



巴菲特致股东的信

2007-2008

小组分工

莘雨桐，张萱——2007年内容梳理与讨论
周婧珂，朱笑，杨骑狮——2008年内容梳理与讨论

小组展示

莘雨桐 张萱 —— 2007年
朱笑 —— 2008年

Berkshire Hathaway Inc.



2007年

- 内容梳理与讨论：莘雨桐，张萱
- 展示：莘雨桐，张萱

2007

CONTENTS



公司情况
综述



如何投资公
司



公司业务详述
与总结

Berkshire Hathaway Inc.



公司业绩情况

- 07年业绩综述
- 价值来源与评价标准



2007年业绩综述

“You can only learn who has been swimming naked when the tide goes out.”

过去43年（即现任管理阶层接手以来），每股账面价值由19美元增长为78,008美元，平均年复合增长率为21.1%

一些主要的金融机构正面临严重问题：

weakened lending practices
house price appreciation

净值收益123亿美元

a股与b股的每股净值，都较去年成长11%

每股账面价值
78,008美

旗下76家公司

少数几个出问题的业务主要是与房地产相关，包括我们的砖料、地毯以及房地产中介业务。

保险业务，07年的业绩非常出色；预测2008年，整个保险业，包括我们在内，利润将明显下滑。

市场环境评价



将重心由投资为主向实体转移。

减少
比重

投资

股票、债券及现金等价物

增加
比重

实体企业

66家 non-insurance
公司

<u>Year</u>	<u>Per-Share Investments</u>	<u>Years</u>	<u>Compounded Annual Gain in Per-Share Investments</u>
1965	\$ 4		
1979	577	1965-1979	42.8%
1993	13,961	1979-1993	25.6%
2007	90,343	1993-2007	14.3%

<u>Year</u>	<u>Per Share Pre-Tax Earnings</u>	<u>Years</u>	<u>Compounded Annual Gain in Per-Share Pre-Tax Earnings</u>
1965	\$ 4		
1979	18	1965-1979	11.1%
1993	212	1979-1993	19.1%
2007	4,093	1993-2007	23.5%



如何投资公司

- 基本原则
- 三类公司-The Great , the good and the gruesome
- 主动失误-Unforced Errors



基本原则

“It’ s better to have a part interest in the Hope Diamond than to own all of a rhinestone.”

- 我们倾向买下整个公司，或者当管理层是我们的合作伙伴时，至少买下80%的股份。
- 如果控股收购的方式不可行，我们也很乐意在证券市场上简单地买入那些出色公司的一小部分股权

01 业务我们能理解

02 有持续发展的潜质

03 有可信赖有能力的管理层

04 一个合理的标价

拥有一条“持续性”的“护城河”——长期竞争优势
比如，低成本生产能力、拥有世界知名品牌

- X 许多处在发展迅速，且变化不断的行业里的公司
- X 那些依靠某个伟大的管理者才能成功的企业



三类公司-The Great , the good and the gruesome

The
Great

低投入、高产出

The
Good

高投入、高产出

The
Gruesome

高投入、低产出



The Great

低投入、高产出

真正伟大的生意，不但能从有形资产中获得巨大回报，而且在任何持续期内，不用拿出收益中的很大一部分再投资，以维持其高回报率。

SEE' S CANDY

盒装巧克力业

投入：2500万美元买下，之后追加投入3200万美元

收益：税前收益总计是13.5亿美元

成长：

买下时，销售额是3,000万美元，税前所得少于500万美元，运营资本是800万美元，60%多

去年，喜诗糖果的销售是3.83亿美元，税前利润是8,200万美元，运营资金是4,000万美元，200%多

优势：

1. 50多年里，建立起来的品牌竞争优势
2. 营运资金的最小化。一是，产品是现金销售，消除了应收账款；二是，生产和分销的周期很短，使存货最小化。



The
Good

高投入、高产出

这项生意如果要增长，需要将收入中的很大一部分再投入

FLIGHTSAFETY

飞机训练公司

投入：5.09亿美元投入

收益：税前收益总计目前年度是是2.7亿美元，成长1.59亿

成长：

买下时，税前营运收入是1.11亿美元，在固定资产上的净投资是5.7亿美元

2007年，税前营运收入达到2.7亿美元，在固定资产上的净投资增加5.09亿美元

优势：

顶尖的培训技术、长久建立起来的良好口碑

劣势：

由于设备的贬值折旧迅速，需要持续巨大的投入



The Gruesome

高投入、低产出

收入增长虽然迅速，但需要巨大投资来维持增长，过后又赚不到多少，甚至没钱赚的生意。

U.S AIR

航空公司

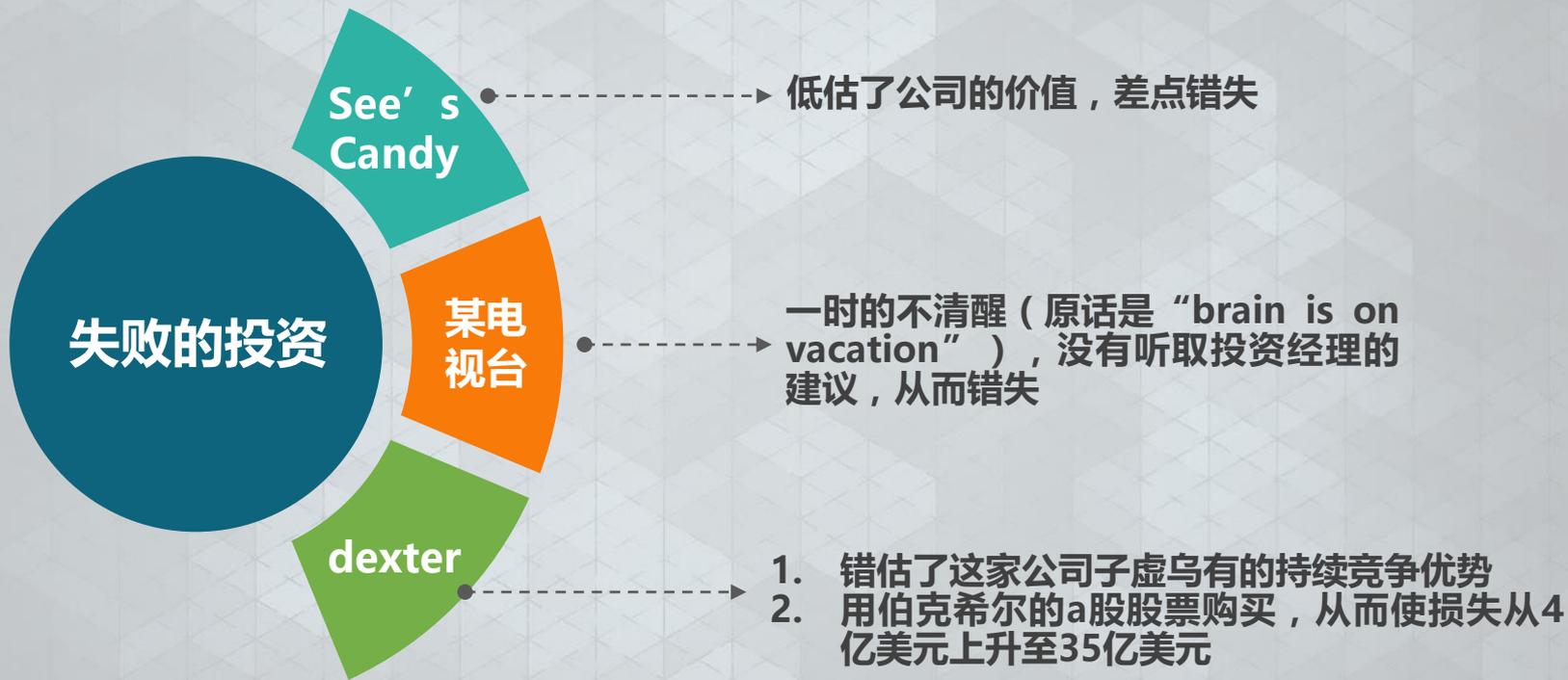
1989年买入优先股，不久美国航空就开始了盘旋下落，它不再支付优先股的股息

劣势：

航空公司需要源源不断的巨大投入，虽然成长迅速，但实际收益很低



“I have never gone to bed with a ugly woman, but I have sure woken up with a few.”





不是要单单追逐成长迅速的企业，而是要看到它成长背后的根源，是由于自身具有无可替代的长期竞争优势？还是由于单个成功的管理层？或者是来自巨大的资金投入？

同一个罐子里的收益要放在不同的罐子里。

1
**透过现象
看本质**

2
**时刻
清醒**

3
**收益分
摊原则**

4
**宁为凤尾
不做鸡头**

对于长期竞争优势的估计是最重要的，要随时保持清醒睿智的头脑，不错拿也不错放。

对于真正优质的公司，即便不能拥有控股权，也应该尽可能从股票市场上对其进行投入，宁为凤尾，不做鸡头。



公司业务详述与总结

- 保险
- 政府管制的公用事业
- 制造、服务和零售业务
- 融资和金融产品
- 投资

01 盖可保险

在主要车险保险公司中，取得了最好的增长记录，市场份额上升到7.2%。同时，年广告支出同期从 3,100万美元，上升到 7.51亿美元。

02 盖可保险

销售额 120亿美元的情况下，仍觉得GEICO的发展才刚开始。

03 盖可保险

在摩托车市场的份额从2.1%上升到6%，GEICO和国民保险公司正一起进入商业车辆保险领域，而从最初成果来看，非常鼓舞人心。

04 通用再保险公司

瑕疵：在 1998年的运营方式已经与它在1968年或1978年的不一样了。CEO与搭档他们恢复了对承保、储备以及客户的挑选上的原则。通过技巧重新定位公司业务，已经带来极好的承保结果。



重大 决策

合作双方各自拥有多少股票投票权并不重要，我们只在理智思考并达成一致意见后，才会采取重大的行动。

市场 低迷

去年是房屋销售增长很缓慢的时期，而2008年很有可能更缓慢。不过，当质地良好的中介公司处于一个很合算的价格时，我们将会继续进行收购。



背景

这是一个包罗万象的组合，从销售棒棒糖到旅行用家庭拖车，去年赚到了23%的平均有形净资产收益率。

01

2007年房地产市场低迷，受影响的相关企业坚持寻找并签下收购合约，对今后的收益会很有帮助。

02

在一个零售业的困难年里，杰出代表公司的CEO选择，比起学历更在乎个人能力与工作态度。

03

艾斯卡公司都是将原材料钨运到以色列。2007年末，艾斯卡在中国大连开办一家大型工厂。结果就是，现在把聪明的大脑搬到有钨的地方。



主要公司

1

克莱顿公司 (Clayton Homes)，全美最大的预制房屋建造商和市场占有者。去年克莱顿公司的市场份额达到创记录的31%。但是行业规模在继续萎缩：去年预制房屋的销售数是 9.6万幢，低于 2003年买下克莱顿公司时的13.1万幢。

收益来源

2

虽然克莱顿公司从出售和出租预制房屋中获利，但是它收益的主要来源是一个金额 110亿美元，包含30万个借款人的贷款资产组合 (loan portfolio)。

市场影响

3

尽管在 2007年房地产金融领域遭遇了很多问题，但克莱顿公司的贷款资产组合却运作良好。这一年里逾期还款、丧失抵押品赎回权以及贷款损失的比例同此前作为业主时的情况相仿。



公司收益

衡量投资标准

在2007年，持有市值最大的四家公司中的三家：美国运通、可口可乐以及宝洁公司，每股收益分别增长了12%、14%和14%。第四家富国银行的收益由于房地产泡沫的破裂而稍有下降。不过，相信它的内在价值还是在增加，即使增加了那么一点点。

1

在任何时候，都不是通过投资品的市场价格来计算投资的进展。用自己企业的测试标准，来衡量它们的成绩。第一条标准，扣除整个行业预期增长后的实际收益增长。

2

第二条，更主观些，公司拥有的相比其他公司的竞争优势。这四大公司在这项测试中毫无疑问，都能得分。

例：在2002年和2003年，伯克希尔用4.88亿美元买入中石油公司1.3%的股权。按这个价格，这个中石油公司的价值大约为370亿美元。那时巴菲特感觉该公司的内在价值大约应该为1000亿美元。到2007年，两个因素使得它的内在价值得到很大提高：油价的显著攀升；以及中石油的管理层在石油和天然气储备上，下的大工夫。到去年下半年，公司的市值上升到2750亿美元，大约是巴菲特在与其他大型石油公司比较后，认为它应该有的价值。



衍生合约

第一，在所有交易里，都是通过卖出合约，收到钱的一方，这意味着并没有对冲风险。

第二，这些衍生品合约适用的会计准则，不同于应用在我们资产投资组合上的。衍生品合约的价值变化，必须计入每季的收入中。



美国人喜爱购买其它地方生产的产品，超过世界其他地区的人们对美国商品的喜爱。这就不可避免地，造成美国每天将大约价值20亿美元的借据和资产输送给世界其他地区。随着时间过去，这种变卖，对美元造成压力。

到目前为止，至少一个疲弱的美元，并不能对平衡贸易起很大的作用。当美国每天将20亿美元强加给世界其他地区时，其他国家必定会在美国投资点什么。



美元的走弱，错不在OPEC（石油输出国组织），中国及其他。别的发达国家和美国一样，依赖石油进口，也在和从中国进口的产品竞争。美国应当发展出一套明智的贸易政策，而不是挑选出一些国家来惩罚或一些行业来保护。真正的贸易应该是美国和世界其他地区之间互惠的。这种货币流动的不平衡是不能持久的，所以现在需要调整政策，以求从本质上尽早减少这种不平衡。否则，美国每天强加给世界各地的20亿美元，已经造成全球某些方面令人不快的消化不良。



Berkshire Hathaway Inc.



2008年

- 内容梳理与讨论：周婧珂，朱笑，杨骑狮
- 展示：朱笑

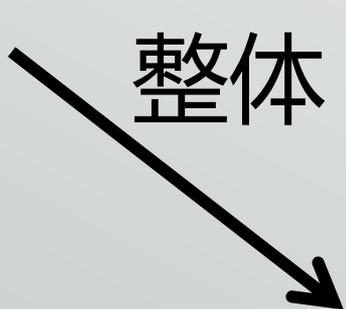


次贷危机



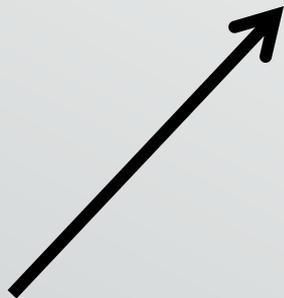
	伯克希尔每股账面价值	含股利发放的SP500指数
2008年	-9.6%	-37%

整体



01 保险部位

02 公用事业集团





通用再保险公司

唯一AAA评级的再保险企业

较小型保险公司

负成本注入浮存金

低成本+高服务

信用好+评价高

有特色+执行快

表现平稳

保险业务量做大

车险

詹恩管理的再保险公司

庞大且不寻常的保险需求



- 1 信守承诺
- 2 不得以融资收购方式取得事业。
- 3 给予管理者高度的自主权
- 4 与购入的企业同甘共苦
- 5 不随意变卖股权。



低价即机会？



多角化事
业集团

盈利能力
强大

财务杠杆
微小



房地产

1997年 ----- • 「不该借到资金的人，透过不该贷出资金的机构，得到贷款。」

克雷顿 ----- • 贷款人「关注的是其全部应付贷款，相对其实际（而非预期）收入的比例」

反思 ----- • 建立合理的头期付款基础，让有能力购房的人量力而为



劣币驱逐良币



这次金融风暴中，许多企业体衰难续，纷纷伸手向政府讨钱。也因为政府编列了大笔预算来救援，使得这些冒险捅篓子的企业，反而比一些稳健经营的企业，享有更低廉的资金成本。

不过，从整体资本市场来看，这种情况，也只能算是一种特例，也刚好是在这种系统性危机时，政府部门才肯出手相救。



免税债券保险 超低费率

历史上来看，几乎没有违约的状况。

波克希尔 担保公司

次级市场债券保险 「第二顺位理赔」 的保险



自有资本与承保金额的倍数高于任何单线的保险业者提供的保障，比其它业者更有价值



Date: 12/31/08

股数	企业名	对该企业持有的 股权比例	成本*	市价 (单位: 百万美元)
151,610,700	美国运通(American Express Company)	13.1	\$ 1,287	\$ 2,812
200,000,000	可口可乐(The Coca-Cola Company)	8.6	1,299	9,054
84,896,273	康菲石油(ConocoPhillips)	5.7	7,008	4,398
30,009,591	娇生公司(Johnson & Johnson)	1.1	1,847	1,795
130,272,500	卡弗食品(Kraft Foods Inc.)	8.9	4,330	3,498
3,947,554	浦项钢铁(POSCO)	5.2	768	1,191
91,941,010	宝碱公司(The Procter & Gamble Company)	3.1	643	5,684
22,111,966	赛诺菲安万特制药(Sanofi-Aventis)	1.7	1,827	1,404
11,262,000	瑞士再保公司(Swiss Re)	3.2	773	530
227,307,000	特易购(Tesco plc)	2.9	1,326	1,193
75,145,426	美国合众银行(U.S. Bancorp)	4.3	2,337	1,879
19,944,300	威名百货(Wal-Mart Stores, Inc.)	0.5	942	1,118
1,727,765	华盛顿邮报(The Washington Post Company)	18.4	11	674
304,392,068	富国银行(Wells Fargo & Company)	7.2	6,702	8,973
	其它		6,035	4,870
	持有普通股总市值		\$ 37,135	\$ 49,073

投资
略叙

检讨

正面
讯息

个人
感悟



康菲石油

1

石油及天然气价格仍在历史高点时，买进了大量的康菲石油股票。然而在下半年，能源价格令人意外地大幅下挫。

爱尔兰银行股份

2

在 2008 年期间，以 2.44 亿美元，买进两家爱尔兰的银行股份，因为价格明显太低廉。而这些持股在年底的认为会计帐上，必须依市价向下调整成 2700 万，也就是 89% 的亏损。并在之后继续亏损。

固定收益

3

共买进了 145 亿美元的固定收益证券，主要是由箭牌、高盛、奇异等公司所发行的。这些标的十分令人欣赏，尤其在收益率方相当优渥，更是财务投资上的首选。在买进它们时，同时也取得不少的股票选择权，可以视为额外的好处。为了有足够的现金周转，及巴菲特本人的风险态度，不愿意多依赖负债，因此需要卖出一部分仍愿意继续持有的持股。



在金融投资市场上，风险反映于价格的能力，由反应不足到反应过度可以使得价格变化极大。

追求认同并不是投资的目标。事实上，认同感与生产力是背道而驰的。因为这种感觉将使头脑的运作迟缓，忽视新发生的事实，而只想一再肯定自己先前的结论。由于真正伟大的行动，人们的响应通常是兴趣缺缺，因此若一个投资作法，是大家鼓掌叫好的，那我们就要特别小心了。



巴菲特对于衍生品的态度是十分谨慎的。

“近期事件显示某些大型金融机构的知名执行长（或前任执行长）对于管理巨额且复杂的衍生性商品，根本就无能为力。这个无能团体还要把我和曼格算进去：当波克夏在 1998 年买下通用再保险时，因为没有把握管理好，由 884 个交易对象（有许多我们从来就没听过的名字）所签订的 23,218 只衍生性商品契约。所以我们决定让衍生性部门，关门大吉，虽然我们没有压力且在有利的市场下安然退出，但仍然花了我们 5 年及超过 4 亿美元的代价。”





THANKS!