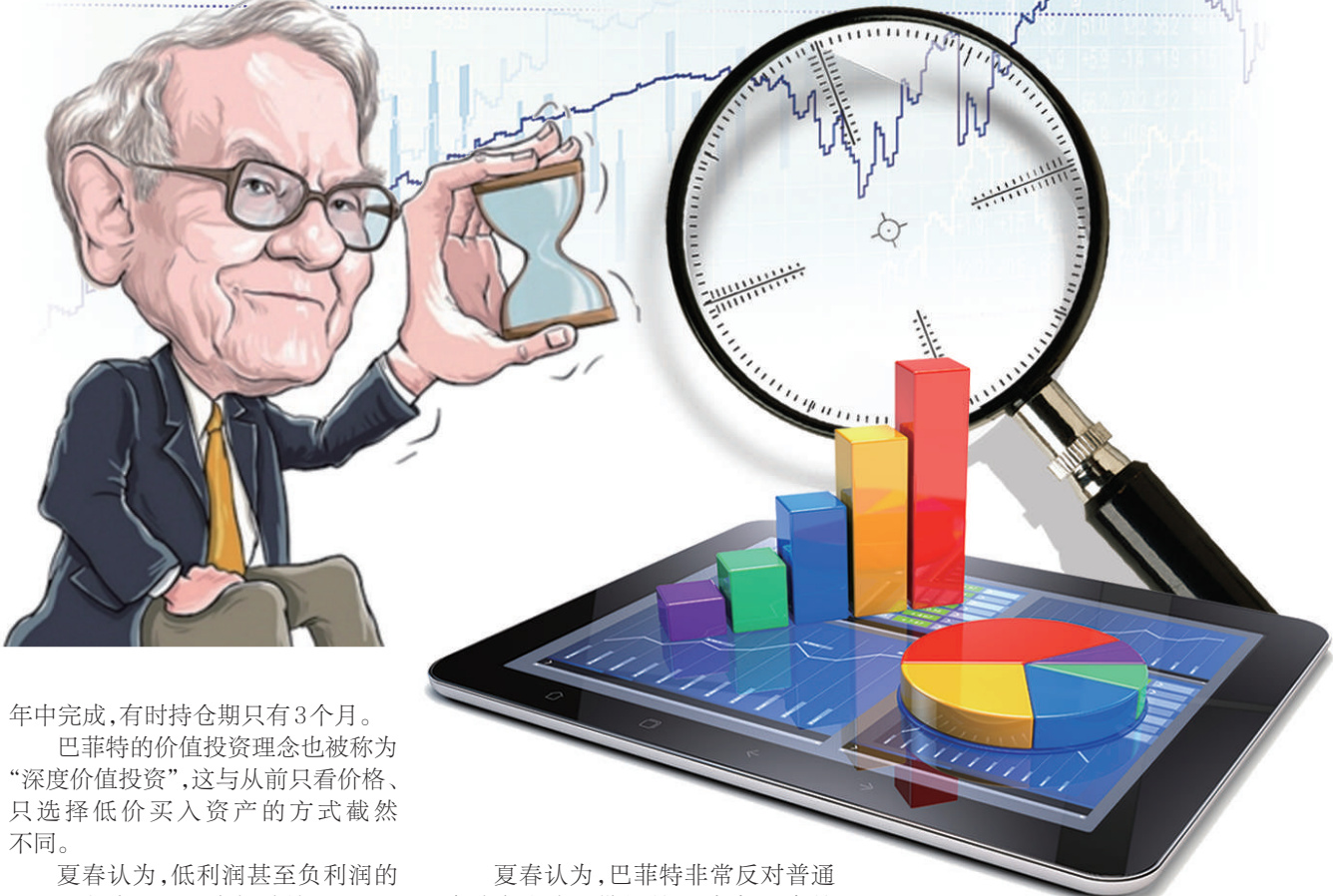
啥叫“烟屁股股票”？比如，投资者在路上看到有个快烧完的烟蒂，没人捡时去把它捡起来。同理，把没人买的便宜股票买过来，也叫做“烟屁股股票”策略。这个策略，在巴菲特早期的投资中处处可见。

上世纪80年代，巴菲特买进可口可乐时价格低得吓人。可自从上世纪70年代认识搭档芒格后，巴菲特开始变化了，不只是单纯追求低价股。喜诗糖果则是他投资理念改变最具有代表性的案例。

用芒格的话来说，如果是一个非常好的标的，多付出一点价格也是值得的！所以，喜诗糖果这家公司是以高于账面价值的价格收购的，而且成功了。

巴菲特的价值投资理念变了吗？诺亚控股首席研究官夏春认为，高质量股票对巴菲特投资收益贡献是最大的，其次是走势波动不大的大盘股票，再次才是所谓的价值股票。

对于可口可乐、喜诗糖果之外的知名股票，巴菲特并不是大家想象中的长期投资者。如果把巴菲特交易过的股票从买入到卖出的持仓期由短到长排列，排在中位数的那个持仓期其实并不算长，他的很多交易均在1



年中完成，有时持仓期只有3个月。巴菲特的价值投资理念也被称为“深度价值投资”，这与从前只看价格、只选择低价买入资产的方式截然不同。

夏春认为，低利润甚至负利润的公司可能容易受到市场追捧，原因是便宜、潜力大。但是，真正高质量的公司股价可能并不便宜。只要现在的高质量公司股价不那么离谱，就可能在**未来给投资者带来收益**，这是巴菲特挑选股票策略的精髓所在。

用巴菲特自己的话说，价值投资中的“价值”并不是绝对的**低市盈率**，而是综合考虑买入股票的各项指标。例如，是否是投资者理解的**业务、未来的发展潜力、现有的营收、市场份额、有形资产、现金持有、市场竞争**等。

前海开源基金管理公司执行总经理杨德龙认为，巴菲特以往主要投资于消费股和金融股，很少投资于科技股，这让他躲过了2000年的美国科网泡沫破裂，但同时也错过了近十几年科技股的大发展。巴菲特及时作了纠正，先后投资了IBM、苹果以及亚马逊等科技股。

用一句话总结巴菲特的投资哲学：“如果要买入高质量的股票，我一定会在它们打折的时候购买。”这句话有两个关键点：一是必须是好的股票，二是买入时机一定要在打折时。可见，巴菲特的价值投资理念并非简单地选择便宜股、绩差股，而是注重选择那些高质量、发展前景好的股票，选股、择时的两大策略和两种智慧蕴含其中。

## 分散化还是集中化

加杠杆、上配资、短线炒作……这些国内A股市场投资熟悉的词汇，是否会在巴菲特的字典里找到？巴菲特曾讲过，“聪明人唯一的死法就是加杠杆”。在惯常的想法里，巴菲特算是价值投资者，应该不屑于用这些投机策略，其实不然。

夏春介绍说，从1980年到2006年，巴菲特最常见的股票持仓期是1年，次等常见的持仓期是3个月，普通投资者给巴菲特贴上的“长期投资者”标签并不完全准确。

## 分散化还是集中化

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

## 分散化还是集中化

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

夏春认为，巴菲特非常反对普通家庭加杠杆，借钱炒股或者配资炒股。但是，巴菲特本人非常善于加杠杆，巴菲特的杠杆高达1.7倍左右。

除了杠杆，普通投资者纠结的另一大难题是到底该“把鸡蛋放在不同的篮子里”？还是集中投资？

投资者一直以为巴菲特的投资风格是非常分散的，但恰恰相反，巴菲特的投资基本集中在少数股票上。巴菲特投资组合的前五大股票持仓可以占到他整个组合的70%以上，最少的时候，他整个持仓中只剩下了5只股票。巴菲特建议大家分散投资，但他本人是集中投资的高手，他认为，广泛地分散投资一般是投资者不完全清楚自己要干什么的时候才会避险使用，分散化可以保存财富，但集中化会增添财富。

除了可口可乐等耳熟能详的二级市场股票，巴菲特其实还是私募股权投资高手。过去10多年，巴菲特在很多场合批评私募股权和对冲基金管理人，所以投资者普遍认为巴菲特不喜欢做私募股权投资和对冲基金交易。但很少有人知道，巴菲特离开师门创业做的就是对冲基金交易，主要买卖上市公司股票和债券。

现在，巴菲特旗下伯克希尔公司投资的大多数都是非上市公司。巴菲特更像是一个私募股权基金管理人。在他的投资组合中，非上市公司投资占比约70%。

夏春表示，“无论是使用杠杆等投机策略，还是进入高风险非上市公司股权投资领域，必须有足够的**关键知识**，同时，对高质量公司的判断要精准”。

## 巴菲特策略适合A股吗

在2018年的巴菲特股东大会上，巴菲特就对中国经济和市场保持积极乐观的态度。在这次股东大会上，巴菲特再次表示：“中国是个大市场，我们喜欢大市场。中美两国相处融洽很重要，在中国没有新的扩大开放政策之前，我们就已经在接触中国了。伯

## 分散化还是集中化

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

## 分散化还是集中化

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

克希尔在之前已经买入了一些中国的股票，但数量不是特别大，未来15年内也许会做一些更大的部署。”

那么，巴菲特的策略如果拿到A股灵不灵？根据中泰证券旗下齐鲁资管首席经济学家李迅雷的回撤计算，按巴菲特选股原则，A股投资同样可能获得高回报。巴菲特强调一定要选ROE（净资产收益率）高的公司，在低PE（市盈率）时买入，认为在PE和ROE两个数字差不多的时候估值相对合理（如PE20倍，ROE20%）。按照这些指标简单测算，A股市场“高ROE+低PE”策略净值过去10年的涨幅为246%，同期沪深300指数涨幅为66%，大部分年份策略都获得了正的超额收益，可见“高ROE+低PE”的选股标准在过去10年总体是有效的。

李迅雷表示，一些人误解价值投资在A股水土不服，可能因为在很多A股投资者的印象中，A股受政策影响比较大，非理性程度比较高，因此价值投资在A股可能并不适用。这或许与大多数人过于关注短期表现突出的“牛股”有关。如果聚焦在每年的超级大牛股上，基本看不到价值股的影子，这或许是价值投资在普通投资者印象中水土不服的原因。此外，个人投资者由于过于关注短期回报，普遍关注股价波动更大的、所谓“股性活”的股票，尤其对于涨停的股票印象深刻，对于业绩和股价都相对稳健的价值股可能兴趣不足。

从目前看，很多投资者认为，巴菲特的成功是无法复制的，但夏春认为并不完全如此。美国监管部门要求大的机构投资者每季度都要公布持仓变动情况。巴菲特每次把持仓变化公布出来之后，跟风的人却并不多，因为大家认为股价已经在市场上反映出来了。未来真正模仿和应用巴菲特选股方法的投资者肯定会越来越多。

## 分散化还是集中化

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

## 分散化还是集中化

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

分散化还是集中化，这是投资者在资产配置时经常遇到的一个问题。巴菲特在股东大会上多次提到，他喜欢集中投资，因为这样可以更好地了解企业的价值。

## 投资眼

超20家上市公司商誉超净资产——

# 提防商誉减值风险

本报记者 温济聪

2018年上市公司年报已全部披露完毕。统计数据显示，2018年度上市公司商誉达到约1.3万亿元，逾10家公司商誉超百亿元，有26家公司商誉超过其净资产。

举例来看，紫光学大去年底商誉超过了15亿元，是其净资产的18倍，海航科技、纳思达、暴风集团、长城动漫等多家上市公司商誉也超过了其净资产。

众所周知，溢价并购是造成上市公司商誉大幅增加的最主要原因之一。并购标的业绩不如预期，会计上需要商誉减值，因而那些商誉占净资产比例较高甚至超过净资产的公司，更值得重点关注。

以深市为例，商誉规模随着并购重组的活跃而迅速攀升，2018年并购重组业绩承诺集中到期，部分公司为避免商誉减值影响未来业绩而选择一次性出清风险。2018年深市公司共计计提1278亿元商誉减值，虽然对当期业绩带来较大冲击，但减值风险也得到了一定程度的缓解。随着并购重组的理性回归，预计商誉对净利润的影响将有所下降，但部分公司仍面临一定的减值压力。

在中伦文德律师事务所合伙人赵嘉炜看来，一方面，商誉减值会直接减损上市公司的当期利润，容易引起业绩变脸。企业会计相关准则规定，公司合并形成的商誉，至少应当在每年年终作减值测试，经确认的资产减值不得转回，所以商誉减值将直接造成上市公司当期业绩有所减损。另一方面，商誉减值会损害投资者合法权益。商誉减值在实际操作中可能存在较大的可操作性和随意性，以及操纵利润的可能，有的

上市公司甚至推迟计提以粉饰财务报表，或采取较为激进的计提“洗大澡”方式。此外，上市公司频繁盲目高溢价收购，被收购公司为获得高估值而出具过高业绩承诺，暗藏了巨大的减值风险，这将最终损害投资者尤其是中小投资者的相关权益。

值得关注的是，当前不少被并购公司将度过业绩承诺期，对并购资产的盈利约束逐渐衰退，或将有更多的上市公司因当期经营盈利能力表现不佳而加大对并购资产形成的商誉减值力度。

海通证券研究所副所长姜超表示，巨额商誉或潜藏非理性并购风险。投资市场过热滋生了跨界并购和题材炒作现象，企业对被并购标的过度乐观判断会推升其估值，一旦过了行业的红利期或者经济处于下行周期，并购标的只能面临价值重估，并购泡沫被挤破，业绩脆弱性随之增加。

商誉是一项资产，但由于不具有可辨认性，加之不可出售或者变现，实际上不能用于债务偿还。当商誉占比较高时，其账面价值往往会美化企业的资产负债结构，高估偿债能力而低估债务风险。

此外，商誉减值也会影响企业的再融资能力。从权益融资角度来说，商誉减值导致业绩滑坡，从而引发权益投资人抛售股票，股价暴跌后企业通过股市再融资难度加大。从债权融资角度来说，一方面商誉减值减少了合并报表上的净资产账面数额，挤占企业发行公募债券不得超过净资产40%的融资限额；另一方面商誉减值推升企业资产负债率，暴露真实的偿债风险，降低债权投资者的投资偏好。

## 科创板受理公司超百家

