

银行

详解巴菲特银行股投资

证券研究报告

2020年05月21日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《银行-行业点评:1Q20 监管指标: 规模扩张加速, 资产质量小幅承压》 2020-05-13
- 2 《银行-行业点评:如何看待 4 月金融数据?》 2020-05-11
- 3 《银行-行业点评:怎么看互联网贷款新规?》 2020-05-11

银行股占据巴菲特重仓股的半壁江山, 无需过度解读一季度持仓变化

截至 2019 年末, 伯克希尔持有的按市场价值排名的前十五大重仓股中有六家银行股, 依次为: 美国银行、富国银行、合众银行、摩根大通、纽约梅隆银行、高盛, 此外还有 2 家信用卡公司。价值投资典范-巴菲特长期重仓不少银行股。其中, 巴菲特对富国银行的投资已经超过 30 年。巴菲特说, “银行业是一个好行业, 如果你在资产方面不做蠢事。”

受新冠疫情冲击, 美国经济衰退明显, 银行股股价明显下跌。1Q20 巴菲特的伯克希尔哈撒韦银行股(包括美国运通及 VISA)持仓市值 1Q20 下降 377.8 亿美元。不过, 一季度并未明显减持银行股, 仅大幅减仓了高盛, 小幅减持了摩根大通银行。1Q20 其他银行股持股数未发生变动, 我们认为没有必要过度解读伯克希尔哈撒韦 1Q20 对个别银行股的小幅减仓。

巴菲特银行股投资之启示录

1) 买入优秀的银行股。巴菲特在 1990 年致股东的信中这样说道, “由于银行业 20 倍杠杆会大幅放大经营管理的优劣, 我们无意以便宜的价格购买管理水平低下的银行股; 相反, 我们只在意以合理的价格买入管理良好的银行股票。” 2) 估值低时买入, 危机往往带来低估值买入优质银行股的机会。如 1990 年美国房地产泡沫破灭, 银行股鲜有人问津之时, 巴菲特以很低的估值重仓买入富国银行。3) 长期持有, 挣 ROE 的钱, 做时间的朋友。复盘巴菲特投资富国银行 30 年, 实现投资回报 28.9 倍, 主要是挣 ROE 的钱, 1990 年末富国银行估值 0.99 倍 PB, 2019 年末富国银行 1.33 倍 PB, 估值变动对投资收益的贡献很小; 4) 不止于普通股投资, 关注其他投资工具。在银行股投资中, 巴菲特经常采用高股息优先股+权证之形式, 优先股解决安全边际问题, 权证解决投资收益空间问题。如 2011 年对美国银行的投资就是 50 亿美元 6% 股息的优先股, 附带以一定价格认购 50 亿美元普通股的权证, 正是权证让巴菲特大挣一笔。

投资建议: 银行股估值处于历史低位, 经济反弹催化估值修复

20 年初以来, 受疫情影响, 银行股回调明显。当前, A 股银行(中信)指数仅 0.71 倍 PB, 为历史最低。随着经济刺激政策落地发挥效果, 预计社融增速明显上行, 下半年经济或明显反弹。市场对银行股的悲观预期有望发生逆转, 支撑银行股估值上行。超预期的一季报及 4 月金融数据亦是催化剂。

个股方面, 我们主推一线龙头-招行、平安及常熟, 以及二线龙头-光大、兴业、张家港行, 关注江苏、北京等。

风险提示: 疫情之下, 全球经济严重衰退, 资产质量明显恶化; 息差收窄等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-05-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600036.SH	招商银行	34.68	买入	3.68	4.09	4.50	4.99	9.42	8.48	7.71	6.95
601818.SH	光大银行	3.70	买入	0.71	0.81	0.91	1.00	5.21	4.57	4.07	3.70
000001.SZ	平安银行	13.51	买入	1.45	1.69	2.01	2.28	9.32	7.99	6.72	5.93
601166.SH	兴业银行	16.20	买入	3.17	3.38	3.71	4.15	5.11	4.79	4.37	3.90
002839.SZ	张家港行	5.44	买入	0.53	0.60	0.68	0.81	10.26	9.07	8.00	6.72

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 1980 年前的银行股投资.....	4
1.1. 早年重仓的银行股-共富银行.....	4
1.2. 1969 年收购伊利诺伊国民银行.....	5
2. 巴菲特持股富国银行三十年之复盘.....	6
2.1. 富国银行-从零售标杆银行的高光到平凡.....	6
2.2. 30 年投资收益拆分-挣 ROE 的钱.....	8
3. 可转换优先股投资：M&T 银行与美国银行.....	10
3.1. M&T 银行.....	10
3.2. 投资高盛：10%股息的优先股+权证.....	12
3.3. 抄底美国银行.....	13
4. 08 年金融危机后银行股投资.....	16
4.1. 美国合众银行.....	16
4.2. 近几年投资摩根大通银行和纽约梅隆银行.....	19
4.3. 其他银行股投资案例.....	20
5. 银行股占据巴菲特重仓股的半壁江山.....	21
5.1. 当前重仓多个银行股，1Q20 持股大多未动.....	21
5.2. 巴菲特偏爱银行股之原因.....	22
5.3. 巴菲特银行股投资之启示录.....	23
6. 投资建议：银行股估值处于历史低位，经济反弹催化估值修复.....	24
7. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：1958 年道琼斯工业指数走势.....	4
图 2：伊利诺伊国民银行 1977-1980 收入屡创新高（万美元）.....	5
图 3：富国银行过去 10 年营收几乎增长（亿美元）.....	6
图 4：富国银行过去 10 年盈利增速较低.....	6
图 5：2014 年以来，富国银行社区银行板块净利润下滑，贡献占比下降（亿美元）.....	7
图 6：富国银行过去 20 年中，净息差下滑明显.....	7
图 7：过去 20 年中，富国银行净息差优势减弱（%）.....	7
图 8：富国银行股价（美元/股）.....	8
图 9：富国银行近十年股价表现跑输大盘.....	8
图 10：巴菲特持股富国银行 30 年，累计收益约 190 亿美元，累计分红约 75 亿美元（百万美元）.....	8
图 11：富国银行分红比例大多在 20%-50%间、股息率大多数时间在[2%-4%]间.....	8
图 12：巴菲特富国银行 30 年投资总收益率达 28.9 倍.....	9
图 13：富国银行近 30 年 ROE 总收益率达 54.6 倍.....	9
图 14：富国银行过去 30 年间 PB 估值大多在[1-3]倍间、PE 估值在[10-20]倍间.....	10

图 15: M&T 银行股价在金融危机中下滑 (美元/股)	11
图 16: M&T 银行持有期间 ROE 总收益率达 344%	11
图 17: 高盛股价自 08 年重创后近年来得到恢复 (美元/股)	12
图 18: 07 年以来, 高盛估值变化情况 (倍)	12
图 19: 截至 19 年末持股高盛累计收益 22.28 亿美元 (百万美元)	12
图 20: 巴菲特持有高盛普通股股票期间总收益率达 4.2 倍	13
图 21: 巴菲特持有高盛 ROE 总收益率 89.60%	13
图 22: 美国银行 2019 年末持股比例达 10.7% (百万股)	14
图 23: 美国银行普通股累计收益为 222.15 亿美元 (百万美元)	14
图 24: 巴菲特持有美国银行总收益率达 4 倍以上	14
图 25: 持有期间平均 ROE 为 9.46%, ROE 总收益率为 31.09%	14
图 26: 美国银行总资产变动不大, 净利润稳步上升 (百万美元)	15
图 27: 美国银行自 11 年来股价持续上升 (美元/股)	15
图 28: 美国银行股价表现跑赢了同期指数	15
图 29: 美国银行分红比例基本维持在 10%-35% 间、股息率大多数时间在 [1%-2%] 间	15
图 30: 美国银行 PE 估值大多数年份在 【10-25】 倍、PB 估值大多在 1.5 倍以下	16
图 31: 合众银行 06-19 年持有期间累计收益约为 45.2 亿美元、累计分红约 13.7 亿美元 (百万美元)	17
图 32: 合众银行 06-11 年总收益回报率不高	17
图 33: 合众银行持有期间 ROE 总收益率达 554.71%	17
图 34: 合众银行股价 06-09 年下跌, 近年来得到修复 (美元/股)	18
图 35: 合众银行次贷危机后分红比例维持在 10%-40% 间、股息率维持在 [2%-3%] 间	18
图 36: 合众银行 PE 估值在 [10-15] 倍、PB 估值在 [1-3] 倍间	18
图 37: 摩根大通自 18 年来股价保持平稳中上升 (美元/股)	19
图 38: 纽约梅陇银行股价近年来维持震荡 (美元/股)	20
图 39: 巴菲特增持时估值近 1.5 倍 PB、15 倍 PE	20
图 40: 巴菲特持有纽约梅陇银行股票期间总收益率达 25.87%	20
图 41: 巴菲特持有期间 ROE 总收益率 36.03%	20
图 42: 1992 年税前收入 1500 万美元, 税后净收入 920 万美元 (万美元)	21
表 1: M&T 银行投资收益率 (万股 or 百万美元)	11
表 2: 19 年末巴菲特的伯克希尔哈撒韦前十五大持仓 (百万美元 or 百万股)	22
表 3: 伯克希尔哈撒韦 1Q20 银行股持股情况 (亿美元)	22
表 4: A 股上市银行主要指标情况	24

1. 1980 年前的银行股投资

1.1. 早年重仓的银行股-共富银行

“股神”巴菲特自 1957 年起开始向投资者披露持仓情况、经营业绩等，几十年如一日，持续耕耘在投资的路上。1958 年的《致股东的信》是巴菲特职业投资生涯的第二封致股东之信。1958 年，28 岁的巴菲特迎来了职业投资生涯中的首个美股牛市。那一年，道指从 439 点上升到 584 点，道指整体上涨 33%。巴菲特在信中表现出了对股价持续大幅上涨的担心，他认为市场里的投资情绪越来越阴晴不定，后果会很严重。

图 1：1958 年道琼斯工业指数走势



资料来源：WIND, 天风证券研究所

1958 年巴菲特持仓平均收益率小幅超越市场指数。依据巴菲特致股东的信，1958 年巴菲特管理的五个账户按照年末净值计算的平均收益率在 36.7%到 46.2%之间。在 1957 年致股东的信中，巴菲特曾表示：“与一般水平相比，我们在熊市里会比牛市里做得更好。在熊市中我们表现本来就应该比指数更好，但当股市整体大幅上涨时，只要能跟上指数涨幅，我就非常满意了。”

共富银行（Commonwealth Trust Co.）因具有管理良好、盈利能力强、价值被低估的特性受到了巴菲特的青睐，其也是其特早年重仓的银行股。巴菲特估算共富银行的内在价值为每股 125 美元，尽管每股盈利 10 美元却完全不派发现金分红导致其现价为每股 50 美元，价值被严重低估。共富银行的管理层在同业中表现优异且欢迎巴菲特的投资，银行整体盈利能力较强等因素使得巴菲特判断此次投资风险较小。

当时，共富银行的第一大股东为另一家大银行，持股比例 25.5%，而第一大股东近年来一直在寻找并购重组的机会。巴菲特在致股东信中总结了买入这只股票的三点原因：1）防御性高；2）价值可靠，且能以满意的速度持续创造价值；3）证据表明公司的价值最终会释放出来，尽管时间可能是一年或者是十年。如果是十年，那么，价值会有相当程度的上升，如每股 250 美元。

巴菲特于 1958 年投资共富银行，投资收益率约为 57%。在 1958 年，巴菲特共买下共富银行 12%的股份，平均成本为 51 美元。并在年末时，巴菲特以每股 80 美元的价格出售了共富银行的股票，投资收益率约为 57%。

巴菲特买入共富银行展现的银行股投资理念：选择管理良好且低估股票、增大仓位、影响管理实施 work-out（售卖、清算、兼并等行为）。巴菲特投资共富银行收益率高达 57%，而其背后展现的投资逻辑也是巴菲特一直提倡的投资方式：选择一家股票被低估的、经营良好的公司，增大持仓成为控股股东后，影响经营管理以修复股价，赚取收益。

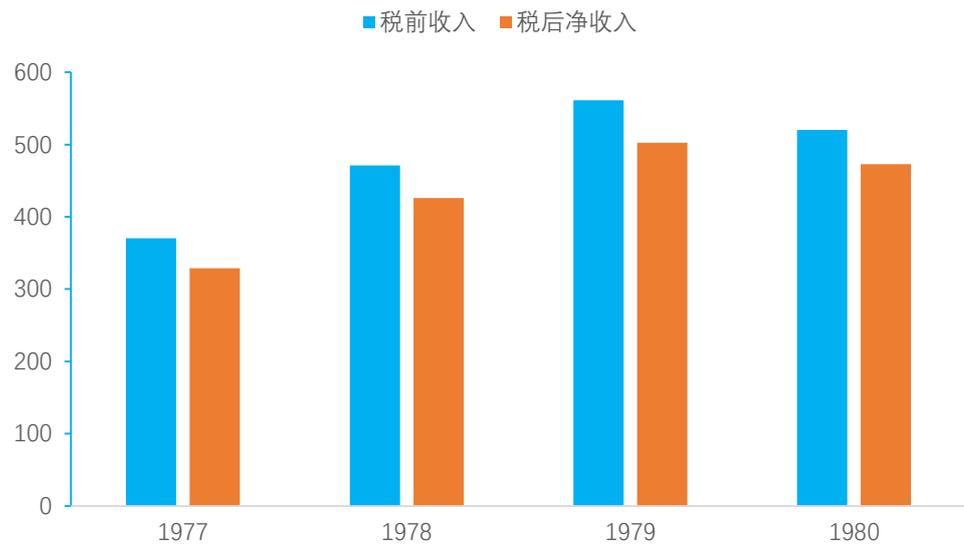
1.2. 1969 年收购伊利诺伊国民银行

1969 年伯克希尔·哈撒韦收购伊利诺伊国民银行（The Illinois National Bank & Trust Company）97.7%的股份。伊利诺伊州位于美国中西部，以印第安人伊利诺伊部落之名命名，该州工业主要集中在芝加哥。伊利诺伊国民银行由吉尼·阿贝格（Gene Abegg）在 1931 年创建。伊利诺伊国民银行在创建时没有进行融资，净资产 25 万美元、存款 40 万美元。由于阿贝格出色的管理，伊利诺伊国民银行经营状况优异，在 1969 年被伯克希尔收购时，净资产已经达到了 1700 万美元、存款达 1 亿美元，并在当年创造了 200 万美元的历史新高的营业收入。

根据巴菲特 1969 年 12 月 5 日致股东的信：伯克希尔·哈撒韦(Berkshire Hathaway Inc.)当时总股数 98.36 万股，其持有伊利诺伊国民银行 97.7%的股份。1969 年在伯克希尔的每股有形净资产中，银行占大约 17 美元，保险公司占大约 15 美元，合计 32 美元，估计它们当年正常盈利能力是每股 4 美元。

自收购后，伊利诺伊国民银行收入增长较快。1971 年伊利诺伊国民银行税后净利润超过平均存款的 2%。1976 年伊利诺伊国民银行的 ROA 约为 2%，几乎是同业中的最高水平。但不幸的是，应 1969 年通过的银行控股公司法要求，伯克希尔要在 1980 年 12 月 31 日之前剥离伊利诺伊国民银行。1980 年伊利诺伊国民银行税前收入 520 万美元，税后净收入 473.1 万美元。

图 2：伊利诺伊国民银行 1977-1980 收入屡创新高（万美元）



资料来源：巴菲特致股东的信，天风证券研究所

巴菲特认为伊利诺伊国民银行能取得领先同业的表现，主要归功于阿贝格的优异管理、银行自身流动性强、不良贷款率低于同业、存款利用充分、几乎没有融资借款（同业负债）等五大原因。在经营期间，巴菲特也加大市场推广，使得伊利诺伊国民银行成为罗克福德地区（Rockford）最大的银行。除此之外，巴菲特也非常注重成本控制，伊利诺伊国民银行的成本远低于竞争对手，在业务扩张的同时，其雇员人数基本保持了与 1969 年收购时相同。

应银行控股公司法要求，伯克希尔哈撒韦需处置其控股的伊利诺伊国民银行股份。伯克希尔宣布与 Rockford Bancorp（其持有 97.7%伊利诺国民银行的股份）的换股比率，让所有股东自行决定是否将其所有或部分伯克希尔的股份转成独立的洛克福德银行集团股份，剩下的部份由巴菲特全数吸收。1980 年底，巴菲特完成了换股工作。换股完成后，Rockford Bancorp 成为一个只有 65 位股东，组织单纯且不复杂的控股公司。巴菲特对此次分拆股份处理结果表示非常满意，他曾在 1985 年致股东的信中提到：此次分拆就好比老人为孩子分配蛋糕，最后很开心地发现每个孩子得到的蛋糕都相当公平。

1985 年秋天，伊利诺银行正式出售，Rockford Bancorp 完成清算。

2. 巴菲特持股富国银行三十年之复盘

三十年，是巴菲特已经持股富国银行的时间长度。作为价值投资者的典范，巴菲特持股周期非常长。巴菲特最早于 1989 年买入富国银行，1990 年末持股比例达 9.7%。当时持股比例未超 10%，主要是当年持有单个银行股份超过 10%需要美联储审批。过去 30 年，巴菲特对富国银行的持股虽有增减，但一直位列巴菲特四大持仓。截至 2019 年末，巴菲特对富国银行持股比例为 8.4%。

不过，30 年的时间维度中，富国银行本身经历了诸多变化，从零售标杆银行到走下神坛。可以说，过去 10 年，富国银行业绩表现乏善可陈。在 2016 年“虚假账户”事件后，巴菲特近几年亦有所减持富国银行股票。

2.1. 富国银行-从零售标杆银行的高光到平凡

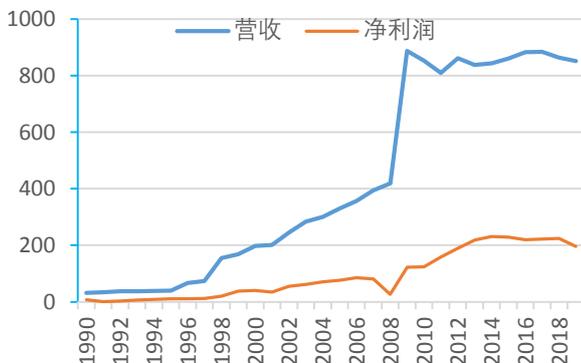
富国银行脱胎于快递公司，1996 年并购了体量相当的第一洲际银行。不过，直到 1998 年并购西北银行前，经历了一百多年风雨的富国银行还只是一家区域银行。08 年金融危机中并购了美联银行，一跃成为美国四大行之一。富国依靠社区银行优势和交叉销售，形成了异于其他三大行的业务和收入结构。

2013 年 7 月，富国银行市值超越工行，一度成为全球市值最高的银行。只可惜，其并未在全球市值最大银行之宝座上停留多久。富国银行为国内投资者所熟知，一为“股神”巴菲特对其长达 30 年的持股，一为其富国银行定位社区化的银行，并长期专注于零售业务领域。

业绩 30 年 27 倍增长，但过去 10 年增长明显放缓。富国银行 1990 年营收与净利润分别为 32.2 和 7.11 亿美元，2019 年营收与净利润高达 850.6/195.5 亿美元，为 1990 年的 26.4/27.5 倍。1990 年-2019 年间，相继并购了第一洲际银行（96 年）、西北银行（98 年）和美联银行（08 年）等大中型银行，营收规模相应大幅增长。

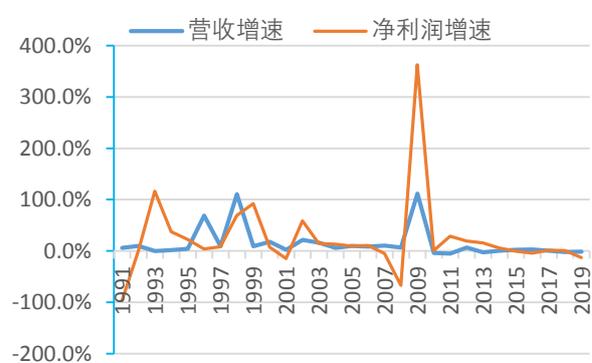
自 08 年并购美联银行以来，富国银行进行业务整合。但时至今日，营收规模较 09 年未见增长，净利润则有所上升。2019 年营收同比增速为-1.6%，净利润同比增速为-12.7%，业绩有所下滑。

图 3：富国银行过去 10 年营收几乎增长（亿美元）



资料来源：富国银行历年年报，天风证券研究所

图 4：富国银行过去 10 年盈利增速较低

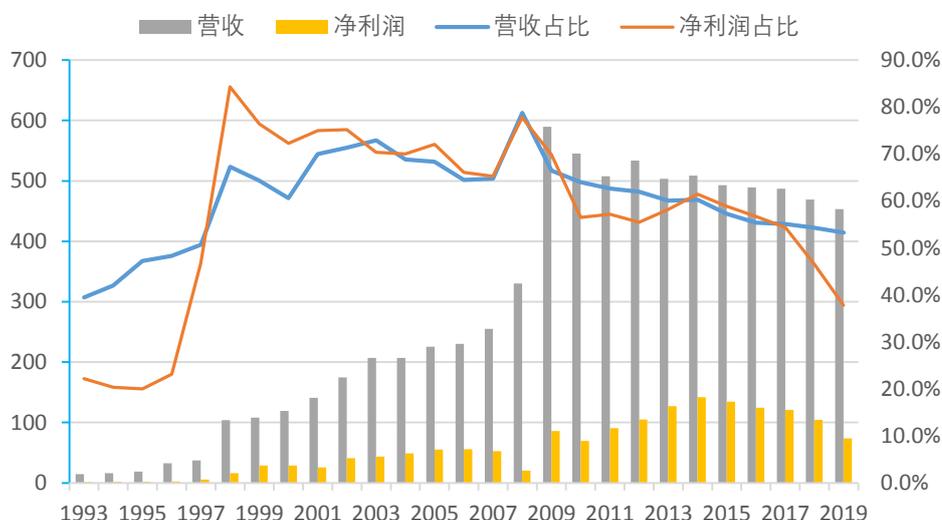


资料来源：富国银行历年年报，天风证券研究所

尽管富国银行被称为零售银行领头羊，但其过去十余年零售业务营收与净利润占比持续下降。十余年之中，富国银行社区银行优势未得到强化，息差与 ROE 领先优势不断削弱，走向平凡。

社区银行板块贡献下降。过去 15 年，富国银行社区银行营收与净利润占比均明显下降，2006 年社区银行净利润占比高达 66.1%，2019 年下降至 37.8%。社区银行贡献占比下降的背后是个人贷款占比下降明显。2008 年至今，富国银行贷款规模近乎零增长，但个人贷款占比下降超过 10 个百分点。

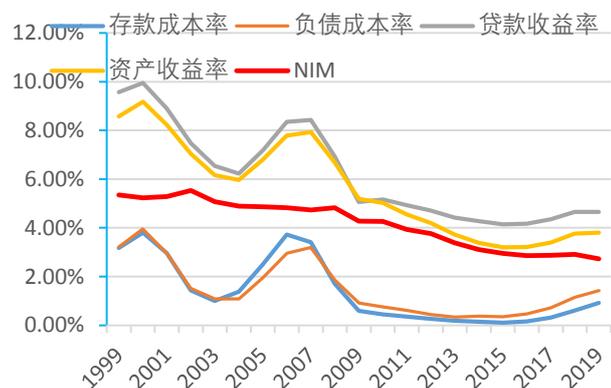
图 5：2014 年以来，富国银行社区银行板块净利润下滑，贡献占比下降（亿美元）



资料来源：富国银行历年年报，天风证券研究所

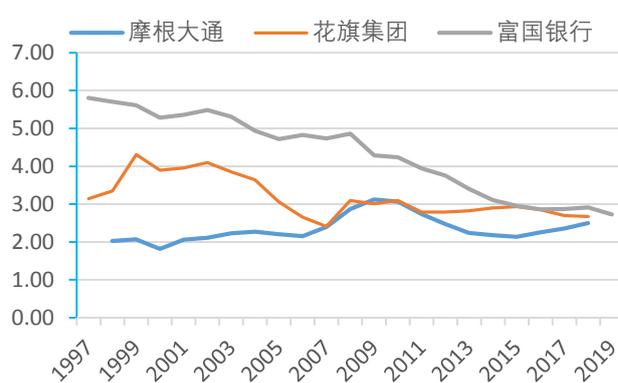
富国银行息差优势减弱。由于过去十余年信贷结构的变化，社区银行业务发展一般，零售板块贡献占比下降，富国银行净息差亦经历了明显的下滑。1999 年富国银行由于零售优势等净息差达 5.35%，2019 年净息差仅为 2.73%，下滑幅度较大。二十年前，富国银行净息差大幅高出摩根大通银行和花旗集团，而近年净息差已经接近，优势已不复存在。

图 6：富国银行过去 20 年中，净息差下滑明显



资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

图 7：过去 20 年中，富国银行净息差优势减弱（%）

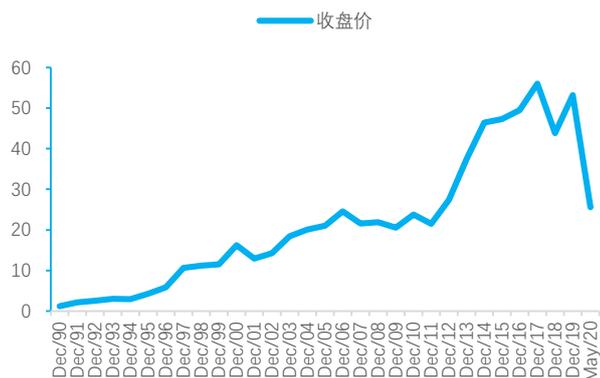


资料来源：BLOOMBERG，天风证券研究所

富国银行各类指标已较普通。截至 2019 年末，富国银行资产规模 1.93 万亿美元，其中，贷款 9623 亿美元；存款 1.32 万亿美元，存贷比 73%。2019 年营收 850.6 亿美元，拨备前利润 268.85 亿美元，净利润 195.49 亿美元，**ROA 1.02%**，**ROE 10.23%**，ROTCE 12.2%，成本收入比 68.4%，净息差 2.73%。相较于 25%左右成本收入比的国内银行，富国银行成本收入比显著的高。

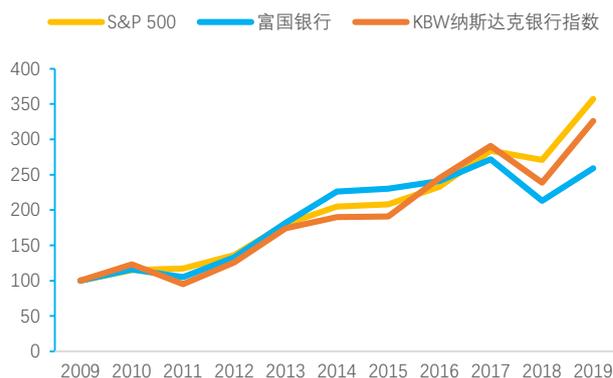
富国银行股价曾大幅跑赢大盘，但近十年表现一般。1990 年-2000 年富国银行股价涨幅超 10 倍。2009-2019 年期间，富国银行股价年化回报率为 10%，跑输了同期标普 500 和 KBW 纳斯达克银行指数。09 年金融危机时期，股价最低跌至每股 6.03 美元。当前受新冠疫情影响，股价跌至约 26 美元/股。

图 8：富国银行股价（美元/股）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：富国银行近十年股价表现跑输大盘



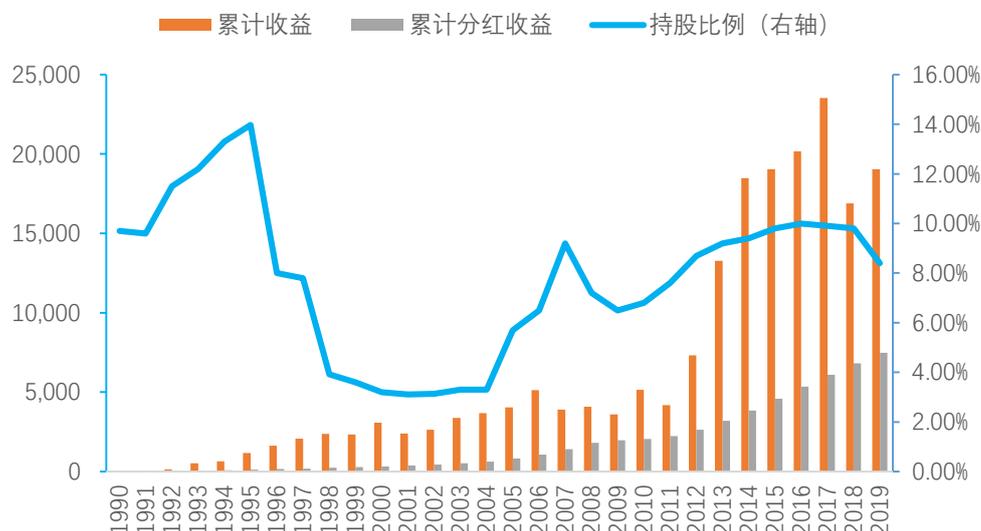
资料来源：银行年报，天风证券研究所

2.2. 30 年投资收益拆分-挣 ROE 的钱

1990 年，美国正处于房地产泡沫破裂期，银行股一片萧条，投资者纷纷抛弃银行股，巴菲特趁市场惊恐时，以不到 1 倍 PB 以及不到 5 倍的 PE（TTM）的估值买入了富国银行。

巴菲特是富国银行的坚定持有者，最早于 1989 年买入富国银行。巴菲特在 1990 年末持有富国银行 9.7% 的股份，其中六分之一是在 1989 年买进，剩下的部分则是在 1990 年增加。持股比例未超 10%，主要是由于当时持有单个银行股份超过 10% 需要经过美联储审批。过去 30 年，巴菲特对富国银行的持股虽有过增减，但一直位列巴菲特 BIG FOUR 持仓。截至 2019 年末，巴菲特过去 30 年持仓富国银行累计收益约 190 亿美元，其中，累计分红约 75 亿美元。

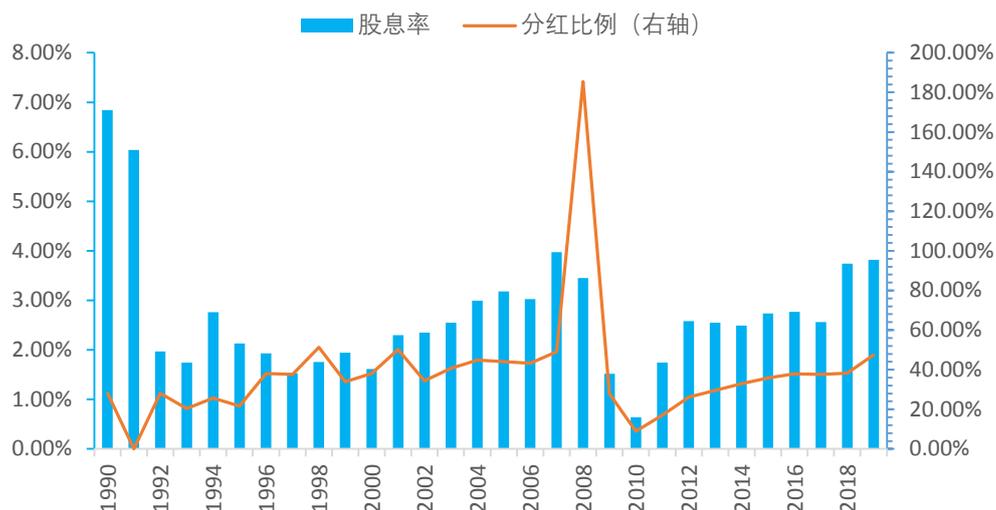
图 10：巴菲特持股富国银行 30 年，累计收益约 190 亿美元，累计分红约 75 亿美元（百万美元）



资料来源：巴菲特致股东的信，天风证券研究所

年度分红比例大多在 20%-50% 间。过去 30 年间，富国银行按季度分红，每年分红比例大多维持在 20%-50% 间。即便个别年份盈利很差，也会保障分红金额稳定，使得分红比例大幅跃升。从股息率来看，由于估值变动，股息率大多数时间在 [2%-4%] 间。与国内上市银行不同的是，美国上市银行在利润分配上除了现金分红，还会进行大量的股票回购。2019 年富国银行 ROE 为 10.23%，ROTCE 为 12.2%。富国银行 2019 年分红（79.38 亿美元）及股票回购（222.62 亿美元）合计达 302 亿美元，大幅超过当年 195 亿美元的净利润。

图 11：富国银行分红比例大多在 20%-50% 间、股息率大多数时间在 [2%-4%] 间



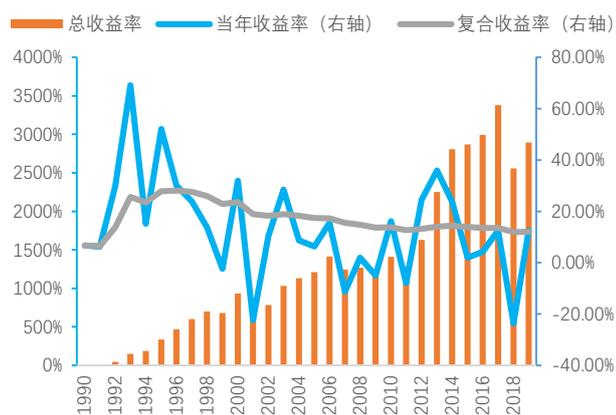
资料来源：银行年报，天风证券研究所

长周期持股挣的是 ROE 的钱。巴菲特投资富国银行时间长达 30 年，其坚守时间之长，甚是罕见。据我们测算，投资富国银行 30 年的总回报为 28.9 倍，挣的主要是 ROE 的钱，估值变动的贡献非常小。

1990-2003 年富国银行平均 ROE 16.77%，投资回报超 10 倍，复合收益率 18.9%。在此期间，PB 估值由 0.99 倍到 2.9 倍，估值提升贡献 20% 的投资回报，ROE 贡献剩余的；2004-2019 年富国银行平均 ROE 为 12.56%，巴菲特投资收益率为 164%，期间 ROE 贡献 557%，PB 估值由 2.9 倍降至 1.33 倍，对这 16 年间的投资收益影响较大。

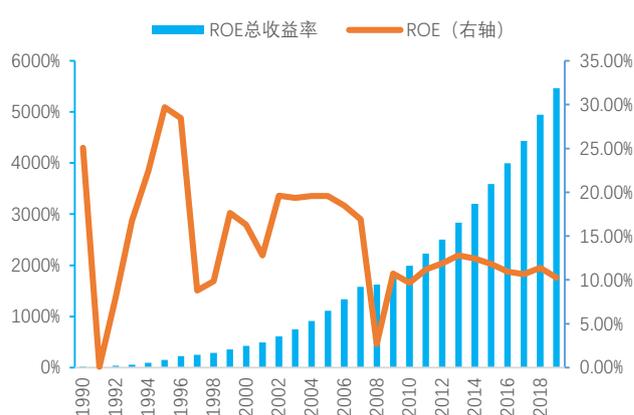
投资 30 年估值贡献很小。30 年前，1990 年末富国银行估值 0.99 倍 PB，30 年后的 2019 年末估值为 1.33 倍 PB，估值变动不大。过去 30 年中，富国银行 PB 估值虽有高的时候到过 3.6 倍，但 30 年间又回到原点。倘若这 30 年只挣 ROE 的钱，1990-2019 年 30 年投资回报将达 54.6 倍。经我们测算，30 年巴菲特投资富国银行回报率约 28.9 倍，没有完全挣到 ROE 的钱。因为巴菲特在 04 年-07 年期间，富国银行估值超过 2 倍 PB 时，巴菲特曾大举增持了富国银行，拖累了总体投资收益率。

图 12：巴菲特富国银行 30 年投资总收益率达 28.9 倍



资料来源：巴菲特致股东的信，天风证券研究所

图 13：富国银行近 30 年 ROE 总收益率达 54.6 倍



资料来源：银行年报，天风证券研究所

截至 2019 年 12 月 31 日，富国银行估值为 1.33 倍 PB，10.78 倍 PE (TTM)。近几年股价受“虚假账户”丑闻影响较大，PB 估值有所下行。过去 30 年间，富国银行 PE 估值大多数年份在 [10-20] 倍，过去 30 年平均约 20 倍 PE 估值；PB 估值大多在 [1-3] 倍间，过去 30 年平均约 2 倍 PB 估值。

合理估值买龙头是关键。巴菲特 1989 及 1990 买入富国银行时，银行股鲜有人关注，富国银行估值仅约 1 倍 PB，不到 5 倍 PE。价值高估时，减持。1998 年-2001 年，市场亢奋期，

巴菲特大幅减持了富国银行，当时富国银行的估值在 3 倍 PB 以上。1990-2003 年间，巴菲特在富国银行上的投资回报超过 10 倍。

巴菲特也曾较高估值时增持过富国银行，事后来看投资回报率不佳。2005 年，巴菲特大举增持富国银行，持股比例由 3.3% 升至 5.7%；此后 06-15 年持续小幅增持。复盘来看，这段时期的增持，投资收益率并不高，并非好的投资决策。过去 10 年，富国银行股价大幅跑输大盘。

图 14：富国银行过去 30 年间 PB 估值大多在[1-3]倍间、PE 估值在[10-20]倍间



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 可转换优先股投资：M&T 银行与美国银行

价值投资者中这句“Be greedy when others are fearful”可谓是耳熟能详的。可是，真正做到绝非易事。

逆向思维是巴菲特投资的标志性风格。但在危机中投资也要注重安全性，因而巴菲特经常采取“高分红优先股+权证”之策略。投资高股息率的优先股来解决安全性问题，而通过附加权证（一定期限前以约定价格认购普通股之权利）来解决优先股获利空间不大之问题。

纵观巴菲特以往的多次银行股投资，巴菲特经常采用“优先股+权证”之方式，如 91 年投资 M&T 银行，08 年抄底高盛、11 年投资美国银行。这种投资类似国内的可转债。

3.1. M&T 银行

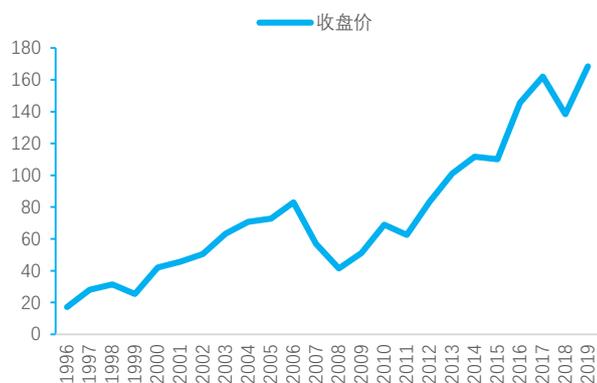
巴菲特在 1991 年买入第一帝国公司（First Empire State，一家银行控股公司）的可转换优先股。巴菲特在 1991 年以可转换优先股形式投资第一帝国公司 4000 万美元，在 1996 年之前该银行不能回购该可转换优先股，约定的转股价格为每股 78.91 美元，每年股息率为 9%。巴菲特在 1987 年、1988 年和 1989 年致股东的信中多次表示自己没有特殊的远见来预测投行业的发展方向和获利能力，因此选择了较为稳健的可转换优先股的投资方式。1998 年第一帝国公司改名为 M&T 银行（Manufacturers and Traders Bank）。

1991-1997 年第一帝国公司投资收益 489%。因鲍勃·威尔默斯（Bob Wilmers）的优秀管理，第一帝国公司经营情况优异。截止至 1997 年底，1991 年投入第一帝国的 4,000 万美元，已增值至 2.36 亿美元，投资收益为 489%，年复合收益率为 28.83%。

1996 年后，M&T 银行股价持续上升，平均 ROE 为 14.54%。巴菲特在 1996 年后将第一帝

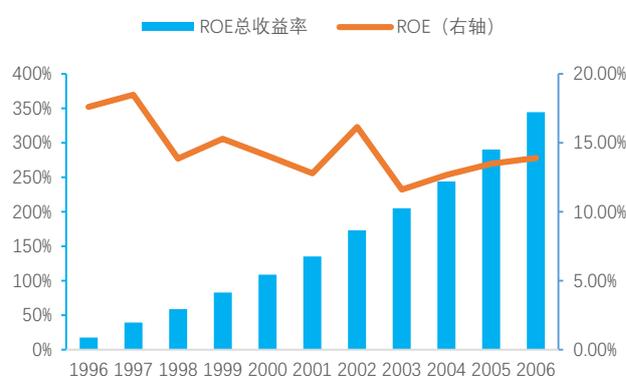
国的可转换优先股转成普通股。M&T 银行股价大幅上涨，由 96 年的 17.13 美元/股上升至 06 年的 82.98 美元/股。随后经济危机中，M&T 银行净利润大幅下滑，股价也开始下跌，2009 年最低跌至 21.43 美元/股。巴菲特持有 M&T 银行普通股期间平均 ROE 为 14.54%，ROE 总收益率为 344%。

图 15: M&T 银行股价在金融危机中下滑 (美元/股)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 16: M&T 银行持有期间 ROE 总收益率达 344%



资料来源: 银行年报, 天风证券研究所

2000 和 2001 年股市下跌之际, 巴菲特增持 M&T 银行。2000-2001 年间, 巴菲特投资 6300 万美元增持 M&T 银行股票, 持股比例约为 7%, 持股数量达 670.9 万股。买入后总成本为 1.03 亿, 在 06 年底市值 8.2 亿。巴菲特此次投资主要是因股市下跌进行抄底。巴菲特在 1991-2006 年间持有 M&T 银行总收益率达 6.96 倍。在 06 年后, M&T 银行逐渐淡出了巴菲特的重仓银行股。

表 1: M&T 银行投资收益率 (万股 or 百万美元)

年份	持股数量	持股比例	持股成本	持股市值	投资收益率
1991	50.7		40	51	26%
1992	50.7		40	68	70%
1993	50.7		40	71	78%
1994	50.7		40	69	72%
1995	50.7		40	110	174%
1996	50.7	7.60%	40	146	265%
1997	50.7	7.70%	40	236	489%
1998	50.7	6.70%	40	263	558%
1999	50.7	6.50%	40	210	425%
2000	598	7.20%		387	
2001	670.9	7.00%	103	488	374%
2002	670.9	7.30%	103	532	417%
2003	670.9	5.60%	103	659	540%
2004	670.9	5.80%	103	723	602%
2005	670.9	6.00%	103	732	611%
2006	670.9	6.10%	103	820	696%

资料来源: 巴菲特致股东的信, 巴菲特投资案例 (24): M&T 银行, 天风证券研究所

虽然 M&T 银行之前已经淡出巴菲特重仓股序列, 但巴菲特仍有持股。目前, M&T 银行仍然存续, 为美国主要上市银行之一。1Q20 伯克希尔哈撒韦持股 M&T 银行 538.2 万股, 持股比例为 4.2%。过去 5 年, 伯克希尔哈撒韦对 M&T 银行的持股一直保持不变, 但由于 M&T 银行持续的股票回购, 使得伯克希尔哈撒韦的持股被动上升。

受疫情影响, 20 年初以来 M&T 银行股价大幅下挫。截至 20 年 5 月 20 日, M&T 银行估值为 0.81 倍 PB (lf), 7.2 倍 PE (TTM)。2019 年 M&T 银行 ROE 为 12.38%, ROA 为 1.61%。

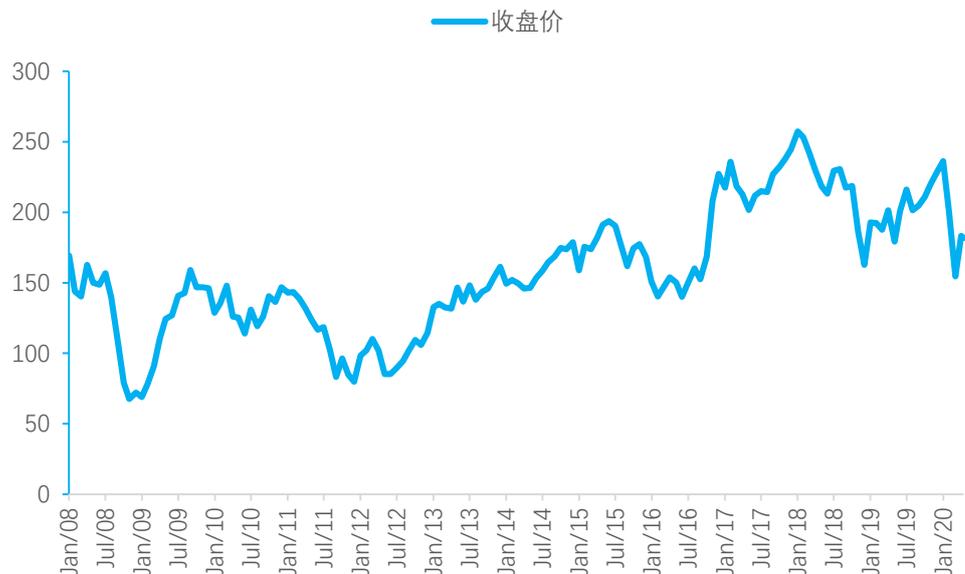
3.2. 投资高盛：10%股息的优先股+权证

危机往往带来低估值买入优质股的难得机会。

2008 年巴菲特在次贷危机中以 10%股息优先股+权证的方式投资高盛。2008 年金融危机对多数金融机构造成严重影响，高盛也不例外，使得巴菲特能够获得很好的条件来投资高盛-顶级投行。2008 年 9 月，在危机的巅峰时刻，巴菲特用 50 亿美元现金购入高盛优先股，开出的条件是：优先股每年股息 10%，高盛有权在任何时间回购上述优先股，但须支付 10% 的溢价。此外，巴菲特还获得了以每股 115 美元的价格认购高盛 50 亿美元普通股的权证。

2009 年巴菲特在致股东的信中表示高盛的投资取得了良好收益。2011 年 3 月，从危机中走出来的高盛赎回了巴菲特在金融危机中购买的 50 亿美元优先股。不过，根据 2008 年巴菲特购买时达成的协议，伯克希尔哈撒韦依然拥有认购 50 亿美元高盛的普通股的权利。随着高盛股价上涨，2013 年 10 月，高盛集团以支付普通股股权的形式购回了巴菲特手中持有的普通股认购权证。2013 年末，巴菲特持有高盛普通股比例达 2.8%，持股成本 7.5 亿美元，13 年底巴菲特持有的高盛股票市值达到 23 亿美元。高盛股价自 08 年重创后近年来上涨明显，但近期有所下跌。

图 17：高盛股价自 08 年重创后近年来得到恢复（美元/股）



资料来源：WIND，天风证券研究所

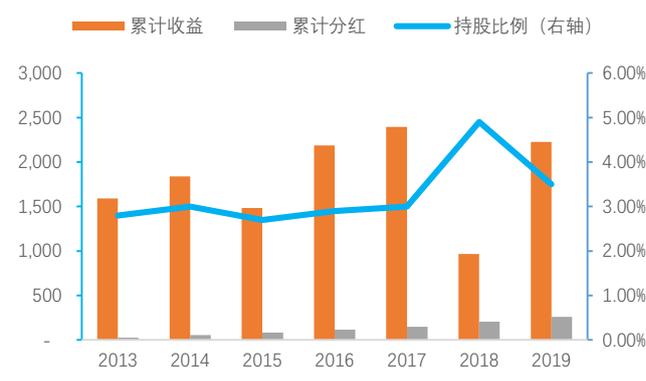
巴菲特 13 年持有高盛普通股时，其估值较低，约为 0.9 倍 PB，9 倍 PE (TTM)，符合股神的投资理念。随后的几年内，巴菲特不断增持高盛，2018 年末持股比例为 4.9%。截至 2019 年末，巴菲特共持有高盛 3.5% 的股份，累计投资收益 22.28 亿美元。

图 18：07 年以来，高盛估值变化情况（倍）

图 19：截至 19 年末持股高盛累计收益 22.28 亿美元（百万美元）



资料来源: WIND, 天风证券研究所

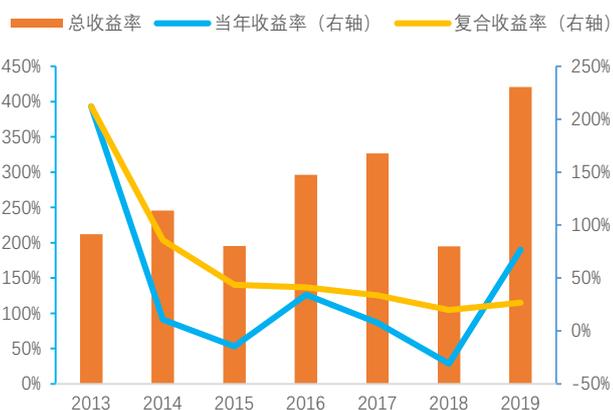


资料来源: 巴菲特致股东的信, 天风证券研究所

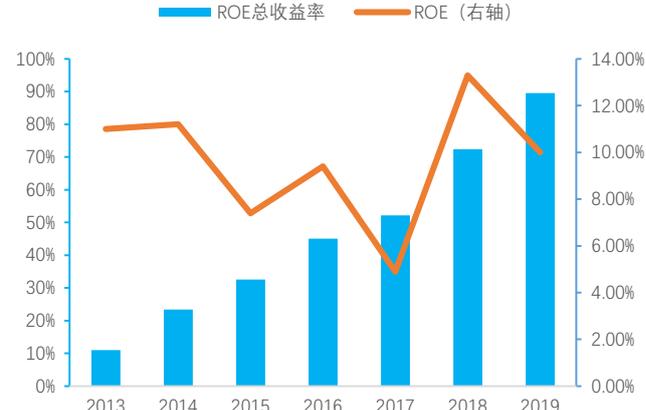
巴菲特持有高盛普通股股票期间投资回报达 4.2 倍, 主要因 08 年买入优先股附带权证时成本较低, 随着高盛的赎回和股价的上涨, 伯克希尔哈撒韦获利较大。截至 2019 年末, 这笔投资的年复合收益率达 26.58%, 尽管高盛估值从 13 年末的 0.92 倍 PB 又重新回到了 19 年末的 0.9 倍 PB, 变动不大。

图 20: 巴菲特持有高盛普通股股票期间总收益率达 4.2 倍

图 21: 巴菲特持有高盛 ROE 总收益率达 89.60%



资料来源: 巴菲特致股东的信, 天风证券研究所



资料来源: 银行年报, 天风证券研究所

3.3. 抄底美国银行

巴菲特最早于 2011 年投资美国银行优先股附带权证。美国银行是巴菲特 2019 年第一大重仓银行股, 也是持有市值排名第二的股票, 持有市值超过 300 亿美元、仅次于苹果的持仓市值。巴菲特 2011 年投资 50 亿美元购买美国银行 6% 的优先股附带权证, 约定在 2021 年 9 月 2 日之前的任何时间点上, 可以用 50 亿美元的价格买入美国银行 7 亿普通股。

有趣的是, 这笔 50 亿美元的投资, 是巴菲特“硬塞”给美国银行的。2011 年 8 月的一天, 巴菲特打通了美国银行的呼叫中心, 试图联系莫尼翰。巴菲特对莫尼翰说: “我想给你 50 亿美元”。莫尼翰则表示美国银行尚能自给自足, 不需要这笔钱, 但最终股神以增强美国银行稳定性为由说服了莫尼翰收下这笔 50 亿美元的投资。而此时的美国银行正在“疗养”阶段, 其之前金融危机中元气大伤: 没有足够的尽职调查便收购美国国家金融服务公司, 造成了巨额亏损、股价大跌、原 CEO 路易斯黯然离场、遭机构投资者看空。

美国银行股价重创之时, 巴菲特进场抄底美国银行。巴菲特认为虽然美国银行犯过一些错误, 但是莫尼翰能够及时修正错误, 并且能够精简业务线、控制成本。巴菲特看好美国银行的未来前景。随后几年内, 巴菲特多次在致股东的信中表示对莫尼翰的钦佩以及对这笔 50 亿美元投资的信心。巴菲特在 2016 年致股东的信中表示当普通股每股分红上升至 0.44 美元以上, 伯克希尔预计将持有的美国银行优先股附带的权证行权。巴菲特于 2017 年行权, 转为持有美国银行普通股。2018 年, 巴菲特增持美国银行股份至 9.19 亿股, 2019 年

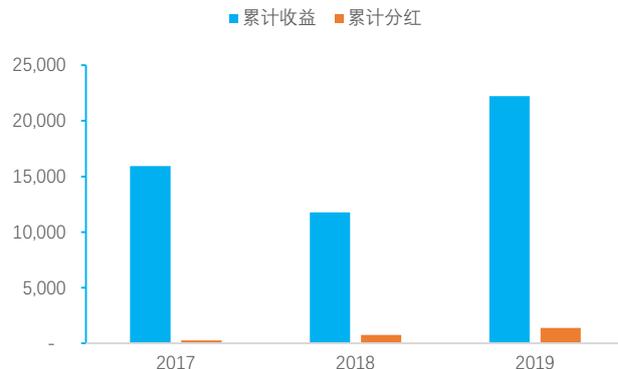
继续增持至 9.48 亿股。2019 年末持股比例达 10.7%。巴菲特自 17 年来持有美国银行的普通股累计分红为 13.95 亿美元，截至 2019 年末这笔投资累计收益高达 222.15 亿美元。

图 22：美国银行 2019 年末持股比例达 10.7%（百万股）



资料来源：巴菲特致股东的信，天风证券研究所

图 23：美国银行普通股累计收益为 222.15 亿美元（百万美元）



资料来源：巴菲特致股东的信、WIND，天风证券研究所

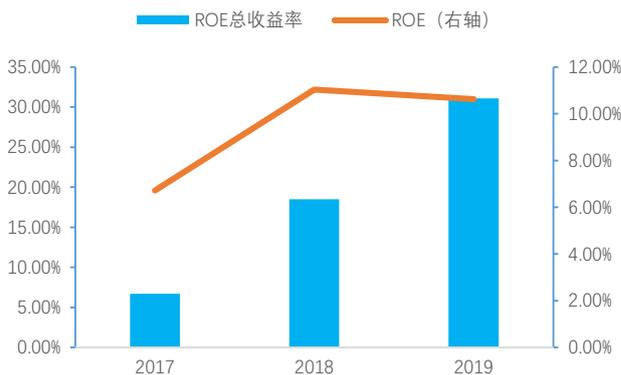
巴菲特投资美国银行的回报超过 4 倍。2018 年投资收益率为负的主要原因为巴菲特以约 30.34 美元/股的成本增持了近 2.2 亿股份，但 2018 年美国银行的平均股价为每股 29.38 美元、全年最高价仅为 31.65 美元。持有期间平均 ROE 为 9.46%，ROE 总收益率为 31.09%。

图 24：巴菲特持有美国银行总收益率达 4 倍以上



资料来源：巴菲特致股东的信，天风证券研究所

图 25：持有期间平均 ROE 为 9.46%，ROE 总收益率为 31.09%



资料来源：银行年报，天风证券研究所

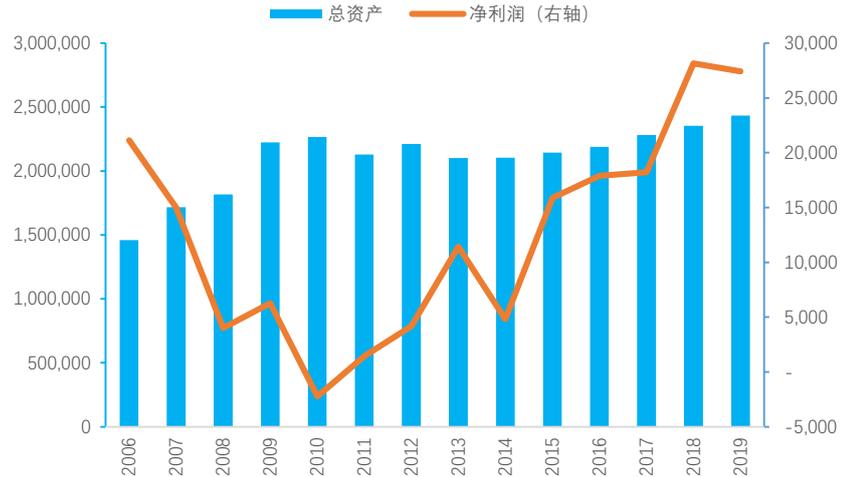
复盘巴菲特投资美国银行的逻辑，主要有三点：

第一，银行的经营情况与经济体发展高度相关。尽管美国 2008 年经历了次贷危机，出现短期的衰退现象、金融机构受到重创，但是美国经济良好的基本面没有改变。只要有足够的耐心，银行业也会随着经济体复苏而恢复。

第二，金融危机之后，多德弗兰克法案的出台提升了金融机构的稳定性。

第三，美国银行估值很低，并且在经历“重生”。巴菲特 2011 年投资美国银行时，由于市场情绪过于悲观，其估值较低、仅为 0.25 倍 PB。除此之外，CEO 莫尼翰也正在推动美国银行脱胎换骨。危机之后，莫尼翰精简美国银行部门。自莫尼翰 2011 年接任之后，美国银行资产负债表瘦身，但净利润却稳步上升。

图 26：美国银行总资产变动不大，净利润稳步上升（百万美元）



资料来源：银行年报，天风证券研究所

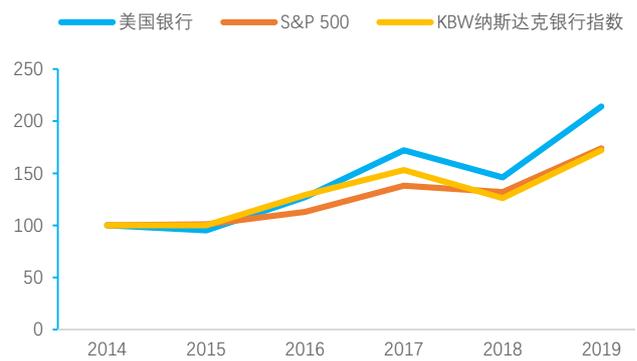
美国银行股价 2011 年以来上涨明显。2011-2019 年美国银行股价从每股 5 美元上涨到每股 35 美元。过去 5 年,美国银行股价涨幅跑赢了同期标普 500 和 KBW 纳斯达克银行指数。

图 27：美国银行自 11 年来股价持续上升（美元/股）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 28：美国银行股价表现跑赢了同期指数

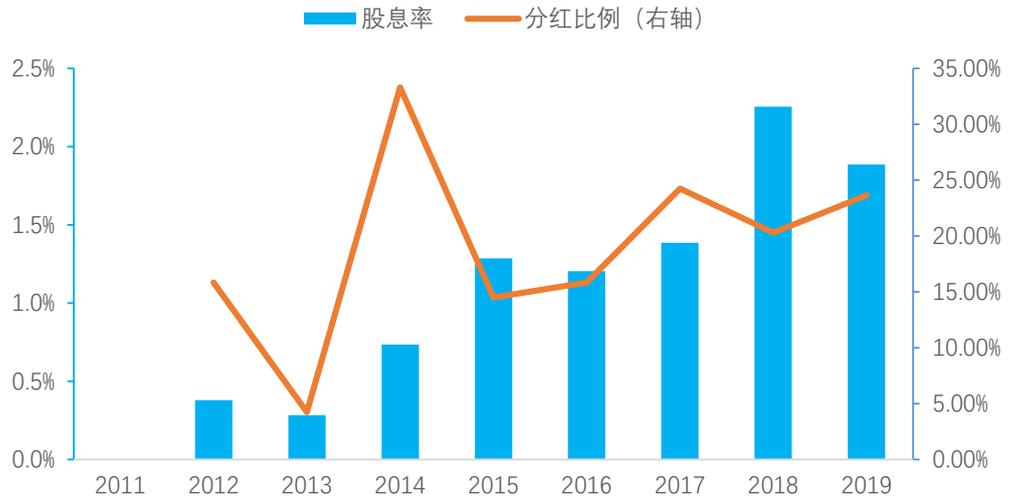


资料来源：银行年报，天风证券研究所

分红比例基本在 10%-35%间。过去近 10 年间,美国银行按季度分红,每年分红比例大多维持在 10%-35%间。随着 13 年净利润的大幅上升,美国银行也提高了分红,维持分红比例基本不变。从股息率来看,由于估值变动,股息率大多数时间在【1%-2%】间。

2019 年美国银行 ROE 为 10.62%, ROTCE14.86%。美国银行 2019 年分红 (58 亿美元) 及股票回购 (281 亿美元) 合计达 339 亿美元,超过当年 274 亿美元的净利润。

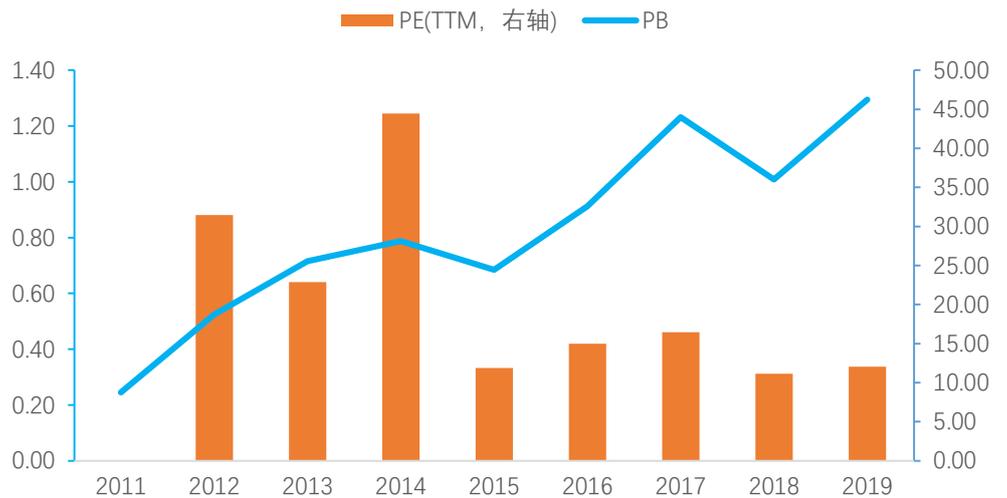
图 29：美国银行分红比例基本维持在 10%-35%间、股息率大多数时间在【1%-2%】间



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2019 年 12 月末，美国银行估值为 1.29 倍 PB，12.05 倍 PE (TTM)。近几年股价上涨，PB 估值上行。PE 估值大多数年份在【10-25】倍，持有期间平均约 20.7 倍 PE 估值。PB 估值大多在 1.5 倍以下，持有期间平均约 0.82 倍 PB 估值。

图 30：美国银行 PE 估值大多数年份在【10-25】倍、PB 估值大多在 1.5 倍以下



资料来源：WIND，天风证券研究所

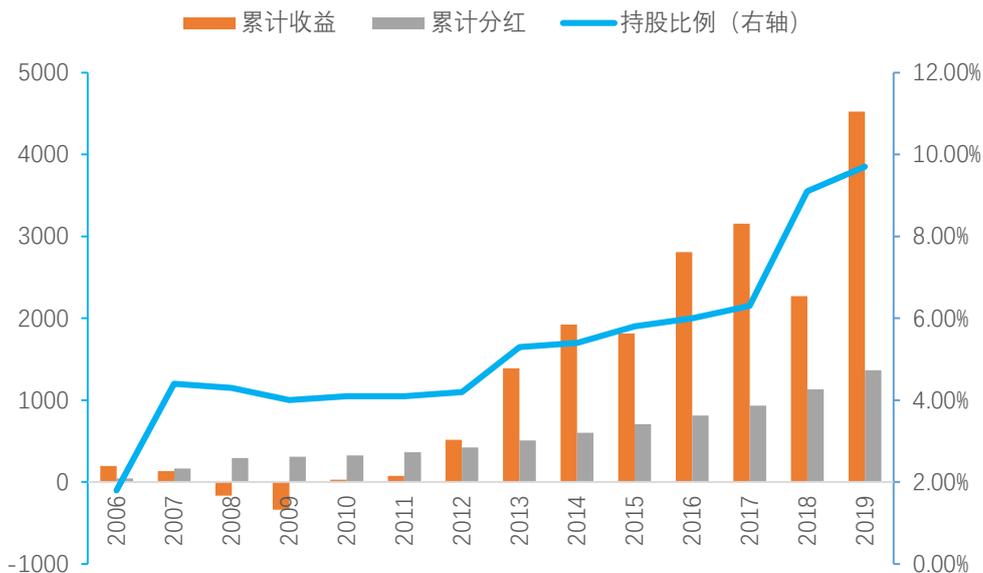
4.08 年金融危机后银行股投资

08 年金融危机让众多金融机构受到重创，也带来低估值投资的机会。巴菲特自然不会错过危机带来的投资机会。无论是在 2008 年 9 月投资高盛优先股、还是 2011 年大手笔投资美国银行、亦或是 2017 年投资摩根大通银行，巴菲特都取得了不错的投资收益。

4.1. 美国合众银行

巴菲特于 2006 年买入合众银行股票。随着 M&T 银行在巴菲特的重仓银行股中淡出，合众银行受到了股神的青睐。巴菲特在 2006 年买入合众银行，年末持股比例达 1.8%。07 年巴菲特继续增持合众银行，持股比例达 4.4%。随后在 13 年和 19 年分别再次增持，19 年末持股比例达 9.7%。06-19 年持有期间累计收益约为 45.2 亿美元。

图 31：合众银行 06-19 年持有期间累计收益约为 45.2 亿美元、累计分红约 13.7 亿美元（百万美元）



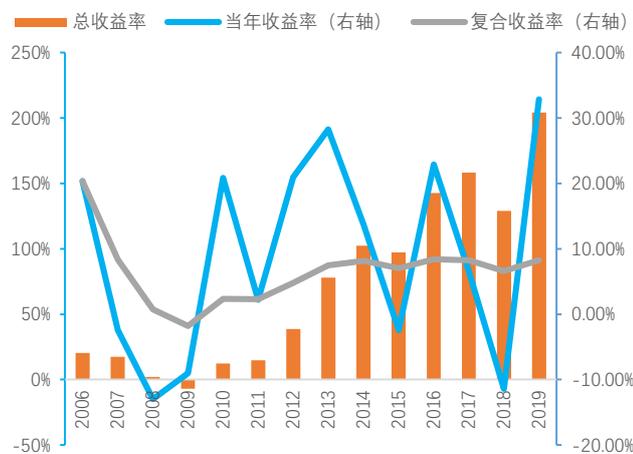
资料来源：巴菲特致股东的信，天风证券研究所

2006-2011 年，巴菲特在合众银行上的赚取的收益不高。巴菲特 06 年买入合众银行时估值 3.17 倍 PB，随后估值下降，持股市值也持续下跌。巴菲特自 06-11 年的投资总收益率仅为 14.76%，主要赚了分红的钱。甚至在 08 年的投资收益率为 -12.98%。

2012-2019 年合众银行的股价得到修复，巴菲特投资收益可观。自 12 年起，巴菲特投资合众银行的持股市值大于其持股成本。近两年来，合众银行股价持续上涨，巴菲特 12-19 年的投资总回报达 1.65 倍，PB 估值从 12 年的 1.55 倍提升到 19 年末的 1.95 倍，对投资收益的影响不大。

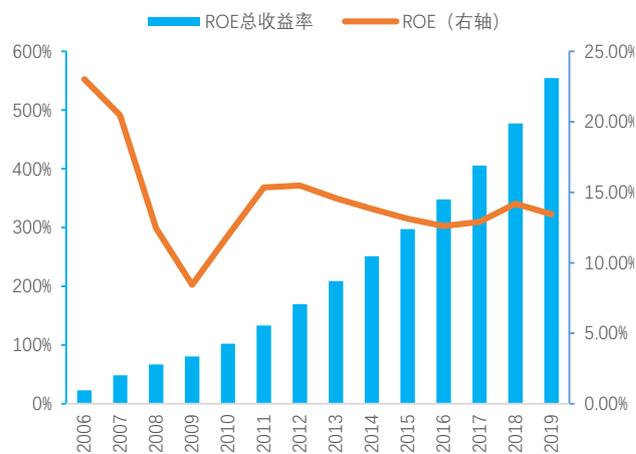
盘点股神在合众银行的投资，前期收益较低主要因在高估值时买入而后再经历了次贷危机。合众银行因经营情况好而获巴菲特青睐，因此在 06 年买入。06 年买入时估值过高，而后 08 年次贷危机时合众银行净利润下降近 50%，投资收益不高。但由于合众银行对商业贷款较为专注，手续费收入占比高，长期投资优势逐渐得以显现，巴菲特在合众银行的投资上最终还是赚到了钱。2006-2019 年合众银行投资总回报率 2 倍，ROE 总收益率 5.5 倍。

图 32：合众银行 06-11 年总收益回报率不高



资料来源：巴菲特致股东的信，天风证券研究所

图 33：合众银行持有期间 ROE 总收益率达 554.71%

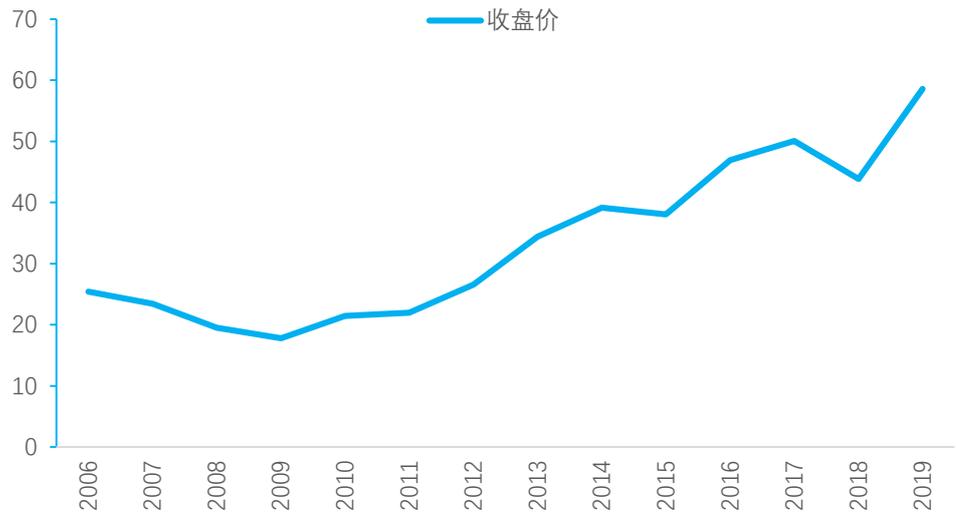


资料来源：银行年报，天风证券研究所

合众银行在 06-09 年股价下跌，近年来得到修复，快速上涨。巴菲特在 06 年买入合众银行后，其股价持续下跌，2009 年跌致近 14 年来的最低值仅仅每股 6.29 美元。合众银行股价自 10 年后上涨，在 18、19 年涨幅明显，2019 年 12 月 16 日股价为最高值每股 59.97

美元。当前受新冠疫情影响，合众银行股票跌至约 35 美元/股。

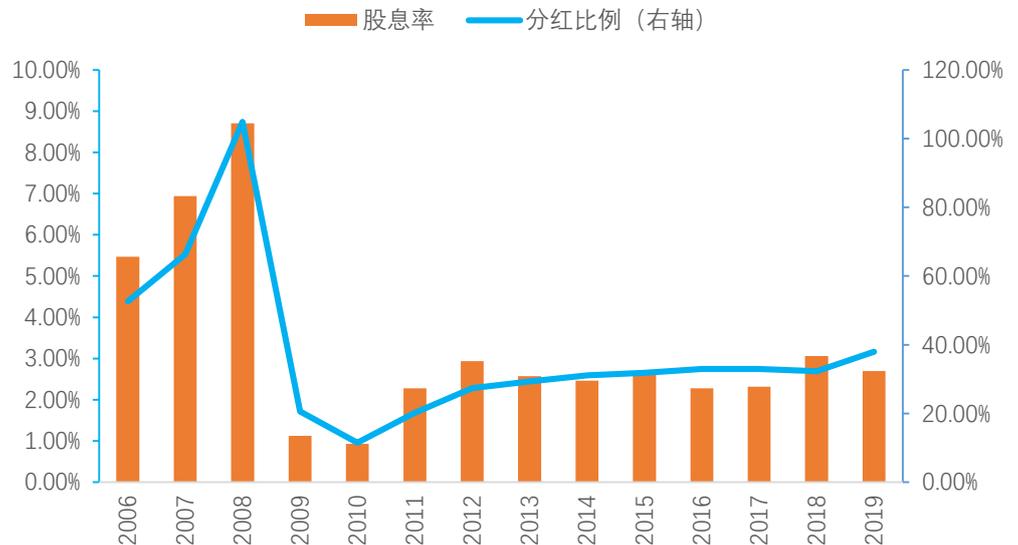
图 34：合众银行股价 06-09 年下跌，近年来得到修复（美元/股）



资料来源：WIND，天风证券研究所

次贷危机后，分红比例维持在 10%-40% 间。次贷危机之前合众银行的高分红比例受到了投资者的欢迎，但 08 年合众银行净利润大幅下降后，其减少了分红比例。近年来股息率维持在【2%-3%】间。2019 年合众银行 ROE13.44%。2019 年分红（24.24 亿美元）及股票回购（45.76 亿美元）合计达 70 亿美元，超过当年 69 亿美元的净利润。

图 35：合众银行次贷危机后分红比例维持在 10%-40% 间、股息率维持在【2%-3%】间



资料来源：银行年报，天风证券研究所

截至 2019 年 12 月 31 日，估值为 1.95 倍 PB，13.32 倍 PE (TTM)。PE 估值大多数年份在【10-15】倍，过去 14 年平均约 14.7 倍 PE 估值。PB 估值大多在【1-3】倍间，过去 30 年平均约 2 倍 PB 估值。

图 36：合众银行 PE 估值在【10-15】倍、PB 估值在【1-3】倍间



资料来源：WIND，天风证券研究所

4.2. 近几年投资摩根大通银行和纽约梅隆银行

摩根大通：

巴菲特于 2018 年以 56 亿美元购入摩根大通股票，年末持股比例为 1.5%。随后在 19 年进行了增持，持股比例达 1.9%。巴菲特购入摩根大通的主要原因包括摩根有着领先同业的 ROE 水平，19 年摩根大通 ROE 为 15%，且近几年净利润屡创新高。除此之外，巴菲特一直非常敬佩摩根的 CEO 杰米·戴蒙（Jamie Dimon），他称戴蒙为一位不折不扣的银行家，并且表示自己没有更早开始持有摩根大通的股票是一个遗憾。摩根大通银行是综合金融之标杆银行，在投行、社区银行、财富管理等多个业务板块上为行业领头羊。

摩根大通自 18 年来股价保持平稳中上升，但近期受疫情影响跌至约 80 美元/股。巴菲特 18 年买入时，摩根大通估值约 11.66 倍 PE（TTM）、1.4 倍 PB。巴菲特持有期间总收益率达 44.74%，2019 年复合收益率 14.97%，ROE 总收益率 29.95%。

图 37：摩根大通自 18 年来股价保持平稳中上升（美元/股）



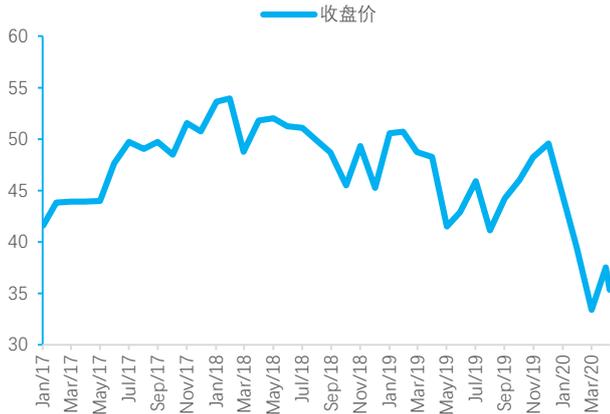
资料来源：WIND，天风证券研究所

纽约梅隆银行：

纽约梅隆银行也和摩根大通一样，是伯克希尔近几年才重仓的银行股。巴菲特在 2012 年左右开始投资纽约梅隆银行，但在 17 年之前持有梅隆银行的比例基本在 2% 以下。持股比例自 17 年开始明显增加，17 年末巴菲特持有纽约梅隆银行 5.3% 的股份，持有成本 22.3 亿美元。截止 2019 年末，巴菲特在纽约梅隆银行的持股比例为 9%，持股市值达 41 亿美元。纽约梅隆银行专注于托管、资管等轻资本的业务，非息收入占比约 80%。

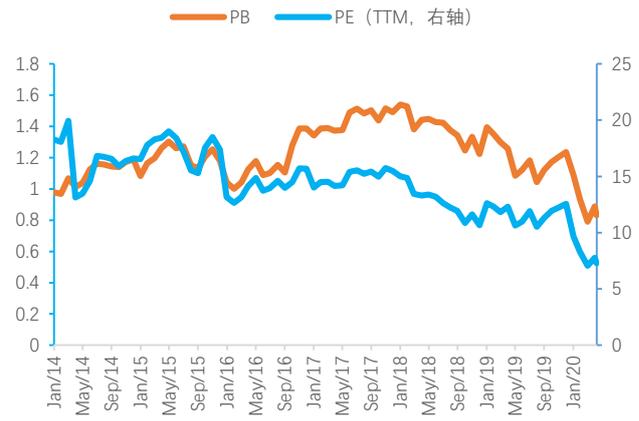
纽约梅隆银行股价近年来维持震荡，近期有所下跌。17 年纽约梅隆银行估值偏高，巴菲特增持时估值近 1.5 倍 PB、15 倍 PE、股神此次并没有做到在低估时买入。随后的 18 年，巴菲特继续增持纽约梅隆银行，但此次投资收益不高，原因是增持后纽约梅隆银行股价大跌。

图 38：纽约梅隆银行股价近年来维持震荡（美元/股）



资料来源：WIND，天风证券研究所

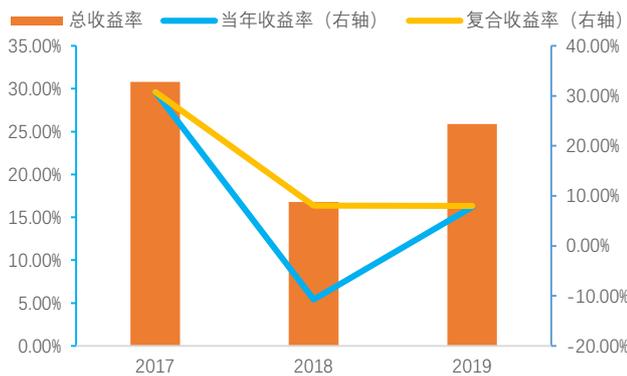
图 39：巴菲特增持时估值近 1.5 倍 PB、15 倍 PE



资料来源：WIND，天风证券研究所

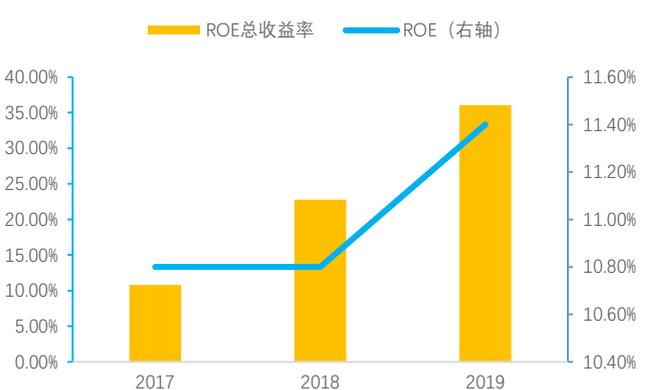
由于 17 年之前持股比例较低，巴菲特在致股东的信中没有披露纽约梅隆银行的持仓情况，因此本文只计算 17 年之后的收益率。巴菲特持有纽约梅隆银行股票期间总收益率达 25.87%，2019 年复合收益率 7.97%，ROE 总收益率 36.03%，没有完全赚到 ROE 的钱，主要是近几年 PB 估值有所下降。

图 40：巴菲特持有纽约梅隆银行股票期间总收益率达 25.87%



资料来源：巴菲特致股东的信，天风证券研究所

图 41：巴菲特持有期间 ROE 总收益率 36.03%



资料来源：银行年报，天风证券研究所

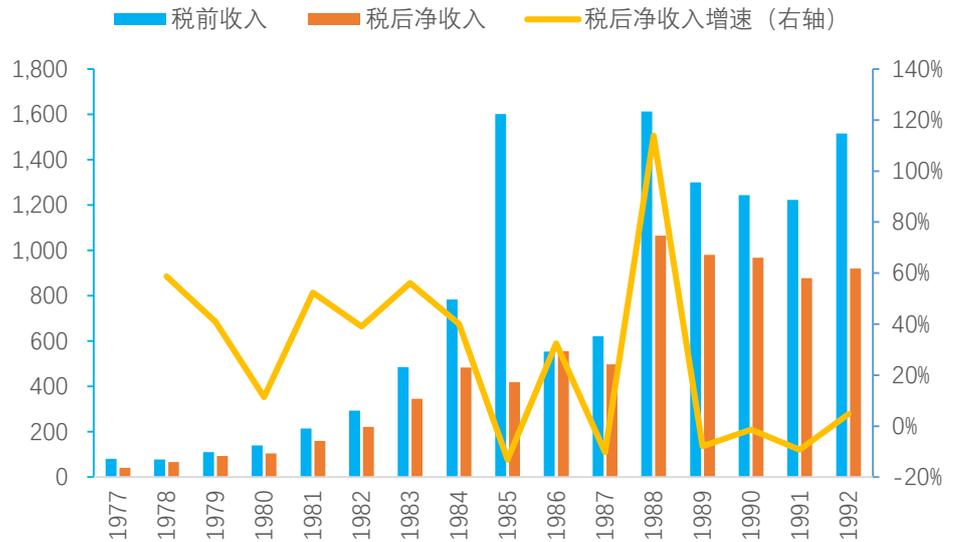
4.3. 其他银行股投资案例

除了众所周知的一些银行股，巴菲特投资的其他银行股也曾为伯克希尔带来可观的收益。

1972 年底，巴菲特收购蓝筹印花公司后，占有其子公司 Wesco 金融公司 54% 的股份。Wesco 金融公司是一家经营储蓄和贷款业务的企业。截止到 1978 年底，伯克希尔持有 Wesco 金融公司 46% 的股权。巴菲特没有将 Wesco 的资金用于原有的放贷业务，而是将大部分资金用于伯克希尔的并购业务，例如投入保险业务，构建股票债券和优先股投资等。Wesco 金

融公司业绩出色，收益逐年上升。1992 年披露数据显示，当年税前收入 1515 万美元，税后净收入 920 万美元。

图 42：1992 年税前收入 1500 万美元，税后净收入 920 万美元（万美元）



资料来源：巴菲特致股东的信，天风证券研究所

巴菲特的投资理念受到无数粉丝追捧，但其在几笔银行股的投资上，也遭受过损失。

巴菲特投资所罗门公司股票，称付出与回报不成正比。巴菲特于 1987 年投资所罗门公司的可转换优先股，股息率为 9%。自 1995 年到 1999 年所罗门公司有权分批赎回投资者持有的可转换优先股。当时的所罗门 CEO 约翰·古弗兰（John Gutfreund）曾经在伯克希尔 CEICO 汽车保险陷入危险时出手相救，巴菲特表示希望能与他进行进一步的商业合作。但 1988 年，巴菲特购买的所罗门可转换优先股市值低于成本，巴菲特表示后期价格有望修复。

1991 年所罗门兄弟公司违规投标国债，引起了市场的极大关注。巴菲特在危机中被任命为所罗门董事会临时主席，随后股神带着所罗门兄弟公司走出了危机。1992 年所罗门公司税前盈余创下历史新高，巴菲特也于 1992 年卸任临时主席。巴菲特事后表示此次所罗门的投资收益并不低，但是与其在这件事上付出的精力不成正比。巴菲特曾感叹到：“当然我根本就没有料到到了 60 岁的年纪，会因为一笔固定收益证券的投资，还能够接下这项担任所罗门临时董事会主席的新工作。”

巴菲特 2008 年投资两家爱尔兰银行的股票遭遇亏损。2008 年，巴菲特以 2.4 亿美元抄底两家爱尔兰银行的股票。但 08 年末，受次贷危机的影响，投资两家银行的市值已经低至 2700 万美元，投资损失达 89%。但是损失并没有到此结束，危机结束时，这两家爱尔兰银行已经被国有化。巴菲特在采访时表示，此次两家爱尔兰银行的投资是他近些年最大的投资遗憾之一，他表示此后将对爱尔兰的银行股票持谨慎态度。

5. 银行股占据巴菲特重仓股的半壁江山

银行股 ROE 较高，经营管理好的美国上市银行大多受到了巴菲特的青睐，并被持续重仓。2019 年末，伯克希尔哈撒韦前十五大重仓股中有 6 家银行，还有 2 家信用卡公司，可谓是银行股占据巴菲特重仓股的半壁江山。

5.1. 当前重仓多个银行股，1Q20 持股大多未动

截至 2019 年末，巴菲特的伯克希尔哈撒韦持有的前十五大重仓股（按市值排名）中有 6 家银行股，依次为：美国银行、富国银行、合众银行、摩根大通、纽约梅隆银行、高盛。

此外，前十大持仓中的美国运通和 Visa 是信用卡公司。

表 2: 19 年末巴菲特的伯克希尔哈撒韦前十大持仓 (百万美元 or 百万股)

	市值	公司	持股数量	持股比例 (%)	持仓成本
1	73,667	苹果	251	5.7	35,287
2	33,380	美国银行	948	10.7	12,560
3	22,140	可口可乐	400	9.3	1,299
4	18,874	美国运通	152	18.7	\$1,287
5	18,598	富国银行	346	8.4	7,040
6	8,864	合众银行	149	9.7	5,709
7	8,372	摩根大通	60	1.9	6,556
8	5,857	穆迪	25	13.1	248
9	4,147	达美航空	71	11	3,125
10	4,101	纽约梅隆银行	81	9	3,696
11	2,859	高盛	12	3.5	890
12	2,632	特许通讯	5	2.6	944
13	2,520	西南航空	5	9	1,940
14	1,933	联合大陆	22	8.7	1,195
15	1,924	Visa	10	0.6	349

资料来源: 巴菲特致股东的信, 天风证券研究所

20 年一季度, 受新冠疫情冲击, 美国经济衰退明显, 银行股股价明显下跌。巴菲特的伯克希尔哈撒韦银行股(包括美国运通及 VISA 这两家信用卡公司)持仓市值 1Q20 下降 377.8 亿美元。不过, 一季度并未明显减持银行股, 仅大幅减仓了高盛-海外顶尖投行, 小幅减持了摩根大通银行。1Q20 其他银行股持股数未发生变动, 我们认为没有必要过度解读伯克希尔哈撒韦 1Q20 对个别银行股小幅度的减仓行为。

表 3: 伯克希尔哈撒韦 1Q20 银行股持股情况 (亿美元)

	1Q20		2019 年末		1Q20 变动	
	市值	持股数 (百万股)	市值	持股数 (百万股)	市值	持股数 (百万股)
美国银行	196.37	925	325.79	925	-129.42	0
富国银行	92.76	323.21	173.89	323.21	-81.13	0
摩根大通银行	51.96	57.71	82.96	59.51	-31	-1.8
美国合众银行	45.63	132.46	78.54	132.46	-32.91	0
纽约梅隆银行	26.86	79.77	40.16	79.77	-13.3	0
M&T 银行	5.56	5.38	9.14	5.38	-3.58	0
高盛	2.968	1.92	27.602	12	-24.634	-10.08
美国运通	129.79	151.61	188.74	151.61	-58.95	0
VISA	17.01	10.56	19.85	10.56	-2.8	0
合计	568.91		946.67		-377.76	

资料来源: ZERO HEDGE, 天风证券研究所

5.2. 巴菲特偏爱银行股之原因

巴菲特多次公开表示自己**对银行股的喜爱**。巴菲特表示对其拥有的银行感觉很好, 与大多数其他证券相比, 非常有吸引力。“银行业是一个好行业, 如果你在资产方面不做蠢事。”

巴菲特在 1990 年致股东的信中这样说道, “由于银行业 20 倍杠杆会大幅放大经营管理的优劣, 我们无意以便宜的价格购买管理水平低下的银行股; 相反, 我们只在意以合理的价格买入管理良好的银行股票。”

原文：“Because leverage of 20:1 magnifies the effects of managerial strengths and weaknesses, we have no interest in purchasing shares of a poorly-managed bank at a “cheap” price. Instead, our only interest is in buying into well-managed banks at fair prices.”

巴菲特认为他所持有的银行股大多数每年都在回购，所以他在一分钱不花的情况下，持有比例也会上升。巴菲特在 2016 年致股东的信中写到，“包括美国银行在内的多家伯克希尔·哈撒韦公司投资过的公司，一直以来都在回购股票。许多公司回购股票的数额相当惊人。我们非常喜欢股票回购，因为我们相信大多数情况下，公司回购的股票在市场中都是被低估的。毕竟，我们持有这些股票的原因也是因为我们相信这些股票被低估了。当一个公司的经营规模不断扩大，但是公司流通股数量不断下降，股东将会非常受益。

原文：“Many of our investees, including Bank of America, have been repurchasing shares, some quite aggressively. We very much like this behavior because we believe the repurchased shares have in most cases been underpriced. (Undervaluation, after all, is why we own these positions.) When a company grows and outstanding shares shrink, good things happen for shareholders.”

投资银行股也有弊端。巴菲特在 1990 年致股东的信中解释到：“银行业并不是我们的最爱。这个行业的特性是资产约为股权的 20 倍，这代表只要资产发生一点问题就有可能把股东权益亏光。而大银行出问题早已变成是常态而非特例。许多出现的问题都是由于经营管理者疏失，就像是去年度我们曾提到的“制度性强制力” - 也就是经营主管会不由自主地模仿其它同业的做法，不管这些行为有多愚蠢。在从事放款业务时，许多银行业者也都有旅鼠那种追随领导者的行为倾向，所以现在他们也必须承担像旅鼠一样的命运。

原文：“The banking business is no favorite of ours. When assets are twenty times equity - a common ratio in this industry - mistakes that involve only a small portion of assets can destroy a major portion of equity. And mistakes have been the rule rather than the exception at many major banks. Most have resulted from a managerial failing that we described last year when discussing the “institutional imperative:” the tendency of executives to mindlessly imitate the behavior of their peers, no matter how foolish it may be to do so. In their lending, many bankers played follow-the-leader with lemming-like zeal; now they are experiencing a lemming-like fate.”

5.3. 巴菲特银行股投资之启示录

从巴菲特数十年年的银行股投资中，我们认为有以下几点值得关注：

1) **买入优质的银行股。**巴菲特在 1990 年致股东的信中这样说道，“由于银行业 20 倍杠杆会大幅放大经营管理的优劣，我们无意以便宜的价格购买管理水平低下的银行股；相反，我们只在意以合理的价格买入管理良好的银行股票。”长周期持股主要挣 ROE 的钱，那么，稳定的较高的 ROE 很关键，管理良好不仅是带来较高的安全边际也带来较好的 ROE 水平。巴菲特在致股东的信中多次赞扬对所投资银行的管理者。伊利诺伊国民银行 CEO 阿贝格、美国银行 CEO 莫尼翰和摩根大通 CEO 戴蒙等多位管理者得到过巴菲特的高度肯定。巴菲特表示：“良好的成本控制的是银行成功的一个关键因素。我们过去的经验表明，成本费用高的公司，它的经营者往往能找到增加开销的新借口，而成本费用低的公司，它的经营者通常能找到为公司减少支出的办法，即使公司的成本早已远低于同行的竞争对手。”伊利诺伊国民银行、美国银行和摩根大通等多位管理者也在遵循着这个经营理念，努力降低成本费用。

巴菲特曾在致股东的信中表示自己对用便宜的价格买下经营不善的银行一点兴趣都没有。相反地，他希望能够以合理的价格买进一些经营良好的银行。而其投资的银行，例如伊利诺伊国民银行、富国银行、美国银行与摩根大通等均为不同时期位居行业领先地位的商业银行。

2) 估值低时买入，危机往往带来低估值买入优质银行股的机会。如 1990 年美国房地产泡沫破灭，银行股鲜有人问津之时，巴菲特以很低的估值重仓买入富国银行；08 年金融危机中投资高盛；2011 年投资美国银行。巴菲特于房地产泡沫危机中抄底富国银行、次贷危机中投资高盛和美国银行，均与当时市场中因恐慌而大量抛售的投资者相反。而这几笔投资，都为伯克希尔带来了高额的回报。此外，巴菲特也经常通过成为大股东后，对银行经营施加影响来改善经营，加快释放内在价值。

3) 长期持有，挣 ROE 的钱，做时间的朋友。复盘巴菲特投资富国银行 30 年，实现投资回报 28.9 倍，主要是挣 ROE 的钱，1990 年末富国银行估值 0.99 倍 PB，2019 年末富国银行 1.33 倍 PB，估值变动对投资收益的贡献很小。因而，稳定的较高的 ROE 对长周期投资很关键。

4) 不局限于普通股投资，关注其他投资工具。在银行股投资中，巴菲特经常采用高股息优先股+权证之形式，优先股解决安全边际问题，权证解决投资收益空间问题。如 2011 年对美国银行的投资就是 50 亿美元 6%股息的优先股，附带以一定价格认购 50 亿美元普通股的权证，正是权证让巴菲特大挣一笔。

6. 投资建议：银行股估值处于历史低位，经济反弹催化估值修复

1990 年，美国正处房地产泡沫破裂期，银行股一片萧条，投资者纷纷抛弃银行股，巴菲特趁市场惊恐时，以 5 倍不到的市盈率买入了富国银行约 10%的股份，并获得了可观的投资回报。

银行业与实体经济息息相关，A 股上市银行 ROE 较高，长期投资优质银行股有望获得好于社会平均的回报率。

当前，A 股银行（中信）指数仅 0.71 倍 PB (lf)，为历史最低。随着经济刺激政策落地发挥效果，预计社融增速明显上行，下半年经济或明显反弹。市场对银行股的悲观预期有望发生逆转，支撑银行股估值上行。超预期的一季报及 4 月金融数据亦是催化剂。

长期投资主要挣的是 ROE 的钱，因而稳定的较高的 ROE 较为关键。市场会喜欢有零售银行或综合金融长逻辑的银行股，因为这些标的未来 ROE 能够保持稳定甚至可能上升，因而市场往往给予一定的溢价。有些个股 ROE 虽然较高，但资产质量不佳，市场担忧其未来 ROE 下降，所以会给一定的折价。经营良好是 ROE 的保证，所以市场偏爱优质银行股。

个股方面，我们主推一线龙头-招行、平安及常熟，以及二线龙头-光大、兴业、张家港行，关注江苏、北京等。

表 4：A 股上市银行主要指标情况

	19 年加权平均 ROE	19 年 ROA	20Q1 不良贷款率	19 年末关注贷款率	19 年末逾期率
贵阳银行	17.41%	1.13%	1.62%	2.76%	4.42%
宁波银行	17.10%	1.13%	0.78%	0.74%	0.86%
招商银行	16.84%	1.32%	1.11%	1.17%	1.41%
成都银行	16.63%	1.06%	1.43%	0.92%	1.64%
南京银行	16.53%	0.97%	0.89%	1.21%	1.28%
长沙银行	15.61%	0.93%	1.24%	3.44%	1.53%
兴业银行	14.02%	0.96%	1.52%	1.78%	1.86%
建设银行	13.18%	1.11%	1.42%	2.93%	1.15%
邮储银行	13.10%	0.62%	0.86%	0.66%	1.03%
工商银行	13.05%	1.08%	1.43%	2.71%	1.60%

上海银行	12.94%	0.95%	1.18%	1.88%	1.65%
浙商银行	12.92%	0.76%	1.42%	2.33%	2.05%
渝农商行	12.82%	1.01%	1.27%	2.32%	1.16%
江苏银行	12.65%	0.75%	1.38%	1.94%	1.49%
农业银行	12.43%	0.90%	1.40%	2.24%	1.37%
民生银行	12.40%	0.87%	1.55%	2.96%	2.02%
青农商行	12.38%	0.90%	1.43%	6.03%	3.03%
浦发银行	12.29%	0.90%	1.99%	2.53%	2.21%
杭州银行	12.15%	0.68%	1.29%	0.94%	1.27%
西安银行	11.94%	1.03%	1.17%	2.41%	1.52%
光大银行	11.77%	0.82%	1.55%	2.21%	2.27%
常熟银行	11.52%	1.08%	0.98%	1.55%	1.25%
中国银行	11.45%	0.92%	1.39%	2.22%	1.25%
北京银行	11.45%	0.81%	1.47%	1.25%	1.85%
平安银行	11.30%	0.77%	1.65%	2.01%	2.24%
无锡银行	11.22%	0.79%	1.11%	0.37%	0.92%
交通银行	11.20%	0.80%	1.59%	2.16%	1.71%
中信银行	11.07%	0.76%	1.80%	2.22%	2.60%
紫金银行	10.80%	0.72%	1.68%	1.75%	1.57%
华夏银行	10.61%	0.78%	1.82%	3.56%	2.20%
苏州银行	9.85%	0.80%	1.48%	2.53%	1.66%
郑州银行	9.30%	0.70%	2.35%	2.08%	3.65%
张家港行	9.22%	0.79%	1.36%	2.57%	2.47%
江阴银行	9.10%	0.84%	1.83%	2.23%	1.36%
苏农银行	8.44%	0.75%	1.29%	4.16%	1.12%
青岛银行	8.27%	0.68%	1.65%	3.49%	1.44%

资料来源：WIND，天风证券研究所

7. 风险提示

疫情之下，全球经济严重衰退，资产质量明显恶化；息差收窄等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com