

伯克希尔哈撒韦：巴菲特的保险行业投资逻辑

经常谈论巴菲特者如过江之鲫，但真正能静下心来将伯克希尔哈撒韦公司的财报读完、并且能动手做财务建模的人，却少之又少。今天，我们要做建模的这家公司，很特殊。虽然它的经营范围，涉及保险、制造业、零售业、能源、铁路等多个行业，但从经营本质上来看，其实是一支基金。

从 1965 年起算，其每股账面所有者权益增速达到 18.7%，股价的年复合增速达到 20.3%，远超标普 500 同一时期的年化收益率 10%。这么多年的高年化收益率，至今仍在全球范围内稳居龙头梯队。

如果从走势上来看，更令人惊讶。自 1988 年至今，其前复权股价从 2750 美元一路上涨至 281260 美元，涨幅达到 101 倍。同时，今年美股大幅下跌，其走势也从高点跌至区间低点，峰值跌幅达到 31%。



图：股价图（单位：美元） 来源：wind

这只单价非常贵的股票，就是巴菲特的公司——**伯克希尔哈撒韦**。2019 年，其收入总额为 2546.16 亿美元，同比增长 45%；净利润为 814.17 亿美元，同比增长 1925%；经营活动现金流为 386.87 亿美元；净利率为 31.98%。如果拿净利润做个排名，伯克希尔在美股中，仍居首位。

看到这里，几个值得我们深入思考的问题来了：

- 1) 本案，涉及的行业众多，如此巨无霸，该如何做建模？
- 2) 作为巴菲特经营的一支“基金”，其收益究竟如何？如何从其历史收益上探究巴菲特的投资偏好？他又是如何能够维持如此高的收益的？
- 3) 目前，其市值为 4557 亿美元，PB 为 1.1 倍。这样的数据，究竟在什么范围？究竟是贵了，还是便宜了？

对相关领域，我们之前还研究过**中国平安、中国财险、中国太保、众安保险、中国再保险**等案例，查阅“专业版报告库”，获得相关报告，以及详细 Excel 建模表，从更深处感知行业逻辑。

— 01 —



巨头，历史



伯克希尔哈撒韦，成立于 1956 年，由哈撒韦公司和伯克希尔棉花纺织公司合并而来。早期业务为纺织业。由于纺织业的产能过剩，在接下来的 9 年里，其接连亏损，导致其濒临破产。说起伯克希尔哈撒韦，那就必须要提巴菲特。伯克希尔哈撒韦，是他在“捡烟蒂投资”时期，知名的失败案例之一。

1962 年，巴菲特开始买入伯克希尔哈撒韦的股票，他原本打算在公司破产时，卖掉手中的股票从而获利。不过由于回购价格过低，他决定大量买入伯克希尔哈撒韦的股票，直到 1965 年，他完全控制了这家公司，当时其净资产只有 2000 多万美元。

不过，在巴菲特手中的伯克希尔哈撒韦并未扭转经营困局。1970 年，其纺织业务为其带来的利润只有 4.5 万美元。之后，其于 1985 年结束了纺织业的经营。

巴菲特此后这样评价对伯克希尔的收购：*我就这样买入了自己的“烟蒂”，而且我努力的抽着。显然，伯克希尔哈撒韦在众多恶心且湿漉漉的烟蒂中是那只不要钱的，但已经没有多少可抽的了。如果 1965 年我从未听说过伯克希尔哈撒韦，可能我的情况会更好。*

1967 年，巴菲特收购了奥马哈市的国民保险公司，开始了保险业的经营，其超过 80% 的保费收入来自于车险业务（无寿险业务）。巴菲特看中的，就是国民保险公司的浮存金。

浮存金，是指保户向保险公司缴纳的保费，是保险公司的债务。保险公司通常在留有一定比例来应对近期可能支付的理赔金额后，剩余部分可以用来投资，并且投资收益归保险公司所有。

对于财险，之前我们在研究中国财险时，有过详细分析（详见专业版报告库，此处不详述）。对于财险公司而言，如果未来赔付和费用低于收取的保费，它们就能额外赚到承保利润，这意味着保险浮存金的资金成本甚至低于零。而这，就成为伯克希尔哈撒韦的核心竞争力之一。

1967 年，当伯克希尔哈撒韦收购国民保险公司时，其拥有价值 3190 万美元的浮存金的对外投资。1968 年，其收购了和保险公司类似，都拥有浮存金的蓝筹印花公司，其主营业务是发型礼品券。

蓝筹印花，是 1956 年由 9 家大型零售集团创立，这些发起公司中包括加油站。零售商会向蓝筹印花购买印花，然后向消费者发放。之后，消费者用收集到的印花，再向蓝筹印花公司兑换礼品。不过通常，人们要么因为丢失印花而不来兑换，或是因为积攒的印花太少而无法兑付，因此，蓝筹印花公司的账上有一笔现金，这就是浮存金。

据数据显示，每年蓝筹印花公司大约向零售商卖出 1.2 亿美元的印花，公司手里的浮存金达到 6000 万美元到 1 亿美元之间。

后来，因蓝筹印花被告垄断，进行了重组，巴菲特、芒格就在此时低位买入。这一案，也标志着二人投资合作的开始。

收购后，巴菲特开始转变公司的经营方向，利用其浮存金进行收购活动。1972 年，其以 2500 万美元的价格收购了喜诗糖果。后来将喜诗糖果称为“梦幻企业”，因为它不需要很多新资本就可以提升利润（这类公司，我们之前也分析过不少，体现为经营活动现金流远大于资本支出 CAPEX，例如海天）。

在收购后的 30 年里，其投入的增量资本仅仅为 4000 万美元，而其带来了超过 20 亿美元的税前利润，为伯克希尔提供了大量的现金进行投资。

这次成功的收购后，也让巴菲特的投资理念从“捡烟蒂”转为购买优质企业。

1976 年，巴菲特开始收购当时濒临破产的美国政府雇员保险公司（GEICO）。至 1980 年底，其一共投资了 4570 万美元，拥有 33.3% 的股权，不过到了 1995 年，其投资 GEICO 的股票已经增值 50 倍，赚了 23 亿美元。

随后，巴菲特逐渐增持，目前已经成为其核心全资子公司，而 GEICO 也成为了美国的车险龙头。2019 年其贡献了 355.72 亿美元，占总收入的比重为 14%。随后，巴菲特又收购了全球再保险业龙头——通用再保险（1998 年）。

随后他又开始涉足其他行业，先后收购了国际王后奶品公司（1998 年）、柏林顿北方圣塔菲铁路公司、NetJets、伯克希尔哈撒韦能源（1999 年）等公司，形成了多元化的经营格局。

同时，通过其浮存金投资了可口可乐、卡夫亨氏、苹果公司、富国银行、美国运通等，年化收益率达到 20%。

看到这里，我们已经了解了伯克希尔哈撒韦的发展历程。那么，它能够获得如此成功的经营业绩，究竟靠的是什么呢？

— 02 —



龙头，模式



答案就是：保险业的浮存金+价值投资体系。

伯克希尔哈撒韦，成立于 1956 年，于 1987 年在纽交所上市，大股东为巴菲特，持股比例为 37.1%。

持有人名称	投资组合名称	来源	期权	头寸↓	总股数%
1. Buffett Warren E		All	All	259,382	37.10
2. 富达管理与研究有限责任公司		Proxy		30,512	4.36
3. CAPITAL GROUP COMPANIES INC	Multiple Portfolios	ULT-AGG		24,677	3.53
4. EVOKE WEALTH LLC	EVOKE WEALTH LLC	13F		21,340	3.05
5. Gottesman David S		Proxy		21,018	3.01
6. FIRST MANHATTAN CO ASSET MGMT	FIRST MANHATTAN C...	13F		15,731	2.25
7. SERICA FONDSLEITUNG	Multiple Portfolios	MF-AGG		7,140	1.02
8. 挪威中央银行	NORGES BANK	13F		7,128	1.02
9. Munger Charles T		Proxy		4,538	0.65
10. Cascade投资有限责任公司		Proxy		4,050	0.58
11. GARDNER RUSSO & GARDNER	GARDNER RUSSO & G...	13F		3,850	0.55
12. BALASA DINVERNO FOLTZ LLC	BALASA DINVERNO & ...	13F		3,800	0.54
13. DAVIS SELECTED ADVISERS LP	DAVIS SELECTED ADV...	13F		3,125	0.45
14. Vanguard集团		ULT-AGG		2,636	0.38
15. EDGEPOINT INVESTMENT GROUP INC	EDGEPOINT INVESTM...	13F		2,367	0.34
16. PFLUG KOORY LLC	PFLUG KOORY LLC	13F		2,200	0.31

图：股权结构

来源：Bloomberg

2017年至2019年，其营业收入（不含投资收益）分别为2399.33亿美元、2478.37亿美元、2546.16亿美元；净利润分别为453.53亿美元、43.22亿美元、814.17亿美元；经营活动现金流净额分别为457.28亿美元、374亿美元、386.87亿美元；净利率分别为18.73%、1.62%、31.98%。

从业绩增速来看，近三年营业收入年复合增速为3.01%，净利润年复合增速为34.6%。注意，其2018年净利润出现较大幅度下降，主要由于投资亏损224亿美元所致。

据悉，投资亏损主要来自重仓股苹果公司，因经营策略调整，之前股价大跌。加之，其持股的卡夫亨氏，由于收购价过高，2018年业绩未及预期，导致无形资产减值。

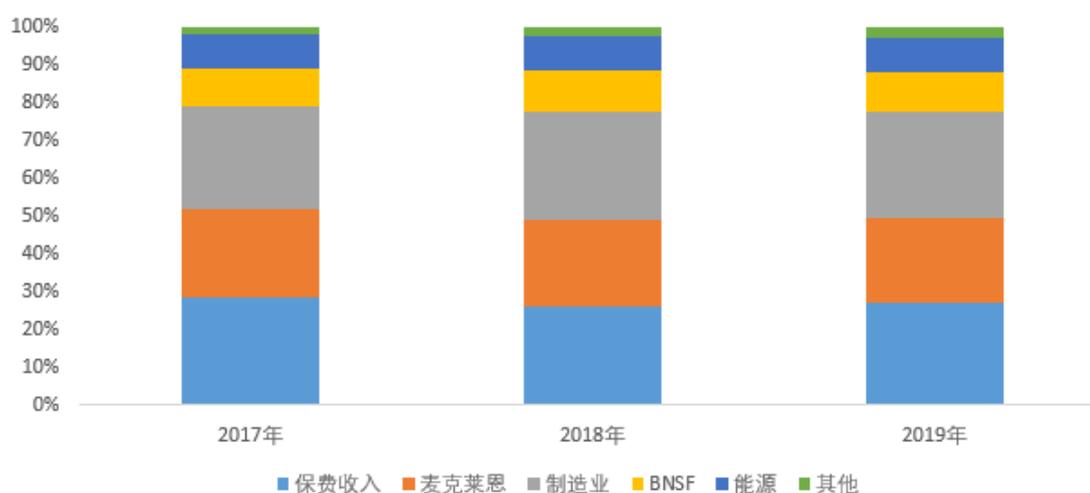
其收入主要来源于五部分：

- 1) 制造业——包括工业、消费和建筑产品等，占总收入的比重为25%；
- 2) 保险——主要经营财产险、再保险等业务，占总收入的比重为24%；
- 3) 便利店——麦克莱恩，主要为美国的便利店、大卖场、两所药店等提供批发配送服务，占总收入的比重为20%；

4) 服务与零售——包括飞行员培训、零售业务等在内的服务和销售业务，占总收入的比重为 12%；

5) 铁路——其经营主体是 BNSF（美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司）是北美洲的铁路运营龙头之一，占总收入的比重为 9%

6) 能源——主要包括电力、燃气等公用事业，占总收入的比重为 8%。



图：收入结构（单位：%）

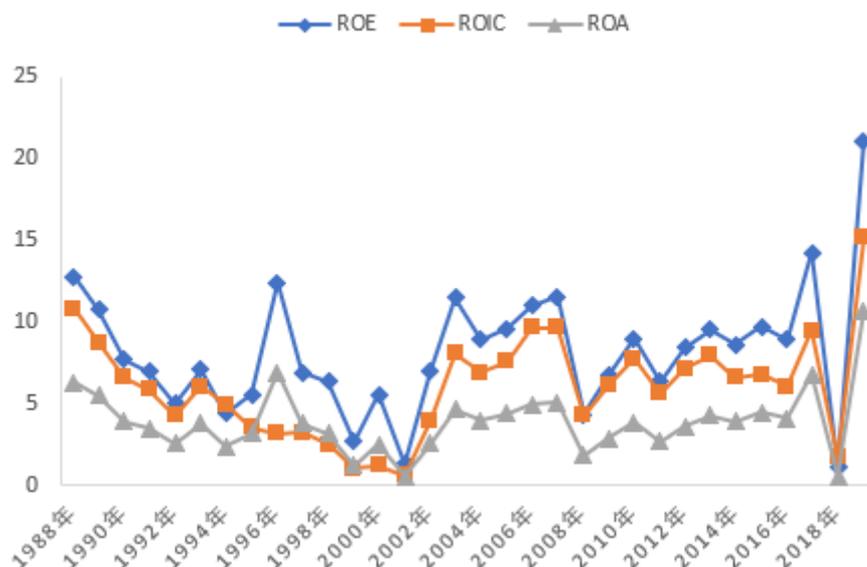
来源：并购优塾

虽然本案的业务分类较多，但由于其核心业务仍为保险业，因此，我们主要来看保险业的产业链结构。其上游为服务供应商，下游为保险购买人。

以上产业链和业务模式，形成了本案特殊的财报结构：

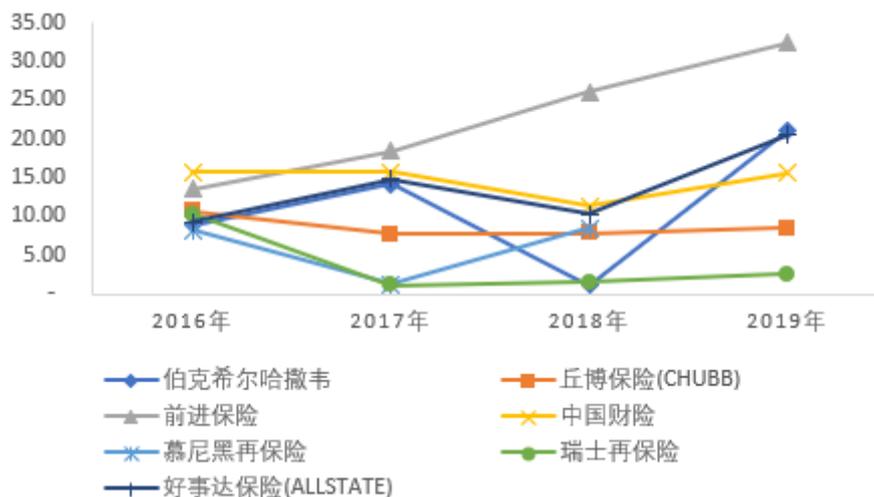
从资产结构来看——2019 年，其资产总规模为 8177.29 亿美元，占比较高的是：权益类投资资产（30.33%），其次为固定资产（19.48%）、商誉（10.01%）、现金及现金等价物（7.85%）、短期美国国库券（7.8%）。负债总额为 3891.66 亿美元，占比由高到低为：应付损失及损失调整费用（即赔款，29.67%）、应付款项（10.87%）、应付票据及其他借款（26.56%）。

从利润结构来看——2019 年，其营业收入（不含投资收益）2546.16 亿美元，其中，投资收益占比 28.52%，保险损失及损失调整费用占比 17.46%、除保险业务外的主营业务成本占比 54.11%、销售及管理费用 7.59%，于是，剩下 31.98%的净利润。接着，来看一组《并购优塾》整理的基本面数据：



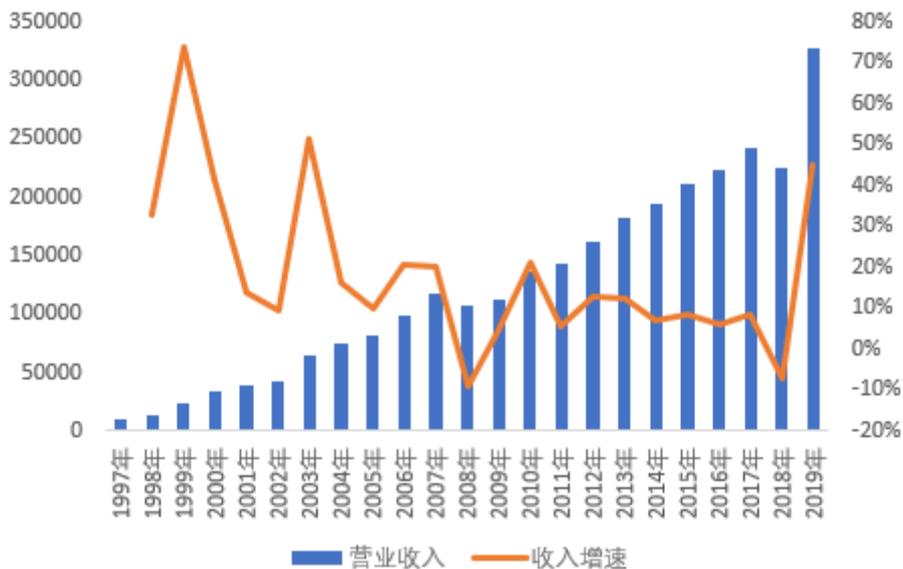
图：ROE VS ROIC（单位：%）

来源：并购优塾



图：同行 ROE 对比（单位：%）

来源：并购优塾



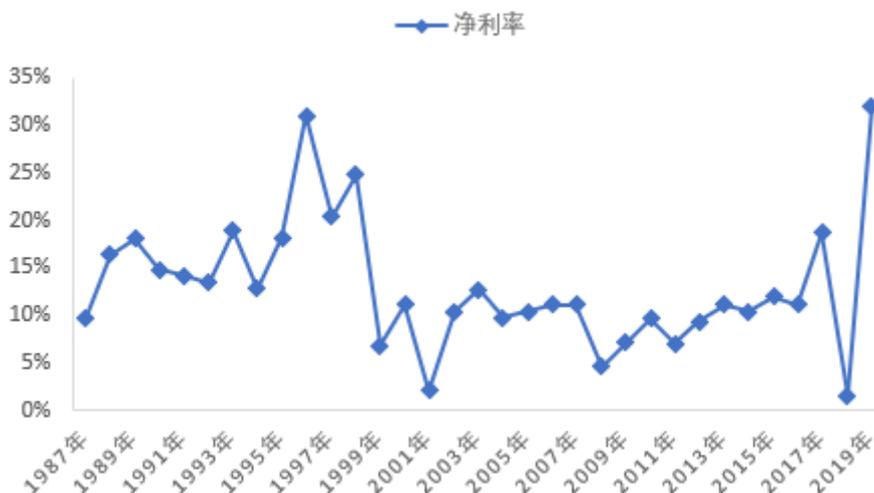
图：营业收入 VS 营收增速（单位：百万美元、%）

来源：并购优塾



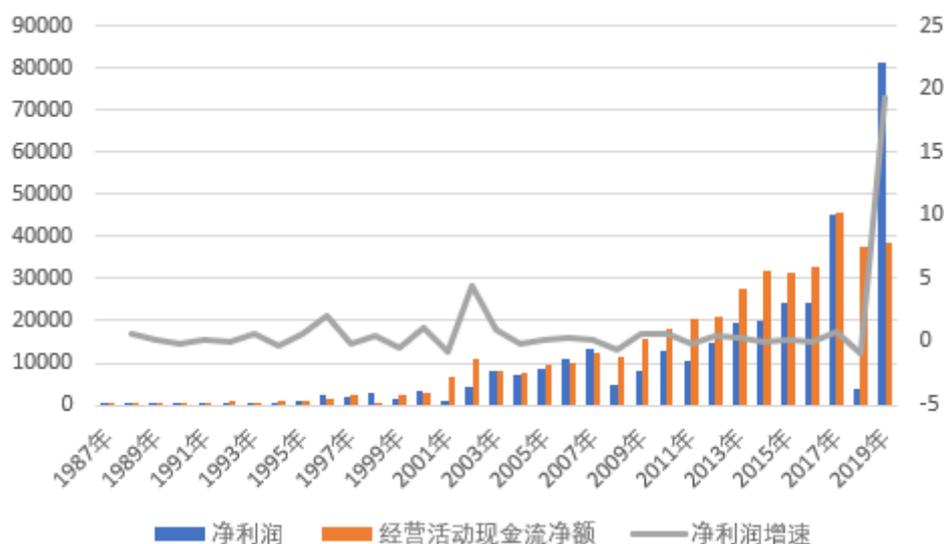
图：营业收入增速及净利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



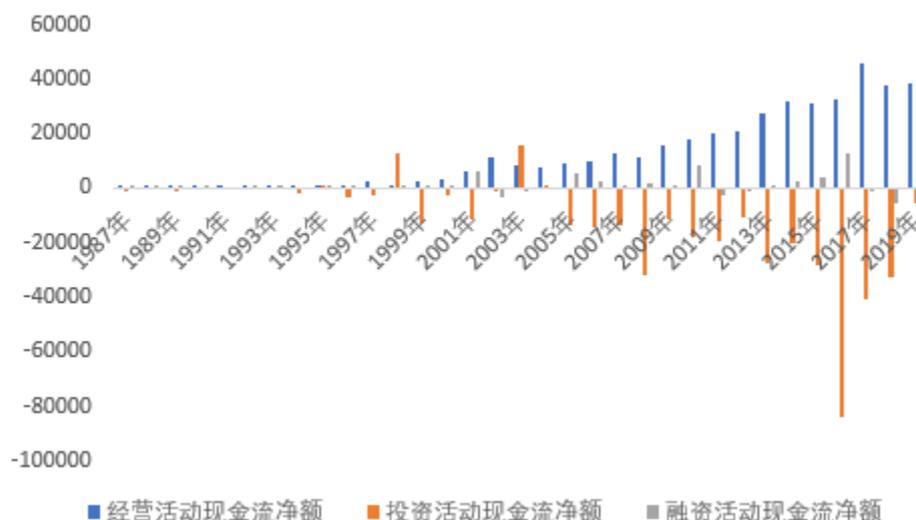
图：净利率（单位：%）

来源：并购优塾



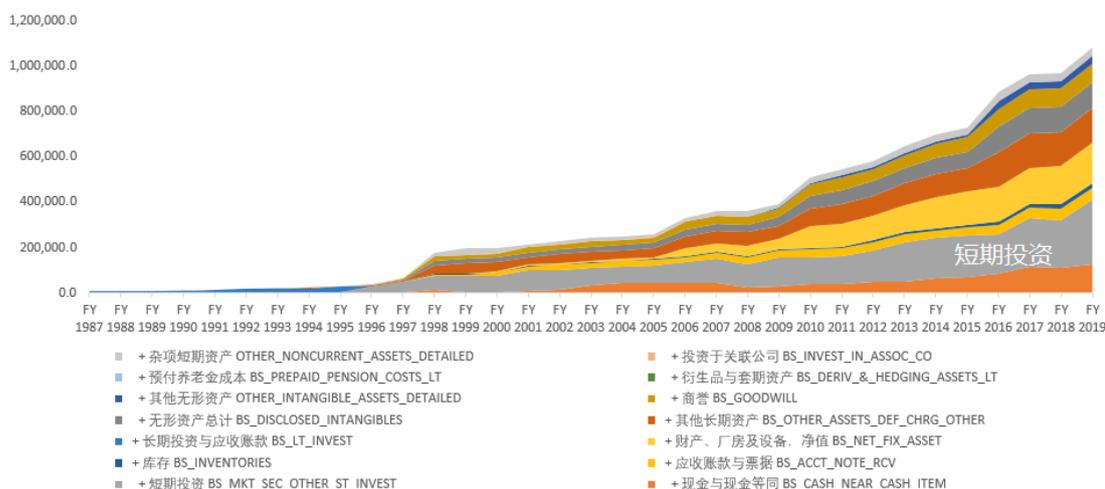
图：扣非归母净利润及经营活动现金流（单位：百万美元）

来源：并购优塾



图：现金流（单位：百万美元）

来源：并购优塾



图：资产结构 单位（百万美元）

来源：并购优塾

看完这组基本面图表后，重要的问题来了——如果将这家公司放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这家公司做建模，应该从什么地方入手？

— 03 —



同行业，回报分析



在优塾的投研体系之下，对任何公司做分析的第一步，都始于回报分析。

本案近三年的 ROA 为 6.79%、0.57%、10.67%；ROE 为 14.26%、1.15%、21.05%。这个水平到底如何，我们来和保险业的同行业做个比较：

	ROE			
	2016年	2017年	2018年	2019年
伯克希尔哈撒韦	8.94	14.24	1.15	21.05
丘博保险(CHUBB)	10.68	7.76	7.81	8.43
前进保险	13.52	18.47	26.01	32.42
中国财险	15.79	15.69	11.28	15.59
旅行者集团(TRAVELERS)	12.88	8.76	10.82	10.74
好事达保险(ALLSTATE)	9.25	14.79	10.27	20.49
	ROA			
	2016年	2017年	2018年	2019年
伯克希尔哈撒韦	6.34	4.42	1.11	13.98
丘博保险(CHUBB)	4.24	2.65	3.16	3.37
前进保险	5.10	6.36	7.81	10.55
中国财险	5.27	5.82	4.73	4.39
旅行者集团(TRAVELERS)	4.41	3.04	3.19	3.25
好事达保险(ALLSTATE)	2.86	3.91	2.74	5.53
	ROIC			
	2016年	2017年	2018年	2019年
伯克希尔哈撒韦	4.13	6.83	0.57	10.73
丘博保险(CHUBB)	3.15	2.36	2.37	2.58
前进保险	3.31	4.48	6.19	7.86
中国财险	4.02	3.96	2.88	4.24
旅行者集团(TRAVELERS)	3.01	2.02	2.43	2.45
好事达保险(ALLSTATE)	1.76	2.89	2.00	4.17

图：投入回报对比（单位：%）

来源：并购优塾

整体来看，保险行业里，**前进保险**的投入资本回报率较高，其次是伯克希尔哈撒韦。从波动率上看，前进保险的利润结构是以承保利润为主，ROE 稳定上升，而伯克希尔的利润结构以投资利润为主，所以 ROE 波动较大。（对前进保险，后续需要重点研究）

对比来看，旅行者、伯克希尔哈撒韦、中国财险的投资收益占净利润的比重较高，未来净利润的波动受投资收益影响较大。

	投资收益占净利润比重
伯克希尔哈撒韦	90%
丘博保险(CHUBB)	77%
前进保险	54%
中国财险	90%
旅行者集团(TRAVELERS)	94%
好事达保险(ALLSTATE)	65%

图：2019 年投资收益占净利润比重（单位：%）

来源：并购优塾

我们再将分子、分母拆开，以 2019 年为横截面，对比一下各家的资产情况和收益情况。

项目	投资资产	固定资产	损失及理赔费用准备金	未到期保费
伯克希尔哈撒韦	4,091.90	1,592.76	1,154.60	197.82
前进保险	392.54	12.14	181.05	123.89
旅行者集团(TRAVELERS)	778.84		518.49	146.04
好事达保险(ALLSTATE)	883.62	11.45	350.12	153.43
丘博保险(CHUBB)	1,092.34		626.9	167.71
中国财险	424.13	25.93		437.40

图：资产负债表（单位：亿美元）

来源：并购优塾

项目	营业收入	净利润	经营活动现金流
伯克希尔哈撒韦	2,478.37	40.21	374.00
前进保险	319.79	26.15	62.85
旅行者集团(TRAVELERS)	302.82	25.23	43.80
好事达保险(ALLSTATE)	398.15	22.52	51.75
丘博保险(CHUBB)	327.17	39.62	54.80
中国财险	525.38	22.56	14.39

图：收入、利润及现金流（单位：亿美元）

来源：并购优塾

根据以上三张表，我们能看出，这个行业的核心资产是投资类资产。如果按照一单位核心资产带来的现金流来看，前进保险更强。其每投入 1 元投资类资产，能

带来 0.16 元的经营活动现金流。而本案每投入 1 元投资类资产，带来 0.09 元经营活动现金流。

其次，从核心指标拆解来看，2019 年，其净利率为 32.12%，权益乘数为 1.97，总资产周转率为 0.33%。其净利率在行业中处于较高水平，而权益乘数和总资产周转率在行业中相对较低，可能受其业务中包含制造业、零售、公共事业等业务影响，导致其资产较重。

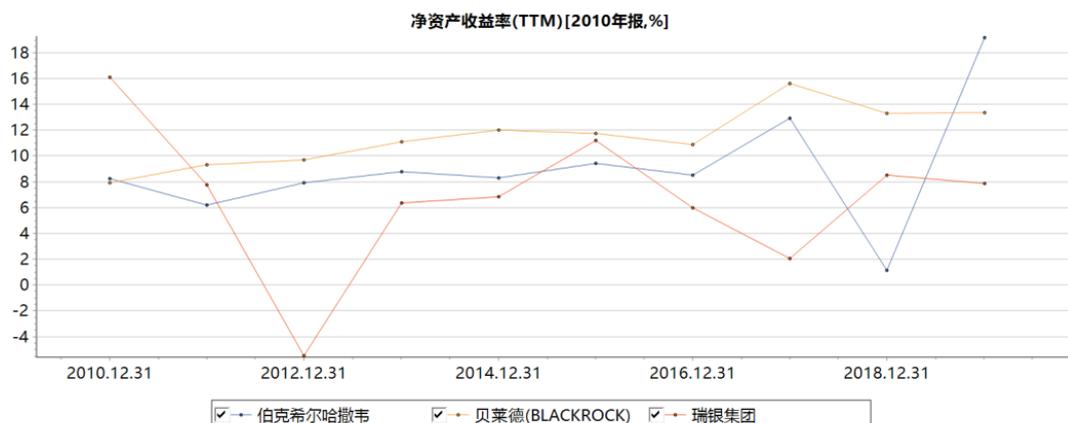
	净利率	权益乘数	总资产周转率
伯克希尔哈撒韦	32.12	1.97	0.33
前进保险	10.20	4.14	0.77
旅行者集团(TRAVELERS)	8.30	4.39	0.29
好事达保险(ALLSTATE)	10.85	4.91	0.38
丘博保险(CHUBB)	13.03	3.26	0.20
中国财险	6.09	3.68	0.70

图：杜邦分析拆解

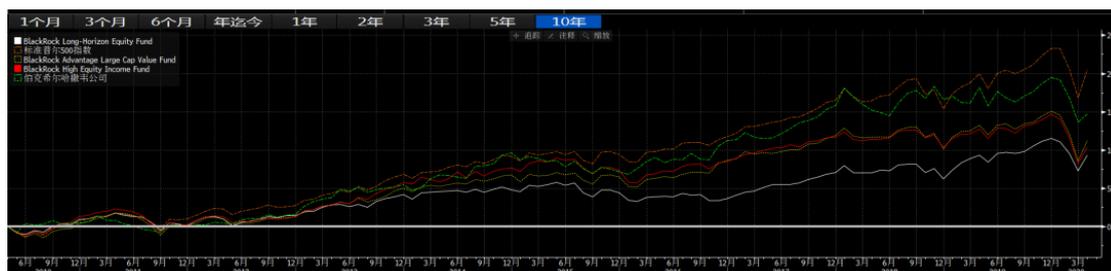
来源：并购优塾

看到这里，我们考虑到伯克希尔以投资能力见长，所以，我们再拿它和贝莱德集团、瑞银集团等资管类巨头做对比：

ROE 方面，贝莱德表现较优，近十年稳步上升，大致在 10-12%，略高于伯克希尔。（可能是因为贝莱德的主要收入来源是基金管理费，来源较为稳定）



另外，对比伯克希尔和贝莱德的几支价值投资类基金来看，伯克希尔的收益率优于贝莱德。不过，需要注意的是，近十年，它们的收益率均不及标普 500。这可能由于近十年来，拉动标普 500 上升的主要为科技股，而科技股并非价值投资的首选标的。不过，自从巴菲特在 2016 年前后开始购入苹果股票后，可以看出其收益率已经十分接近标普 500。



图：投资回报对比
来源：Bloomberg

回到本案，巴菲特的投资收益究竟如何？他是如何获得超额收益的？

— 04 —



伯克希尔，基金



与其说伯克希尔哈撒韦是一家混业经营的公司，不如说，它是巴菲特的一支“基金”。从本案的经营本质上来看，巴菲特是分别通过对一级市场、二级市场的投资，赚取未上市公司的净利润和上市公司的股票差价，从而实现其所有者权益的提升。

根据巴菲特致股东的信中披露，从 1965 年收购伯克希尔至 2018 年，其**年均每股账面价值**的增速为 18.7%，远高于标普 500 年化 9.7% 的收益率。在对本案进行估值建模之前，我们首先要知道，巴菲特究竟如何获得如此高的收益率？

Berkshire's Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change		
	in Per-Share Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	(23.1)	(3.1)
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	(19.9)	21.0
2000	6.5	26.6	(9.1)
2001	(6.2)	6.5	(11.9)
2002	10.0	(3.8)	(22.1)
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	-4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	(12.5)	1.4
2016	10.7	23.4	12.0
2017	23.0	21.9	21.8
2018	0.4	2.8	(4.4)
Compounded Annual Gain – 1965-2018	18.7%	20.5%	9.7%
Overall Gain – 1964-2018	1,091,899%	2,472,627%	15,019%

图：成立至今收益率

来源：致股东的信

原因有两方面：一方面，由于其较高的夏普比率；另一方面，来源于在高风险情况下运用杠杆来扩大受益。

先来看夏普比率。夏普比率是衡量投资组合每承受一单位总风险，会产生多少超额报酬。夏普比率数值越高，说明单位风险下创造的超额收益越高。公式为：

$$\text{SharpeRatio} = \frac{E(R_P) - R_f}{\sigma_P}$$

其中：

$E(R_P)$ ：投资组合预期报酬率

R_f ：无风险利率

σ_P ：投资组合超额收益的标准差

再来看信息比率。信息比率是衡量单位主动风险所带来的超额收益。信息比率越大，说明基金经理单位跟踪误差所获得的超额收益越高。

$$\text{IR} = \alpha / \omega$$

其中：

α ：组合的差额收益；

ω ：主动风险

1976年-2017年，其夏普比率为**0.79**，高于市场水平0.49，在所有共同基金中排名前3%。同时，根据市场风险敞口调整其业绩后，其信息比率为**0.6**，在所有共同基金中排名前2%。

Table 1. Buffett's Performance Relative to All Other Stocks and Mutual Funds, 1976–2017

Stock/Fund Measure	A. Sample Distribution of Sharpe Ratios					Buffett Performance	
	Number of Stocks/Funds	Median	95th Percentile	99th Percentile	Maximum	Rank	Percentile
<i>Sharpe ratio of equity mutual funds</i>							
All funds in CRSP data	4,585	0.36	0.69	1.10	3.20	137	97.0%
All funds alive in 1976 and 2017	133	0.36	0.54	0.63	0.79	1	100.0%
All funds alive in 1976 with at least 10-year history	304	0.30	0.49	0.61	0.79	1	100.0%
All funds with at least 10-year history	2,872	0.39	0.62	0.74	0.99	11	99.7%
All funds with at least 30-year history	432	0.38	0.59	0.73	0.93	3	99.5%
All funds with at least 40-year history	186	0.33	0.52	0.63	0.79	1	100.0%
<i>Sharpe ratio of common stocks</i>							
All stocks in CRSP data	23,257	0.21	0.88	1.47	2.68	1,454	93.8%
All stocks alive in 1976 and 2017	504	0.36	0.51	0.57	0.79	1	100.0%
All stocks alive in 1976 with at least 10-year history	3,774	0.28	0.51	0.62	0.89	8	99.8%
All stocks with at least 10-year history	9,523	0.28	0.57	0.75	1.12	57	99.4%
All stocks with at least 30-year history	2,021	0.32	0.52	0.61	0.81	2	100.0%
All stocks with at least 40-year history	1,111	0.34	0.50	0.55	0.79	1	100.0%
<i>Information ratio of equity mutual funds</i>							
All funds in CRSP data	4,585	-0.11	0.44	0.78	2.79	83	98.2%
All funds alive in 1976 and 2017	133	0.03	0.40	0.49	0.64	1	100.0%
All funds alive in 1976 with at least 10-year history	304	-0.05	0.34	0.48	0.64	1	100.0%
All funds with at least 10-year history	2,872	-0.05	0.39	0.61	0.89	20	99.3%
All funds with at least 30-year history	432	-0.01	0.35	0.49	0.78	3	99.5%
All funds with at least 40-year history	186	-0.01	0.39	0.49	0.64	1	100.0%

图：相关比例排名

来源：巴菲特的 alpha

如果拆分成上市公司和非上市公司来看，其投资于上市公司股票的夏普比率 0.69，高于其投资于非上市公司的 0.43，说明其选股能力强于其作为管理者的能力。

再来看杠杆比率：

根据计算，伯克希尔的历史平均杠杆率为 1.7:1，如果按照 1965 年至今，标普 500 年化收益率 9.7%，以及 1.7 倍杠杆计算，得到的收益率为 16.49%（*伯克希尔的回报是 18.7%*）。

不过，这样的数据，并不是意味着我们通过高杠杆，也能得到与巴菲特一样的投资业绩。另一个关键因素，就是巴菲特的杠杆资金来源。其杠杆主要受益于与三方面：

1) **高评级**——伯克希尔从 1989 年至 2009 年，长期维持 AAA 级评级，目前其评级也为 AA+，使其长期获得较低的借款利率。

2) **浮存金**——由于保险业务“先收保费、后赔款”的经营性质，只要控制成本费用，就能将浮存金成本降至较低水平，甚至为负。根据其披露的数据计算，1976 年-2017 年，利用浮存金进行投资的平均成本仅为 1.72%，较国债低了 3%。

近五年，其浮存金成本甚至为负。2019 年，伯克希尔的浮存金达到 1290 亿美元。而这部分浮存金，也为其投资带来了稳定的资金来源。

3) **税负减免政策**——其通过对资产、厂房和设备加速折旧的税收减免，减少相应的资本支出。

综上，伯克希尔的高增长，一方面，由于巴菲特较好的选股能力；另一方面，由于其能够获得较低成本的资金。

由于本案特殊的经营本质，我们对本案的建模进行以下调整：

1) 无论是投资收益，还是其子公司的营业利润，其产生的收益均是“基金”收益的一部分。因此，我们直接利用其净利润进行贴现。

2) 在分析时，我们将其业绩分为一级市场投资（子公司），以及其他类型投资（二级市场、固定收益证券、非控股公司）两部分，对应的就是主营业务利润和投资收益两部分。

下面，我们先来看其子公司的经营情况如何预测。

— 05 —

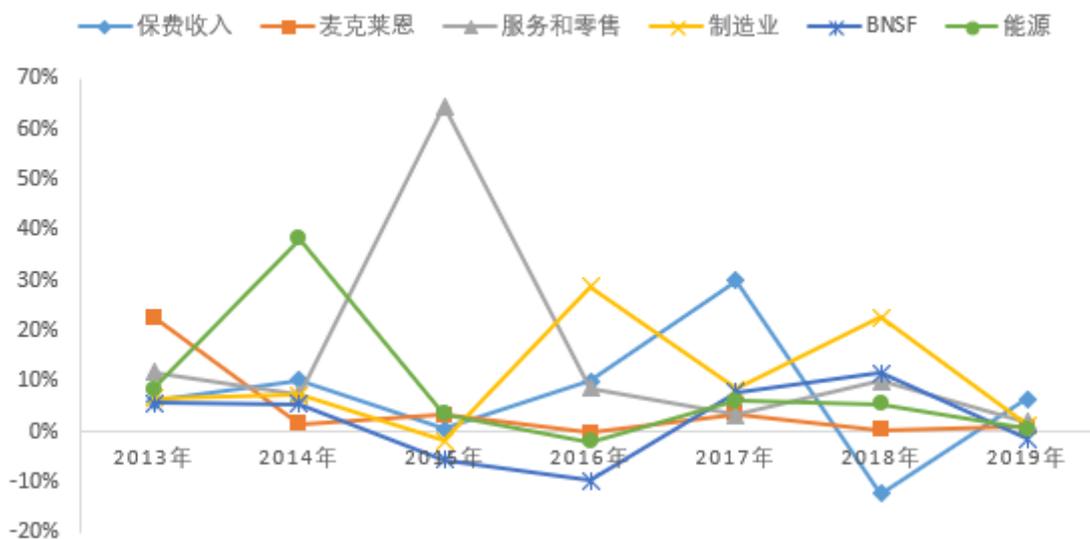


增长，拆解



图：收入增速（单位：%）

来源：并购优塾



图：细分业务增速（单位：%）

来源：并购优塾

从历史收入（含投资收益）增速来看，其主要经历了 3 个高点，目前，增速中枢约在 10%左右。其中：

1999 年——一方面，由于 1998 年 12 月底，其收购了通用再保险，1999 年实现并表；另一方面，伯克希尔哈撒韦再保险集团当年与一家财险公司，签订了一笔 12.5 亿美元的再保险合同，收入大增。以上两方面因素，导致 1999 年收入同比上涨 74%，其中，保险业务收入同比上涨 161.01%。

2003 年——主要由于 2003 年 5 月，其收购了麦克莱恩，并实现并表，使其当年收入同比上涨 51%。

2019 年——主要由于 2018 年，美国新版通用会计规则（GAAP）要求，将未实现投资收益计入利润中，导致当年计提了 224.55 亿美元的投资亏损。

综上，可以看到，本案增长的主要驱动主要来自：并购、投资收益的提高。

虽然本案的收入结构复杂，但其他业务主要是通过取得保费收入后，进行收购而获得的。因此，其核心业务仍为保险。因此，我们对于不同的业务采用不同的方法进行预测。其中：

保险业务：我们以自上而下的分析方法，对本案做分析。可以用公式表示如下：

*保费收入=保险行业保费规模*市占率，其中核心变量为市占率*

其他业务：由于其他业务中均包含较多子公司，无法对收入进行拆分，且并非本案的主要利润来源。因此，对于其他业务，我们采用增速法进行预测：*收入=上年收入*(1+增速)*。

接着，我们先来看保险业务。

— 06 —



GEICO, 收入



由于其保险业务分为三大运营主体，分别经营 GEICO（车险）、Berkshire Hathaway Reinsurance Group（再保险）、Berkshire Hathaway Primary Group（其他财险）。对保费的贡献占比分别为 58.24%、26.75%、15%。因此，我们将保费收入分为三部分，分别进行预测。（注意，从此处也能印证我们之前在中国财险报告中的分析，财险这个赛道，要优于寿险）

先来看 GEICO：

2019 年，GEICO 实现保费收入 355.72 亿美元，同比增长 6.62%，是本案保险业务的核心子公司。

美国车险市场规模：

2019 年，美国的车险保费收入规模为 2979 亿美元，同比增速为 3.73%。可能影响车险保费规模的因素有两方面：一是，汽车数量；二是，保费价格。

先来看美国汽车保有量：

美国的汽车市场，正处于存量市场阶段。从千人汽车保有量上来看，目前美国已经接近 790 辆。2019 年，美国的汽车保有量为 2.6 亿辆，与 2018 年基本持平。而从历史数据来看，2001 年-2015 年，美国的汽车保有量从 2.2 亿辆缓慢增长至 2.6 亿辆，年复合增速仅为 1.4%，而近几年更是基本维持稳定。



图：美国汽车保有量（单位：万辆）

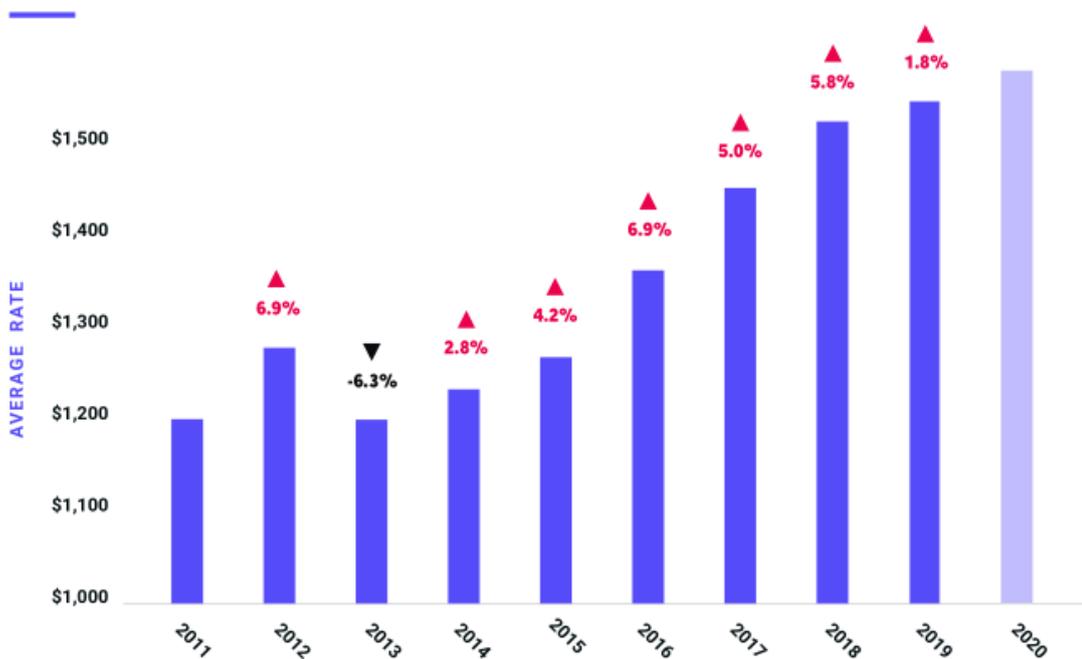
来源：财通证券研究所

那么，既然未来美国车险的增长，无法通过提高汽车保有量的方式实现。能够拉动财险上涨的因素，就应该为保费价格。

再来看保费价格：

根据 Zebra 的调查报告，自 2011 年至今，美国年平均车险保费从不足 1194 美元左右上涨至 1470 美元，年复合增速为 2.63%。

U.S. car insurance rates by year



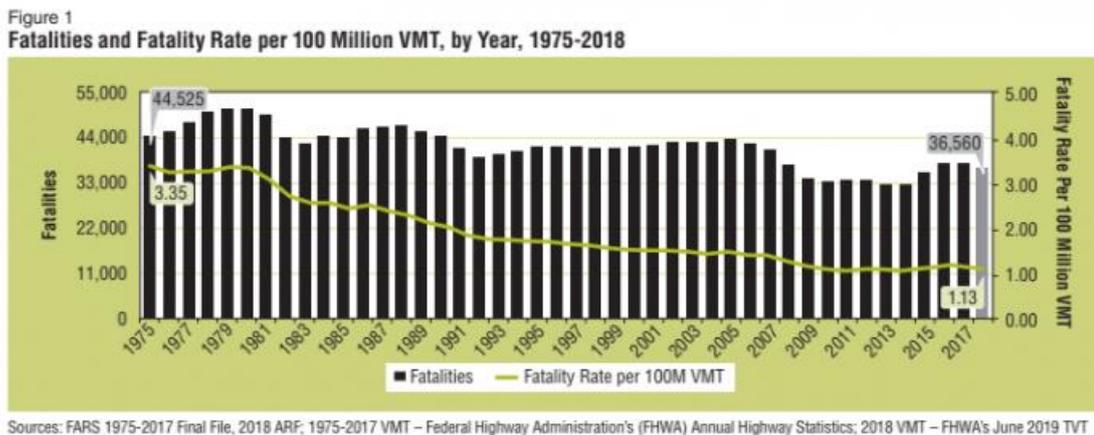
图：美国年平均车险保费（单位：美元）

来源：Zebra

影响车险保费的因素主要包括：驾驶历史（影响权重 35%）、年龄性别、婚姻状况（25%）、车型（18%）、居住地（8%）、信用分数（3%）、职业（2%）、等情况进行调整，归根结底，其衡量的就是出险的风险大小。

以影响程度较高的驾驶记录为例来看：车险公司会根据保户的不良驾驶记录，相应提高保费金额。其中，肇事逃逸、飙车、酒驾是会造成保费提升额度较高的三类行为，其保费增幅分别为 78.3%、73.1%、71%。

而从美国交通事故数量也能大概看出，2013 年交通事故量出现下降，2014 年企稳。而年均保费也在 2013 年出现了下降。



图：美国交通事故致死率

来源：cnBeta

同时，保险公司的涨价幅度，也影响年均保费。例如，为了增加保险利润，2017年 STATE FARM、Liberty Mutual, Travelers, Hartford 等保险公司均对保费进行了涨价。

综上，我们简略假设：

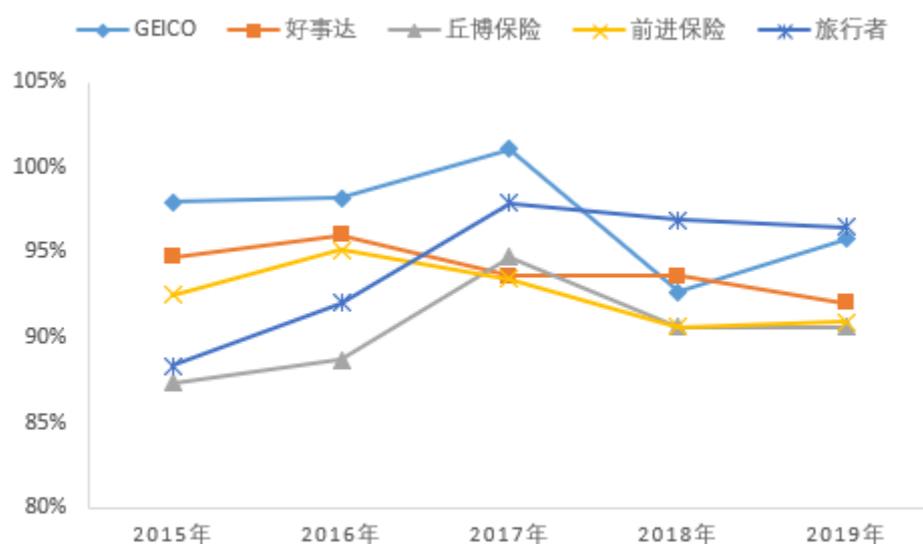
- 1) 量——到 2029 年，美国的汽车保有量维持目前水平不变，即车险保费规模的增速与车险费用的增速保持一致；
- 2) 价格——2020 年-2024 车险价格的增速，从近三年平均增速（4.2%）逐渐下降至年平均增速（2.62%），随后逐渐下降至 2%（CPI 增速）。不过，由于受卫生事件影响，各家公司出台了一定保费减免规定，因此，我们对 2020 年的保费增速进行调整，在上述假设的基础上调降 15%（平均优惠幅度）。



2019 年，GEICO 在车险行业的市占率为 12%，排名第三。其中，在私家车险领域市占率为 13.79%，排名第二；在商用车险领域市占率为 3.59%，排名第六。

从市场集中度上来看，美国的市场集中度不高，CR3 为 40%左右（STATE FARM 为 18%，PROGRESSIVE 为 12%）。

此前在中国财险案例中分析得知，提升市占率的关键因素在于控制综合成本率。对比来看，虽然近两年 GEICO 的综合成本率出现了一定程度的下降，但是目前仍为行业较高水平，相较于前进保险大概高出 5%。



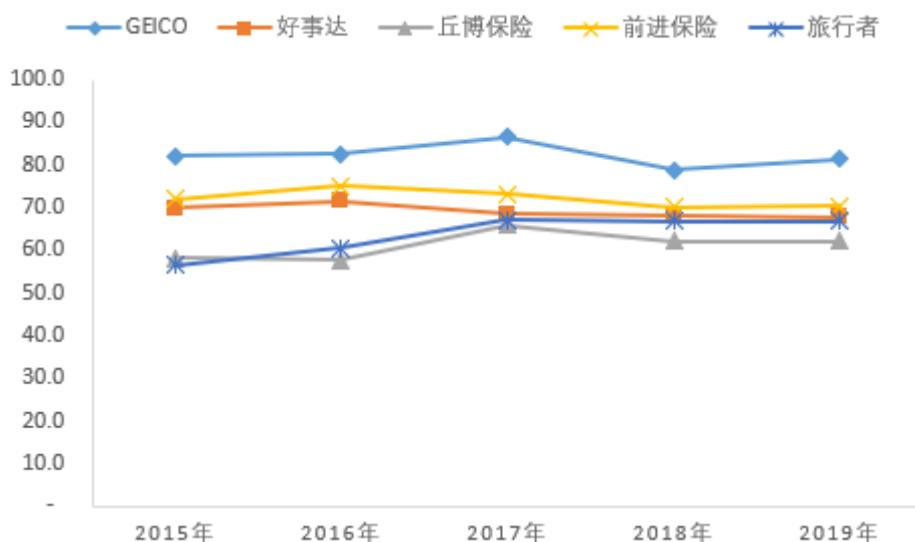
图：综合成本率

来源：并购优塾

综合成本率由赔付率和综合费用率构成，我们拆分成这两个指标分别来看：

1) 赔付率

通过对比，GEICO 的赔付率明显高于同行，其赔付率在 79%-87%之间，而同行业其他公司则在 57%-75%之间。



图：赔付率（单位：%）

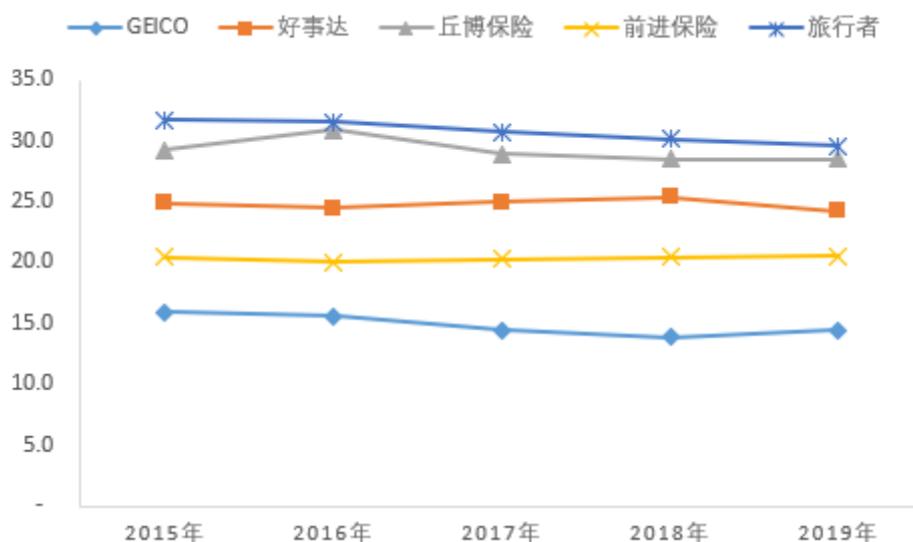
来源：并购优塾

影响赔付率水平的原因主要有两方面：一是，价格较低；二是，赔付场景及金额更高。

由于车险的定价策略复杂，属于非标准化产品，很难确定哪家车险公司的保费更低，不过，从保户的反馈来看，GEICO 的保费并不低。因此，我们推断其赔付率整体较高的原因，主要为赔付场景及金额更高，不过，由于缺少相关数据，后续我们会对此处进行更新。

2) 综合费用率

不过，从综合费用率角度来看，GEICO 明显低于同行。近五年，GEICO 的综合费用率仅为 14%-16%之间，而同行业则在 20%-32%之间。



图：综合费用率（单位：%）

来源：并购优塾

GEICO 的综合费用率较低，由于其主要采用了电话、邮件等方式销售保险，而其他保险公司则是采用了代理人渠道进行销售。因此，GEICO 相对于其他财险公司，节省了保险代理人的佣金，从而减少了综合费用率。

通过拆解，在经营策略层面，GEICO 是通过缩减综合费用率来弥补其较高的赔付率，使其在整体的综合成本率上与同行业其他公司差距并不大。

尽管 GEICO 在综合成本率上并不占优势，不过，通过缩减费用的方式，为保户提供更好的赔付，也是一种吸引客户的方法。

由于市占率是影响 GEICO 收入增长的核心因素，因此，我们在此处设置情景开关：

乐观假设：假设其未来能够通过高赔付，抵佣金的方式实现吸引客户，至 2029 年其市占率达到目前 STATE FARM 的市占率水平（14%）。

保守假设：假设其无法抢占更多的市场份额，市占率维持目前水平不变。

单位：亿美元（特殊说明除外）	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A
1 车险市场规模					2927	2992	2691	2783	2867	2942	3015	3087	3156	3223	3288
YOY					3.73%	4.2%	3.8%	3.4%	3.0%	2.6%	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%
调整系数						-15.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
市占率					12.15%	12.3%	12.5%	12.7%	12.9%	13.1%	13.3%	13.4%	13.6%	13.8%	14.0%
2 保费收入 备注：3+1+2		227.18	254.83	294.41	339.43	355.72	319.85	336.99	353.42	369.58	384.69	399.86	415.05	430.21	445.30
YOY		12%	12%	14%	13%	7%	-10%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	3%

图：GEICO 收入

来源：并购优塾

好，到这里我们已经完成了 GEICO 的收入预测。接下来，我们来看 Berkshire Hathaway Reinsurance Group。

— 08 —



再保险，驱动



Berkshire Hathaway Reinsurance Group (BHRG)，主要通过 NICO、General Re、BHLN 三家子公司，承接全球财产险、意外险、人身险的再保险业务。2019 年实现保费收入 163.41 亿美元，同比增长 2.5%。

对于再保险业务的收入预测，我们采用如下公式： $再保险业务收入 = 全球原保险保费规模 * 分出率 * BHRG 市占率$ 。

先来看全球原保险保费规模，2018 年，全球原保险市场的保费规模为 5.193 万亿美元，同别增长 4.75%，略低于全球 GDP 增速（6%）。

在发达市场，非寿险的保费增速与 GDP 增速基本一致，寿险的增速低于 GDP 增速。这主要由于发达市场处于低利率阶段，而寿险中，有近 90%的保费均来源于如年金等储蓄型业务，导致保证利率的传统寿险储蓄产品不被青睐。

因此注意，拉动保费增长的地区主要为新兴市场。

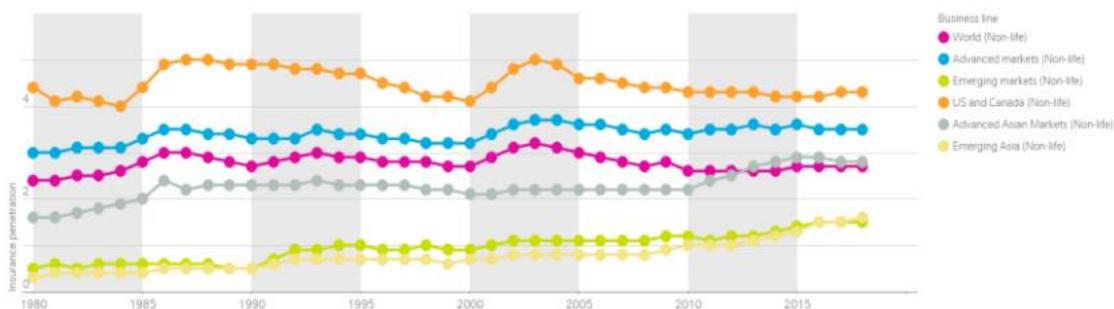


图：保费增长与 GDP 实际增速（单位：%）

来源：瑞再研究院

从新兴市场来看，寿险和非寿险的保费仍处于高速增长阶段，增速均远高于 GDP 增速。说明该市场的国家随着保险业的不断发展，保险深度在不断增加。

比如，从财险深度上来看，新兴市场也和发达市场存在较大差距，未来发展空间较大。

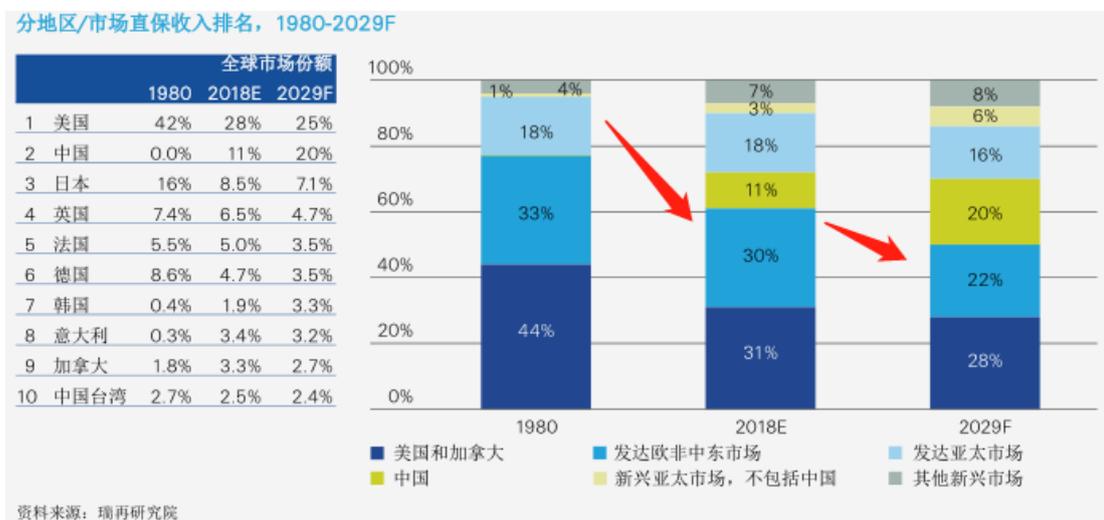


图：财险深度（单位：%）

来源：sigma

因此，随着新兴市场保险规模的不断增大，未来保险行业的重心，将继续从发达市场向新兴市场转移。

其中，增长较快的是新兴市场是中国，2018 年保费占全球保费的比重近 11%，成为全球第二大保险市场。根据瑞再研究院的预测，预计至 2029 年我国保费将占全球保费收入的 20%。



图：保费占比

来源：瑞再研究院

从我国的保险深度来看，2019 年，我国财险的保险深度为 1.18%，人身险的保险深度为 3.13%。而全球财险深度为 2.78%，人身险深度为 6.13%，我国与全球存在较大差距。

由于全球各国保费的驱动力较多，此处我们通过“中国原保费收入/中国占全球原保费收入比例”，倒算出全球原保费规模。

因此，我们假设，中国的保费收入占全球保费收入的比重，至 2029 年达到瑞再研究院的预测水平 20%。对于我国保费收入的预测如下：

保险深度——1) 财险：按照此前我们在中国财险案例中的分析，至 2029 年达到日本 1988 年水平 (2%)；2) 人身险：按照此前我们在友邦保险报告中的假设，至 2029 年我国人身保险的保费深度上升幅度与日本 1980 年-1990 年的上升幅度一致 (3%)。GDP——我们根据市场上的预测 GDP 增速，对其进行预测。

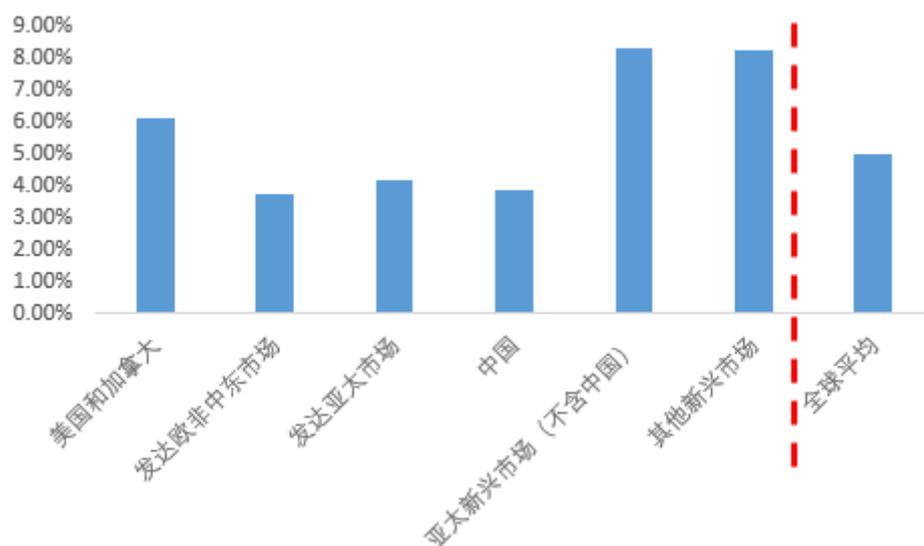


分出率&市占率



2018 年，全球再保险的保费规模约为 2600 亿美元，分保率约为 5%。其中，非寿险业务的分保额为 2000 亿美元，分保率为 8.4%；寿险业务的分保额为 600 亿美元，分保率为 2%。

寿险的分出率低于财险，这里的逻辑我们在中国再保险案例中有分析，此处不再赘述。值得注意的是，对比各大市场的分保率来看，新兴市场（除中国外）的分出率高于中国。



图：各地区分保率（单位：%）

来源：并购优塾

以亚太新兴市场中规模较大的印度为例，2019 年，其预期保险结构中，扣除分保率低的寿险和车险业务后，其他险种占比约为 33%，而中国为 27%。



Source: Business Standard, Economic Times, EMIS Insights

图：印度保险结构

来源：EMIS Insights

不过，未来我国的分保率会随着产险、寿险的结构变化，逐渐向发达国家靠拢，有提升的空间。

一方面，由于未来发展空间较大的中国市场，随着产品结构的优化，未来分保率会有一定程度的提升；另一方面，随着新兴市场在全球保险市场的占比逐渐增加，会拉动全球分保率出现提升。因此，我们假设至 2029 年，全球市场的分保率逐渐递增至 2018 年美国和加拿大水平（6.15%）。

此外，市占率方面，2018 年，BHRG 的市占率在 6%左右，排名第三。而另外两家龙头的市占率分别为：慕再为 20%，瑞再为 14%。

和原保险公司的竞争依靠产品价格不同，再保险由于承接了整个市场的风险，其竞争主要依靠自身的评级水平、产品类型。下面，我们分别来看：

从评级上来看，在 911 事件后，慕再的标普评级被降至 A-，瑞再被降至 AA-，而 BHRG 的评级仍为 AA+，高于另外两家龙头。

从产品类型上来看，本案更善于开发非标保单，从而提升议价能力。例如，其曾向信用评级面临调降风险的保险公司，承保债券违约的再保险，为避免评级下调，他们需要向本案支付 1.5 倍的保险金额。

不过，由于近年来巨灾频发，导致近三年本案的承保利润亏损，2017 年-2019 年分别亏损 36.48 亿美元、11.09 亿美元、14.72 亿美元。

因此，巴菲特对再保险的重视程度下降，同时在股东大会上称，未来再保险行业将不再像过去 10 年一样快速发展。

因此，我们假设 BHRG 的市占率维持目前水平不变。

指标	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A
4 中国的财产险保险深度				1.17%	1.18%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%
5 中国的人寿保险保险深度			2.96%	3.13%		3.4%	3.7%	4.0%	4.3%	4.6%	4.9%	5.2%	5.5%	5.8%	6.1%
6 GDP	139,810.92	141,882.14				147,200.07	160,448.08	169,784.07	179,699.80	190,016.89	201,037.86	212,697.73	223,788.02	236,393.43	247,633.89
7 中国的财产险保费规模	1,867.69	1,664.14				1,887.66	2,156.42	2,420.69	2,708.37	3,021.26	3,361.36	3,730.72	4,108.20	4,514.88	4,962.68
8 中国的人寿保险保费规模	3,966.08	4,427.86				5,048.96	5,984.71	6,841.89	7,776.67	8,797.77	9,911.16	11,124.09	12,373.82	13,723.44	15,179.96
9 中国保险总收入	8,833.77	6,092.00				6,936.63	8,141.43	9,261.78	10,485.04	11,819.03	13,272.80	14,884.81	16,482.02	18,236.28	20,132.64
10 中国保险占全球保险比例	10.66%	11.51%				12.4%	13.2%	14.1%	14.9%	15.8%	16.6%	17.5%	18.3%	19.2%	20.0%
11 全球保费规模	81,932.28	82,949.86				56,902.82	61,655.74	66,903.00	70,364.87	76,029.03	79,944.76	86,120.20	90,040.81	96,236.48	100,663.18
12 分保率						5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%
13 BHRG市占率			8.00%	8.10%		6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
14 保费收入	131.82	141.41	240.13	169.44	163.41	176.03	198.01	216.88	234.76	256.04	276.78	300.03	323.09	347.63	373.74

图：收入预测

来源：并购优塾

到这里，我们已经完成了对其核心业务——保险业的收入预测。由于其他业务包含多个子公司，无法拆分成子公司进行预测，且各业务收入增速较低。因此，我们只能对于这类业务进行简化预测。

— 10 —



其他业务，收入



分别来看其他业务：

1、麦克莱恩——2019 年，该业务收入为 504.58 亿美元，同比增长 1%。它是美国的供应链服务龙头，代表客户包括沃尔玛、7-11、百胜集团等大型零售公司。其中，沃尔玛是其大客户，2019 年销售额占比约为 20%。

由于该业务体量大，增速低，近五年增速在 0-3.5% 之间，因此，我们假设未来该业务的增速维持在近五年平均增速（1.6%）。

2、服务与零售业——2019 年，该业务收入为 294.87 亿元，同比增速为 2%。由于该业务覆盖食品、家具、珠宝、汽车分销、飞机运输等多个业务，包含多个子公司，且无法拆分出单个业务的收入，且历史收入增速波动较大。

因此，我们简略假设其未来增速维持近五年平均水平。

3、制造业——2019 年，该业务收入为 627.3 亿美元，同比增长 1%。该业务覆盖工业品、房地产、消费品生产等。

从历史收入增速上来看，近五年，该业务除了 2016 年、2017 年由于收购导致收入增速较高外，其余年份均处于低增速增长。2019 年更是由于汇率、关税的原因，导致当年收入与 2018 年基本持平。

因此，我们假设该业务增速逐渐从 2019 年水平，上升至除去异常值外的历史平均增速（7%）。

4、BNSF——2019 年，该业务收入为 235.15 亿美元，同比下降 1%。它是北美铁路龙头，主要运输消费品、煤炭、工业品、农产品，运营大约 32500 公里铁路，遍及 28 个州以及加拿大的 3 个省。2019 年，其收入下降主要由于天气、运力不足等原因，导致的运量下降。

由于本次突发事件，导致美国从 2020 年 1 月 1 日起，煤炭运输量同比下降 18.5%，而这一影响还未结束。

因此，我们假设：2021 年该业务同比下降 18.5%，2021 年-2023 年随后恢复至 2017 年-2018 年平均增速（10%），随后逐渐下降至近五年平均增速（2%）。

5、能源——2019 年，该业务收入为 201.14 亿元，同比增长 1%。主要经营能源、电力。

由于该业务的增速较低，且占总收入的比重较低。因此，我们假设其未来增速保持近五年平均增速 3%。

单位：亿美元（特殊说明除外）	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A	2028A	2029A
航空集团															
11 收入	482.23	480.75	497.75	499.87	504.58	512.45	520.86	529.19	537.66	546.26	555.00	563.88	572.90	582.07	591.38
YOY			0%	4%	1%	1.60%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
船舶与零售															
12 收入	234.66	254.78	272.19	289.39	294.87	312.56	331.32	351.19	372.27	394.60	418.28	443.38	469.98	498.18	528.07
YOY			9%	7%	6%	6.00%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
制造业															
13 收入	561.36	465.06	576.45	618.63	627.30	659.42	655.37	675.41	699.87	729.16	763.77	804.33	851.58	906.39	969.84
YOY			-20%	24%	1%	1.83%	2%	3%	4%	4%	5%	5%	6%	6%	7%
BNSF															
15 收入	219.67	198.29	213.87	238.55	235.75	191.65	210.81	231.89	255.08	277.19	297.82	315.37	330.09	341.09	347.91
YOY			-10%	8%	-2%	-19%	10%	10%	10%	8%	7%	6%	5%	3%	2%
能源															
15 收入	182.31	178.59	188.54	199.87	201.14	207.17	213.39	219.79	226.38	233.18	240.17	247.38	254.80	262.44	270.32
YOY			-2%	6%	6%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
其他															
13 收入	69.64	76.75	44.56	57.68	72.84	76.68	81.28	86.16	91.33	96.81	102.62	108.77	115.30	122.22	129.55
YOY			10%	-42%	20%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

图：其他业务收入预测 来源：并购优塾

至此，收入预测已经基本完成。不过，单一逻辑毕竟不一定靠谱，我们还需要从多个逻辑角度，做交叉印证。

— 11 —



逻辑，印证



综合以上数据，《并购优塾》计算出数据，近三年的收入增速分别为-0.4%、4.7%、4.7%。这里，我们再结合“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

方法一：内生增速——采用预期增长率，采用公式：内生增速=净资产回报率*(1-分红率)。由于其自 1967 年至今并未分红，因此，其内生增速则为其净资产回报率。近三年平均 ROE 约为 12.15%，则其内生增速为 12.15%。

方法二：外部分析师预期——根据 Bloomberg 一致预测，预计本案 2020 年-2022 年营业收入分别为 2560.7 亿美元、2682.9 亿美元、2841.6 亿美元，同比增速分别为 1%、5%、6%。

其中，2020 年增速低，是因为车险的增长主要依靠价格拉动，能源部门收入可能会持续放缓，BNSF 可能面临货运量下降的局面，制造业可能会受到工业周期走软的影响，与我们此前的预测基本一致。

整体来看，我们和其他机构无明显差异，而与内生增速的差异较大。主要由于本案不进行分红，因此其内生增速较高。

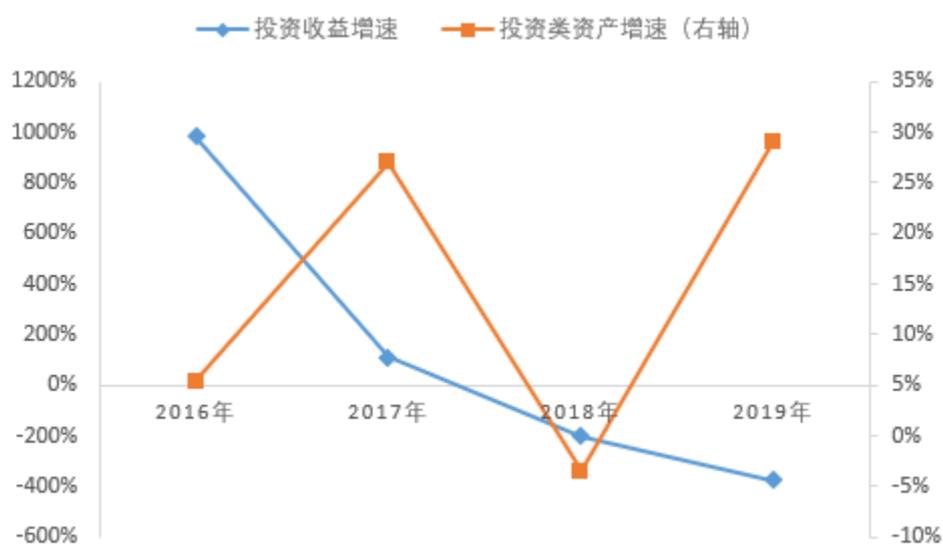
到这里，我们已经完成了经营性收入的预测。不过，由于伯克希尔哈撒韦经营的特殊性，在分析的过程中，我们并不仅仅需要关注收入，还要看它的投资收益。



投资收益、投资类资产



2019 年，其取得投资收益 726.07 亿美元，投资类资产为 4122.14 亿美元。从历史投资收益及投资类资产的增速上来看，其波动性较大。



图：投资收益及投资类资产增速（单位：%）

来源：并购优塾

从投资的品种来看，其主要进行股权投资，2019 年，其股权投资占总投资类资产的比重为 60%。从持仓上来看，前五大重仓股分别为苹果、美国银行、可口可乐、美国运通、富国银行。

2019年末伯克希尔哈撒韦前二十持仓

公司	市值 (美元)	持股 (份)	持股变动	占比
苹果	71,994,933,000	245,155,566	-3,683,113	29.75%
美国银行	32,578,803,000	925,008,600	-2,240,000	13.43%
可口可乐	22,184,280,000	400,000,000	0	9.09%
美国运通	18,874,016,000	151,610,700	0	7.81%
富国银行	17,388,855,000	323,212,918	-55,156,100	7.02%
卡夫亨氏	10,462,647,000	325,634,818	0	4.34%
摩根大通	8,296,382,000	59,514,932	0	3.43%
美国合众银行	7,853,532,000	132,459,618	0	3.26%
穆迪	5,856,852,000	24,669,778	0	2.42%
达美航空	4,146,844,000	70,910,456	0	1.71%
纽约梅隆银行	4,014,575,000	79,765,057	-1,172,193	1.65%
西南航空	2,895,985,000	53,649,213	0	1.20%
德维特医疗	2,893,575,000	38,565,570	0	1.20%
高盛	2,760,252,000	12,004,751	-6,348,884	1.14%
通用汽车	2,745,000,000	75,000,000	2,730,304	1.14%
特许通讯	2,632,339,000	5,426,609	0	1.07%
威瑞信	2,495,735,000	12,952,745	0	1.03%
特拉华自由媒体	2,215,071,000	45,951,345	0	0.91%
Visa	1,984,686,000	10,562,460	0	0.82%
联合大陆控股	1,932,575,000	21,938,642	0	0.79%

图：巴菲特前二十大持仓

来源：金融界

从持仓的行业来看，其持仓的银行、保险和金融类公司的市值，占其持股公司总市值的比重较大，达到 41%。其次为消费品，占比为 40%。同时，其持仓的集中度也很高，其持仓市值的 67%来自于前五大持仓股。

作为一家以价值投资为投资策略的公司，其持仓较为稳定，各行业占比和前五大重仓股占比均较为稳定。

那么，巴菲特的策略究竟是什么？

根据《巴菲特的 Alpha》中，对巴菲特 1980 年-2017 年的业绩进行归因上来看，其收益率可以用以下公式表示：

$$\text{收益率} = 0.3\% + 0.95 * \text{MKT} - 0.05 * \text{SMB} + 0.25 * \text{HML} - 0.09 * \text{UMD} + 0.15 * \text{BAB} + 0.37 * \text{QMJ}$$

	HML	SMB	QMJ	UMD	BAB	MKT
近30年均值	0.03%	0.07%	0.45%	0.60%	0.80%	0.65%
年化收益率	0.36%	0.81%	5.54%	7.45%	10.03%	8.10%
权重	0.25	-0.05	0.37	-0.09	0.15	0.95
投资收益增速	10.63%					

图：收益率

来源：并购优塾

其中：

0.3%：是巴菲特的 α ，即超额回报（巴菲特的 α 较低，其投资策略基本能用本业绩归因中的其他指标所解释）；

MKT（市场风险溢价因子）：股票市场回报与无风险收益率的差额（0.95 是 BETA 的概念，衡量其持仓相对于市场的风险敞口大小，说明巴菲特的投资组合基本满仓进行投资）；

SMB（规模因子）：做多小规模公司，做空大规模公司（伯克希尔为负，说明其喜好选择大规模的公司股票）；

HML（价值因子）：做多高账面市值比的股票，做空低账面市值比的股票（伯克希尔为正，表示其倾向于选择便宜股票）；

UMD（动量因子）：做多涨势的股票，做空跌势的股票（本案此处不显著，表示其在选股时并没有追逐趋势）；

BAB（贝塔套利因子）：衡量基础股票波动性的指标，指做多安全（低贝塔）资产，做空危险（高贝塔）资产；

QMJ (质量因子)：做多优质公司，做空垃圾股。

通过业绩归因，其 alpha 已经从 1976 年-2017 年的 5.4% 下降至 0.3%，意味着，其余因子已经几乎可以完全解释巴菲特的投资组合业绩。而从这些因子的权重来看，HML 和 QMJ 的权重较高，说明巴菲特的投资策略是购买安全、高质量的股票。

也就是说，如果在同一时间段，一直对安全、优质、有价值的股票投资组合使用杠杆，就可以像巴菲特一样获得可观的回报。而巴菲特的优势，就在于其能够在早期认识到这类投资策略是有效的，在从未进行过廉价出售的情况下运用杠杆，并坚持自己的原则。

不过，由于其历史投资收益波动较大，且未来的投资收益很难预测。因此，我们以近五年投资收益均值为基数，对其增速设置情景开关：

乐观情况：假设未来其投资收益增速，仍能够维持近 10 年年化收益率水平(23%)，其中 2020 年由于美股大跌，相应调减 30%(巴菲特 2020 年 1-3 月投资组合跌幅)；

中性情况：假设其未来投资收益率维持我们根据上述业绩归因测算出的投资收益增速 (11%)，其中 2020 年由于美股大跌，相应调减 30% (巴菲特 2020 年 1-3 月投资组合跌幅)；

保守情况：假设 2020 年由于美股大跌，相应调减 30% (巴菲特 2020 年 1-3 月投资组合跌幅)，随后恢复至近五年平均投资收益不变。

考虑到由于其不分红，投资收益又重新成为新的投资类资产进行投资，因此，我们假设其未来投资收益全部转化为新增投资类资产。



利润表，建模



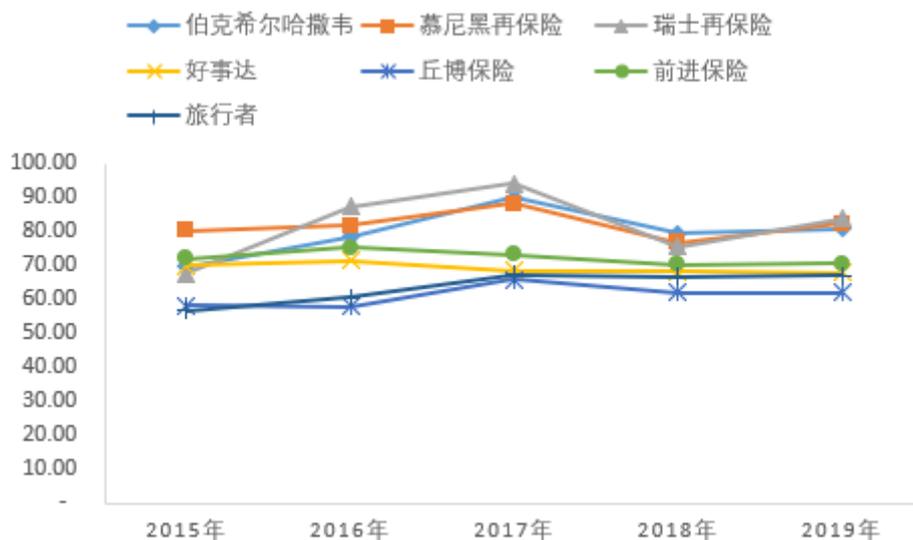
由于保险业务和其他业务的成本费用结构不同，因此，我们将成本费用拆分成保险业和其他业务两部分来预测。

先来看保险业务：

从保险业务来看，影响其利润的是赔付率和综合费用率两部分。

1) **赔付率**：近五年，本案的赔付率分别为 67%、79%、90%、79%、81%。近年来，其赔付率波动较大，主要由于其再保险业务的赔付，随着是否有重灾而具有较强波动性。

对比同行业来看，再保险行业的赔付率明显高于财险公司。而本案，由于其拥有再保险业务，导致其整体赔付率较高。



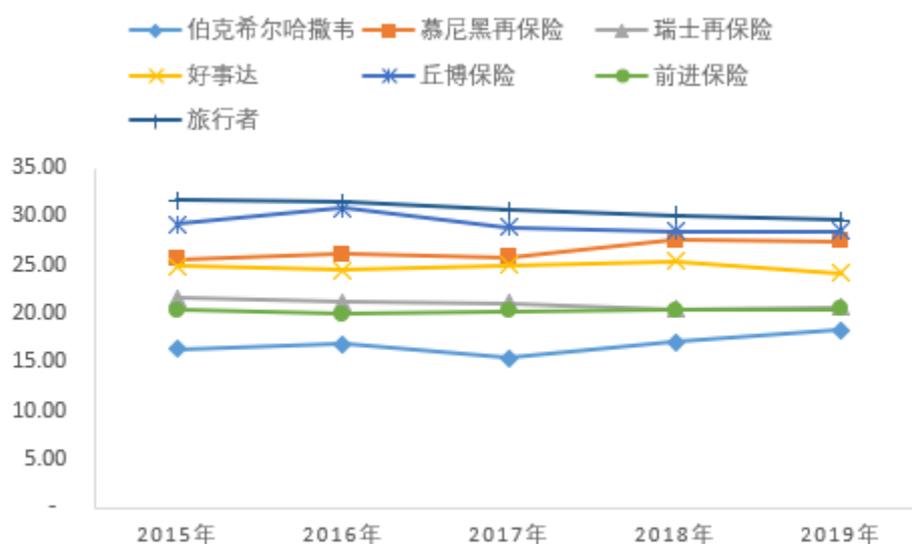
图：赔付率（单位：%）

来源：并购优塾

由于巨灾的发生我们无法预测，因此，我们假设其赔付率维持近五年平均水平（79.7%）。

2) **综合成本率**：近五年，其综合成本率分别为 16.4%、16.8%、15.4%、17.1%、18.3%，基本维持稳定。

对比同行业来看，由于本案的车险业务采用电话销售的方式，缩减了给予代理人的费用，因此其综合成本率明显低于同行业水平。



图：综合成本率（单位：%）

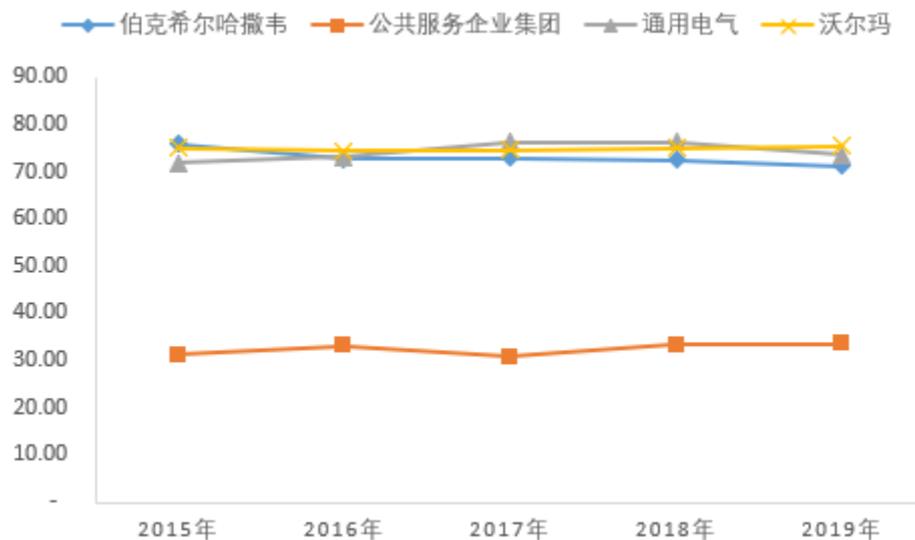
来源：并购优塾

由于其历史综合成本率较稳定，加之车险业务的销售模式将长期持续。因此，我们假设未来其综合成本率维持近五年平均水平。

再来看其他业务成本：

近五年，其他业务成本占其他业务收入的比重，分别为 75.9%、72.6%、72.8%、72.4%、71.2%，基本维持稳定。

由于本案的其他业务包含多个行业，我们选取电力、制造业、零售业的代表公司，与本案进行对比。通过对比，本案的成本率处在行业平均水平，而作为能源业的代表企业，公共服务企业集团的成本率明显低于其他公司。

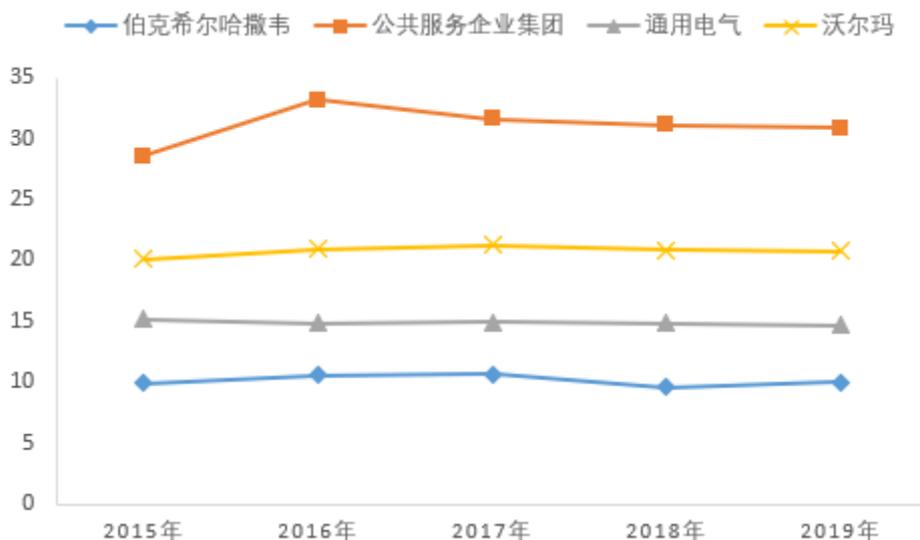


图：成本率（单位：%）

来源：并购优塾

因此，我们假设未来其成本率维持近五年平均水平。

销售及管理费用——近五年，其销售及管理费用率分别为 9.9%、10.6%、10.7%、9.6%、10%，比较稳定。对比同行业来看，本案处于行业较低水平。



图：销售及管理费用率 (单位：%)

来源：并购优塾

因此，我们假设未来其销售及管理费用率维持近五年平均水平。

单位：亿美元 (特殊情况除外)		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
未披露																
理赔费用/保费收入	由于承保，理赔付率波动较大，主要由于再再保业务的赔付，理赔成本在重灾年具有较强波动性，由于巨灾的发生往往具有季节性，因此，我们假设其赔付率维持近五年平均水平 (79.7%)	69.7%	78.0%	90.0%	79.4%	80.9%	79.7%	79.7%	79.7%	79.7%	79.7%	79.7%	79.7%	79.7%	79.7%	79.7%
承保费用/保费收入	由于其历史综合成本率较稳定，加之车险业务的经营模式将长期持续，因此，我们假设未来其综合成本率维持近五年平均水平	16.4%	16.8%	15.4%	17.1%	18.3%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
生产成本/其他业务收入	由于过去五年成本率较稳定，因此假设未来维持近五年平均水平	75.9%	72.6%	72.8%	72.4%	71.2%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%
销售及管理费用/其他业务收入	由于历史成本率较稳定，因此，假设维持近五年平均水平	9.9%	10.4%	10.7%	9.6%	10.0%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
利息费用/借款	假设维持近五年平均水平	4.2%	3.7%	4.0%	4.0%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
其他费用/其他业务收入	假设维持近五年平均水平	0.0%	1.5%	1.6%	2.0%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
折旧税率	假设维持近五年平均水平	40.3%	25.0%	47.5%	18.5%	20.4%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
少数股东损益	无	3.31	15.33	4.13	3.01	3.75	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

图：利润预测

来源：并购优塾

— 14 —



资产端，预测



由于其业务中既包含保险业务，又包含零售服务、制造业等传统行业。我们将资产端分为：投资类资产、应收账款、存货、固定资产、无形资产等。其中，我们已经完成了投资类资产的预测。下面我们分别来看其他资产项：

应收账款——近五年其应收账款占除保费收入外的其他业务收入的比重分别为 8.24%、7.86%、9.63%、10.47%、10.82%，基本维持稳定。

因此，我们假设其占其他业务收入的比重维持近五年平均水平。

存货——近五年存货占其他业务成本的比重分别为 10.13%、12.81%、13.3%、13.84%、14.41%，呈现小幅度上升趋势，但变动不大。

因此，我们假设其占成本的比重维持 2019 年水平。

固定资产——2019 年其固定资产为 1743.41 亿美元，占资产的比重为 21%，主要为道路、轨道、发电、输电、配电系统等。

对于固定资产我们假设如下：

1) 新增固定资产占收入的比重——近五年该比重较为稳定，我们假设其未来维持近五年水平；

2) 折旧——由于其主要资产为轨道、发电和输配电系统等，使用年限较长，因此，我们假设其折旧年限为上述两种资产的平均使用年限 65 年，无残值率。对于已存固定资产折旧，我们假设按照折旧率逐年递减。

无形资产——2019 年，其无形资产为 310.51 亿元，占总资产的比重仅为 4%，占比较小。

我们假设未来新增无形资产占收入的比重维持近五年平均值（除 2015 年受并购影响，无形资产上涨较快）；无形资产摊销占期初无形资产的比重维持近三年平均水平。

— 15 —



负债端，预测



我们将负债分为几大块：应付保险合同负债、预收保费、应付账款、借款、其他负债等。其中，其他负债科目为配平项。

应付保险合同负债——近五年，其占保费收入的比重分别为 191%、202%、201%、225%、222%，该比重呈上升趋势。

我们假设，未来该比例维持近两年平均水平。

预收保费——近五年其占保费收入的比重分别为 29%、31%、26%、32%、32%，基本维持稳定。

我们假设，未来该比例维持近五年平均水平。

应付账款——近五年，其占其他业务生产成本的比重分别为 27%、29%、27%、27%、31%，基本维持稳定。

我们假设，未来该比例维持近五年平均水平。

借款——近五年，其占应付保险合同负债和应付账款之和的比重分别为 71%、79%、65%、59%、58%，呈下降趋势。

我们假设，未来该比例维持 2019 年水平。

单位：亿美元（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
本表假设															
投资类资产	2,534.82	2,632.82	3,368.71	3,218.47	4,122.14	4,275.44	4,474.73	4,674.03	4,873.32	5,072.61	5,271.90	5,471.19	5,670.48	5,869.78	6,069.07
应收账款/其他业务收入	8.24%	7.86%	9.63%	10.47%	10.82%	9.41%	9.41%	9.41%	9.41%	9.41%	9.41%	9.41%	9.41%	9.41%	9.41%
存货/其他业务成本	10.13%	12.81%	13.30%	13.84%	14.41%	14.41%	14.41%	14.41%	14.41%	14.41%	14.41%	14.41%	14.41%	14.41%	14.41%
商誉	627.08	794.86	812.58	810.23	818.82	818.82	818.82	818.82	818.82	818.82	818.82	818.82	818.82	818.82	818.82
溢额再保险递延费用/在保险业务中	58.31%	56.91%	63.62%	88.46%	84.13%	86.29%	86.29%	86.29%	86.29%	86.29%	86.29%	86.29%	86.29%	86.29%	86.29%
非核心资产/总收入	25%	25%	21%	20%	23%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
应付保险合同/保费收入	191%	202%	201%	229%	222%	223.00%	223.00%	223.00%	223.00%	223.00%	223.00%	223.00%	223.00%	223.00%	223.00%
预收保费/保费收入	29%	31%	26%	32%	32%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
其他保险责任/保费收入	16%	15%	13%	15%	13%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
应付赔款/生产成本	27%	29%	37%	27%	31%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
借款/应付保险合同/应付赔款	71%	79%	68%	59%	58%	58.09%	58.09%	58.09%	58.09%	58.09%	58.09%	58.09%	58.09%	58.09%	58.09%

图：资产负债表预测

来源：并购优塾

以上，关于建模的绝大多数假设都已完成，我们进入本报告核心的部分——建模，到底如何测算？

— 16 —



建模，到底如何操作？



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

1) 行业天花板：目前，受限于美国汽车市场已进入存量阶段，增长较慢，其车险保费收入增速仅为 3.73%。再保险市场方面，未来随着新兴市场国家，尤其是中国的保险收入占全球保费的比重逐渐提高，拉动全球保费收入的上涨。加之，随着中国的分保率提升，也能拉动全球平均分保率的上升，从而使全球再保险保费收入增速持续增长。

2) 未来增长驱动力：作为一支特殊的基金，其未来的增长，任然依靠投资收益的拉动。一方面，投资收益的增长，取决于为其提供主要资金来源的保险业务未来的增长情况；另一方面，取决于巴菲特的投资策略是否能持续有效。这一点，需要通过后续每个季度的持仓情况进行追踪。

3) 投入资本回报：2017 年至 2019 年，我们计算其 ROA 分别为 6.79%、0.57%、10.67%。其中 2018 年 ROA 较低，主要由于其投资的苹果股价发生下跌，以及卡夫亨氏计提高额减值准备所致。

4) 护城河分析：其核心护城河在于能获得较低的融资成本进行投资。

5) 风险因素：A、保险业务增速下滑；B、投资亏损。

研究到这里，建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行建模的表格测算.....

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：科技版建模案例库

以及：专业版建模案例库，

建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	906.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK												

以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位为百万人民币, 特殊说明除外)													
	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性资产减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,790	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-55
(归属于母公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-6,502	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,299	4,674	5,049
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模、财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对标了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾定制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

— 17 —

**除了这个案例，
你还必须学习这些.....**



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。