

“在别人恐惧时贪婪,在别人贪婪时恐惧”

解读巴菲特最新投资组合

◎Morningstar 晨星(中国) 梁锐汉

在别人恐惧时贪婪,在别人贪婪时恐惧——这是2004年伯克希尔·哈撒韦基金公司主席兼CEO巴菲特在给股东的信中阐述他的投资哲学。在次贷风波的冲击下,全球许多市场仍处于动荡中,投资者诚恐诚惶。这是否又是一次“在别人恐惧时贪婪”的绝好投资机会呢?

晨星分析师贾斯廷·富勒(Justin Fuller)最近对巴菲特组合进行了研究,他一向认为,巴菲特和他在GEICO(一家汽车保险公司)的同事劳·斯普森(Lou Simpson)的投资业绩都给人留下了深刻的印象;同时,他们的投资组合里新增加的或者减少的持仓都可以给投资者很多启迪。通过对巴菲特投资组合的最新解读,我们希望能够和投资者共同分享巴菲特投资理念那些闪光的金子。

新增的股票持仓

在巴菲特最近的投资组合中增加了好些公司,其中最为重要也最体现巴菲特投资理念的,是很多新增的持仓都集中在金融部门。而美国金融部门是最近受次级债影响最大的部门,导致几家美国最大的金融公司的CEO下台。至今,投资者因为对结构性抵押市场的产品(例如担保债券凭证CDOs)的信用和流动性会继续侵蚀这些金融巨头的盈利的担忧而继



续对金融类股票避而远之。在这个敏感的时刻巴菲特并未大举重仓金融股,但他确实增加了一些高质量银行股的持仓,包括美洲银行(Bank of America),美国合众银行(US Bancorp)和富国银行(Wells Fargo)。

晨星分析师认为,目前处于困境的银行部门恰恰是市场上最有吸引力的投资机会,不管投资者对该部门是如此的忧虑。对于美洲银行和美国合众银行,晨星都给与五星级的股票投资评级,因为这些拥有健康的资产负债表的金融巨头,将作为市场更有力量的竞争者在市场动荡中度过危机。另一个巴菲特增加持仓的富国银行,也获得了晨星四星级的投资评级。

巴菲特同时也增加了对庄臣公司(Johnson & Johnson)、道·琼斯公司(Dow Jones)、联合健康集团

(UnitedHealth Group)、威尔邦公司(WellPoint)和铁路公司伯灵顿北方圣大非公司(Burlington Northern Santa Fe)的持仓。在这些公司中,庄臣公司维持了晨星对她的五星级投资评级。晨星分析师达米安·康奥佛(Damien Conover)相信庄臣公司虽然目前遇到逆境,但在长期里仍然会给投资者带来乐观的回报。同时,庄臣公司也是晨星消费品股票精选的核心股票之一。在今年第三季度的季报中,庄臣公司销售额同比增长了13%,其中的3%来自汇兑方面的收益,这样的增长速度在消费品行业颇为强劲。增加的销售额有多大43%来自对辉瑞制药消费品业务的收购。该公司的神经类药物和安定类药物都有着良好的市场表现,而医疗设备部门的销售额达到了52亿美元,同比增

长了6%,主要得益于眼科护理和整形外科手术设备的销售增长。

减少的股票持仓

广为受到市场关注的是,巴菲特在三季度卖掉了手中所有的中石油股票。同时,组合中的另外两只股票泰科国际(Tyco International)和西部联合(Western Union)也进行了清仓。另一只巴菲特长期投资的股票服务大师(Service Master)在三季度的一次私募股权交易中卖掉了。与此同时,巴菲特在一系列的股票进行了大幅的减仓,包括美国标准公司(American Standard), Ameriprise Financial公司,耐克公司(Nike)。在两只铁路股票,Norfolk Southern和太平洋联合铁路(Union Pacific),巴菲特进行了适度的减仓。

巴菲特的“五星”战略

到目前为止,巴菲特的投资组合里有16只股票获得了晨星五星级的投资评级,意味着晨星认为这16只股票长期能为投资者提供良好的回报。动荡的市场里巴菲特组合如此多的五星评级并不让晨星感到惊讶,晨星分析师认为,虽然市场还处于动荡中,但那些耐心而且有远见的投资者将获益匪浅。巴菲特投资组合的三只消费品的股票美国运通(American Express),庄臣公司(Johnson &

Johnson)和沃尔玛都获得了晨星的五星投资评级并落在晨星消费品股票精选池里。尽管遭受次级贷的冲击,美国运通在三季度的净收入仍然增长了10%,得益于运通公司在其四个主要业务部门的三个都取得了超过两位数的增长。运通公司拥有良好的财务数据,今年的股东权益回报率按前三季度估算高达38%,属于金融服务公司中最高级别的。运通公司良好的业绩一方面来自她全球营运网络的高效和海运贸易部门,去年该部门赚取了25%的利润率,其净资产回报率高达85%。

引发的思考

巴菲特的信徒是如此的多,使得不少中国的投资者也在问,现在该是贪婪的时候了么?笔者认为,当前的国内市场和美国市场不尽相同。首先,美国市场的动荡来自次贷危机的冲击,而中国受次贷的影响并不大,中国市场最近的大幅动荡很大程度上来自对市场估值过高的担忧和政府的紧缩调控政策。另外在市场的有效性和公司治理上,美国股票市场仍然要远远优于中国,虽然后者近年在价值投资和公司治理方面取得进步。最后是公司的基本面,我们看到巴菲特增加持仓的股票都有着良好的财务状况,其竞争力和盈利能力长期来说仍然值得推荐。因此,投资者无论选择“贪婪”与否,都不应当是机械地引用。

观点

安东尼·波顿:买基金赚快钱是误区

◎本报记者 牟敦国

内地首批四只QDII股票基金净值全部跌破面值,无疑给基金投资人上了风险一课,买基金同样也有风险,投资者不能抱有“买基金就要赚快钱”的预期。这是上周全球最佳基金经理安东尼·波顿来到上海针对记者提问作出的表示。不过,安东尼也同时表示,毕竟这几只基金成立时间还比较短,在如此短的时间内给一只基金产品下评价结论并不合适。

安东尼·波顿为富达国际有限公司执行董事兼高级投资经理,2003年获得英国所有公司行业类别的“最佳基金经理”,2005年获得“最佳英国基金经理”。安东尼先生在基金行业拥有35年以上的经验,他管理的富达特别情况基金自1979年发行以来,成功创下总计超过900倍的投资回报率。

在本次上海之行以前,安东尼在北京也作了全球投资趋势方面的座谈。在海外基金纷纷看好新兴市场,尤其是中国A股市场的背景之下,富达国际派员在内地媒体与投资界频频亮相,也在表示富达国际准备正式进入中国内地市场的计划。在今年9月,该公司已在大连成立第一家独资企业——富达(大连)科技有限公司。



收购交易扑朔迷离 风险还是机会

出于对私募基金完成杠杆交易意愿的疑虑,许多带有收购题材的公司股价持续低迷,比如全球最大的无线广播公司Clear Channel Communications,以及位于拉斯维加斯的赌场运营商Harrah's Entertainment等。这也给投资者提供了押宝的机会。毕竟,只有在这样的震荡市场,才能混水摸鱼,当然,一个重要前提是权衡好风险/收益比。

随着信贷市场今年夏天的崩溃,人们对于大型杠杆收购在缺乏融资手段的情况下能否顺利完成产生怀疑,市场中随即出现杀跌抛售的情况。绝佳的买入机会也随之显现。因为实际上包括Archstone-Smith,第一数据(First Data)和希尔顿酒店在内的很多收购都最终以原先制订的条款完成了。

最后时刻的放弃

两周前,股市开始了新一轮剧烈波动,收购——套利市场也开始动摇。私募基金Cerberus的惊人行动更是刺激了市场。他们在最后期限(即11月16日)的前三天,放弃对全球最大设备租赁公司United Rentals(URI)的价值40亿美元的收购交易。11月13日,United Rentals(URI)的股票价格是34.25美元,只比收购价格低25美分。截至上周五,United Rentals股价下跌至22美元,这种急剧下跌说明,华尔街并不希望这一交易成功,除非United Rentals起诉Cerberus。

Cerberus并不认为United Rentals自从7月份宣布收购交易以来在公司质量上有什么降低,它只是

不想买了,因为在经济走向低迷的时候,它不想拥有一家大型机械设备的租赁商。华尔街担心其他私募效仿Cerberus而放弃他们的收购交易,让目标公司只能得到违约金。Cerberus需要支付1亿美元左右的违约金。

“我不能指责人们变得紧张。”Merger Fund共同经理Roy Behren说。这家公司专注与收购套利交易,但我们还是认为市场上有些非常吸引人的机会。”

他很好看Clear Channel, Harrah's和BCE的交易,也很好看即将完成的Toronto Dominion Bank收购Commerce Bancorp(CBH)的交易。

无线广播收购案扑朔迷离

在这些尚未完成的大型杠杆收购交易中,Clear Channel是压力最大的,即便以Thomas H. Lee和贝恩为首的那些愿意用260亿收购这家美国最大的无线广播公司的买家。上周五Clear Channel收盘于34美元以下,而在11月初还有38美元,比协议的收购价格39.20美元低了超过5美元。

如果这一交易在1月31日完成的话,投资者将获得5.5美元,大约是16%的收益。如果更早完成的话,他们可能获利更多。如果按年收益计算的话,年收益将达到85%。而年收益通常是比较不同收购套利交易的标准。因为现在看来年收益很高,对Navteq这样的收购的绝对差额就很小,意味着投资者要为很少的回报冒很大的风险。

Thomas H. Lee共同主席Scott Sperling一个月前在CNBC还乐观的说,无线广播可以带来很好的现金流,室外广告牌市场也会有很大的增长。Clear Channel目前拥有Clear Channel Outdoor(CCO)公司90%的股权,是美国最大的广告牌公司之一。

Clear Channel目前的风险/收益比很不错,因为如果交易无法完成,股价将下跌4美元,如果完成,将上涨超过5美元。华尔街认为交易完成的可能超过50%。该公司股价只能下跌4美元的原因是,Clear Channel占有Clear Channel Outdoor的大部分股权,Clear Channel Outdoor的股价为26美元,总价值80亿美元,相当于每股Clear Channel中的16美元。

市场对于Clear Channel收购交易的担心来自对于无线广播市场走弱的预期,尽管Clear Channel做的比同行都要好,但是围绕Clear Channel以12亿美元出售电视台仍存在争议。如果这一交易无法完成,Clear Channel应该还有其他选择,其中一个可能是贝尔斯登分析师Victor Miller所说的,包括出售电视台和广告牌公司的国际业务,将其国内业务分拆出来,用发债的方法实现股票回购。

最后的套利机会

Harrah目前的股价已经从90美元左右的收购价格跌到87美元,这意味着3美元的折价,3%的收益,如果明年1月31日截止的话,18%的年收益。这一交易完成的可能很大,因

为华尔街比较看好赌场,这是一种同资产有关但不怕经济衰退的生意。

BCE即将以450亿美元的巨额收购出售给私募,目前的股价是40美元,比交易价格43.5美元低3.5美元,由Providence Equity Partners和Ontario Teachers Pension组成的集团将在3月31日完成交易。

银行收购通常被看作是收购套利交易中最安全的一个,这主要是因为其战略地位,但最近这也受到抛售的影响。Commerce Bancorp股价35.5美元,比Toronto Dominion提出的38美元的收购价格还要低。按照3月31日的交易时间,这意味着22%的年收益。

Student lender SLM(SLM)目前股价是38美元,比J.C. Flowers & Co为首的收购集团提出的60美元的收购价格低很多。买家目前已经放弃了这个价格,但SLM还在和买家争取,华尔街的看法是,这个交易没戏了。

Sam Zell对Tribune(TRB)的收购依然不确定,因为报纸业的前景不好,债务很多。为了推进私募进入的进程,Tribune计划以34美元每股的价格回购流通股。但是投资者的疑虑是很明显的,它目前股价28美元,雷曼兄弟的Craig Huber最近写了个报告,说这一交易完成的可能不到50%。

收购交易总要有风险,但是投资者将在Clear Channel, Harrah's和BCE的冒险中获利。在上述这些收购交易落后后,收购套利市场的机会将会很少,在最近将不会再有。

(本报记者 郑焰 编译)