

【V+专栏】第四篇：资本支出对现金流的拉动-巴菲特和石油公司

付鹏的财经世界 原创 03-31 16:16 投诉

周期股的投资变成“自由现金奶牛”模式

在上篇的日记中我宏观层面角度聊过了逆全球化下的周期性减弱的问题，本质上也是从一个小的周期跨入到了更大的周期；

【推荐阅读】逆全球化下的周期性减弱-又或更大周期的拐点？

今天的日记我进一步延伸一下，从巴菲特不断买入持有西方石油、埃克森美孚开始聊起，最终这两篇日记放在一起看，或许能够对大家有所启发；



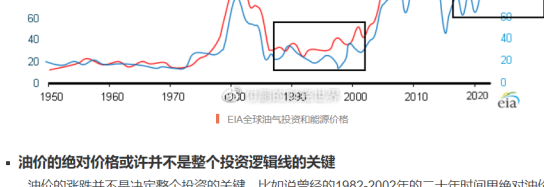
自由现金流才是巴菲特整个投资逻辑的核心

巴菲特的投资理念中，很强调企业需要具有充沛的自由现金流，这样企业就可以把获得的利润重新投资赚取更多的利润，这也和巴菲特的一贯的投资逻辑一脉相承，伯克希尔哈撒韦也非常愿意投资这些源源不断产生自由现金流的公司，因为伯克希尔哈撒韦可以把从这些企业获得的自由现金流，巴菲特用这些资金再重新投入到其他企业再赚取利润，这类公司在某个程度上就是伯克希尔公司的取款机，为巴菲特源源不断地输送资金；

资源类上游企业如何提供源源不断的自由现金流？类似西方石油公司这种公司在当前的背景下，全球资本开支被抑制，行业利润形成大部分时间的高度确定性，正向反馈循环开启-控制资本支出就可以“一石二鸟”既可以强化反馈利润，又可以提供了充沛的现金流量，增加了自由现金流规模，在不影响公司持续发展的前提下可供分配给股东持有者巨大的现金为其进行再投资而服务；

资源类上游企业包括矿山以及能源行业从2015年以后就都基本处于这个阶段：**减少资本支出、努力减债、约束供给弹性、稳定利润确定性、回购或分红派息回馈股东，投资者的持股比会越来越**高，而这些都是巴菲特非常喜欢的投资标的物需要具备的特征；

简单说当资源类上游自主的实行“供给侧”改革的时候，自由现金流的积累就不在对资本支出有更多的依赖了，此时现金奶牛开始出现；

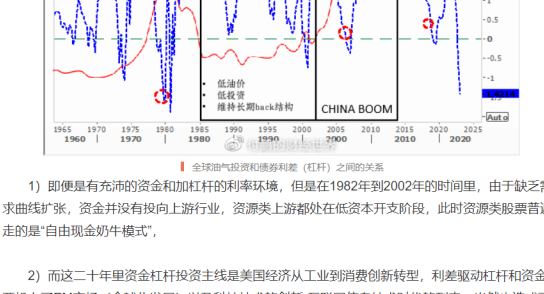


油价的绝对价格或许并不是整个投资逻辑线的关键

油价的涨跌并不是决定整个投资的关键，比如说曾经的1982-2002年的二十年时间里绝对油价保持在20-40USD/桶的水平，但是油气的开采投资在经历了保罗沃尔克大通胀年代后就保持低迷，这一阶段中的能源股却表现异常亮眼，造就了辉煌的二十年“自由现金流”时代；

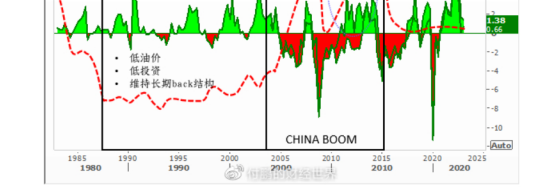
稳定的油价（长期back结构）+资本支出不在扩张-曾经1982-2002年的“自由现金流”时代

1982年保罗沃尔克解决通胀之后，我们开始进入到债券收益率曲线基本长期处于Contango状态的杠杆四十年，长短债券利差即使在短时间内倒挂也会因央行的利率政策托底经济（需求侧）而重新钝化，这种模式非常有利于投资，也形成了两大轮投资周期：



1) 即便是有充沛的资金和加杠杆的利率环境，但是在1982年到2002年的时间里，由于缺乏需求曲线扩张，资金并没有投向上游行业，资源类上游都处在低资本开支阶段，此时资源类股票普遍走的是“自由现金奶牛模式”，

2) 而这二十年里资金杠杆投资主线是美国经济从工业到消费创新型，利差驱动杠杆和资金主要投向了EM市场（全球化发展）以及科技技术的创新-互联网信息技术时代的到来，当然也造成了互联网.com泡沫的破裂；



1982-2002长达二十年的“自由现金奶牛”时代

第一，这一阶段油价并不高（20-40USD）比起价格而言更加的稳定，由于缺少供应弹性，其核心表现就是商品的远期价格曲线会一直保持着back的结构（近高远低）有利于多头移仓，不利于空头（典型的供给缺乏弹性的表现），



埃克森美孚和BP的全球油气投资：核心数据是资本支出对现金流的拉动

第二，这长达二十年的时间里，埃克森美孚，BP等公司的资本支出对现金流的拉动大幅度下降，削减资本支出，随着时间的推移（产出稳定）生产现金流，由于资本支出削减，其本身自由现金流就大幅度增加；

第二，这一阶段中埃克森美孚，BP股价是妥妥的大牛市，对于能源股而言，真正的核心是自由现金流，这也是能否成为“现金奶牛”的关键！

2002年中国加入WTO之后，海外开始周期股的资本支出周期，需求曲线扩展下带动投资增加带动产出增加，市场也扭转了长期back的结构，转为了contango为主的预期，这种情况下虽然商品价格上涨，但同时需求曲线驱动下投资和资本支出的扩大打破了原本的现金奶牛的模式，其实这对于上游公司来说并不是好事情，这种赚100块还要再继续投资80块进去否则市场地位怕会被替代的转变就是投资者类不喜欢的，现金奶牛优势荡然无存，而所有的上游公司为了保住自己是活到最后的那个，不得不都得跟随加大资本支出，整个上游成为了鸡肋；

这种模式直到2014年被打破了，或者说终结了；

在2014年之后，大周期要素开始逐步的浮现出来：

- 1，全球以中国为主导的需求曲线结束了高增长年代；
- 2，全球油气投资停滞（事实上在2008年后就已经停滞，只是美国页岩油革命助推了一把投资，随着2014年美国页岩油管道打通后油价暴跌冲击后，页岩油为主的资本开支也就停滞）；
- 3，2020年的切萨皮克破产成为近年来寻求破产保护的美国最大油气生产商：降低债务和回馈股东，同时也开始减少大型资本支出；
- 4，反馈加剧-资本支出-通胀-利率-利差-限制投资；

这使得上游资源类企业重回累积自由现金流时代！



埃克森美孚自由现金流



西方石油自由现金流



必和必拓自由现金流模式

唯一的尾部风险只有一个：大衰退的暴跌-对冲掉尾部风险就好

中国经济的高增长时代的结束以及逆全球化的周期，都使得需求曲线高增长预期结束，并基于此持续的资本支出减少会压缩供给曲线弹性，这是个高盈亏的投资，油价不涨（没需求，但也同时没投资）累积的现金流增厚（如果不重大收购并购的话，基本就是拿来分红派息或者不停的回购股票）；

只要原油价格在35以上 Exxon Mobile, OXY依然可以获利，唯一的尾部风险就是全球经济衰退油价暴跌到35以下；



自由现金奶牛模式唯一尾部风险：油价的暴跌（大衰退）

尾部风险需要对冲即可

如果遭遇类似俄乌危机这种对潜在供应造成短缺冲击的，反而是会让整个循环进一步增强；

如果不发生意外，那就温和的供需关系，需求没那么强，供给也不扩，用时间去换取现金流的增厚；

自由现金奶牛模式唯一的尾部风险就是需求曲线的严重坍塌，投资机构已经通过购入极端尾部风险的对冲工具来进行组合，商品大周期上波动率会急速的下降，这提供了很好的远期对冲尾部风险的工具的成本；

发布于 浙江