

伯克希尔的表现与标准普尔500指数的比较

年度百分比变化

| 年 | 以伯克希尔 的每股账面 价值计算 | 以伯克希尔的 每股市值计算 | 标准普尔500 指数中包括股 息 |
|------------------------|------------------------|------------------|------------------------|
| 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 |
| 复合年增益 - 1965- 2017. | 19.1% | 20.9% | 9.9% |
| 整体收益 - 1964- 2017. | 1,088,029% | 2,404,748% | 15,508% |

注：数据为日历年，但有以下例外情况：1965年和1966年，9月30日结束；1967年12月31日结束的15个月。从1979年开始，会计准则要求保险公司对他们在市场上持有的股票证券进行估价，而不是以前的成本或市场价格较低的价格。在这张表格中，伯克希尔1978年的结果已经重中，以符合变化的规则。在所有其他方面，结果均使用最初报告的数字计算。标准普尔500指数是税前数字，而伯克希尔数字是税后

数字。如果像伯克希尔这样的公司只是拥有标准普尔500指数并计算出适当的税率，那么当该指数表现出正回报时，其结果可能落后于标准普尔500指数，但在该指数年份超过标准普尔500指数表现出负面回报。多年来，税收成本会导致总体滞后很大。

BERKSHIRE HATHAWAY INC.

致伯克希尔哈撒韦公司股东：

伯克希尔在2017年的净资产收益为653亿美元，这使得A类和B类股票的每股账面价值增加了23%。在过去的53年里（也就是从现在的管理层接手以来），出让书的价值从19美元增长到211,750美元，每年复合增长率为19.1%。*

该段的格式已经标准化了30年。但是2017年还远没有达到标准：我们大部分收益并不来自我们在伯克希尔完成的任何事情。

650亿美元的收益仍然是真实的 - 放心。但是伯克希尔的业务只有360亿美元。其余的290亿美元是在12月份国会重写美国税法时交付给我们的。（有关伯克希尔税收的详细信息见第K-32页和第K-89- K-90页。）

在说明这些财政事实后，我宁愿立即转向讨论伯克希尔的业务。但是，在又一次中断中，我必须先告诉你一个新的会计准则 - 一种普遍接受的会计准则（GAAP） - 未来的季度和年度报告将严重扭曲伯克希尔的净收入数据，并且经常会误导评论员和投资者。

新规则指出，我们持有的未实现投资收益和亏损净变化必须包括在我们向您报告的所有净收入数据中。这一要求将在我们的GAAP底线中产生一些真正狂热和反复无常的波动。伯克希尔拥有1,700亿美元的可销售股票（不包括我们的卡夫亨氏股票），而且在季度报告期内，这些持股的价值可能轻易摆动100亿美元或更多。在报告的净收入中包括如此大小的回转将会淹没描述我们经营业绩的真正重要的数字。出于分析目的，伯克希尔的“底线”将毫无用处。

新规则加强了我们长期处理会计规则迫使我们将其纳入我们的净收入中的已实现收益（或损失）的沟通问题。在过去的季度和年度新闻稿中，我们经常警告您不要注意这些已实现的收益，因为它们 - 就像我们未实现的收益 - 随机波动。

这主要是因为我们出售证券似乎是聪明的事情，而不是因为我们试图以任何方式影响收益。因此，我们有时在我们的投资组合总体表现不佳（或相反）的时期报告了实质性收益。

*本报告中使用的每股数据适用于伯克希尔的A股。 B股数字为A股所示数字的1/1500^B。

随着关于未实现收益的新规则进一步加剧了现有规则对实现收益所造成的扭曲，我们将每个季度都努力解释为了理解我们的数字而需要进行的调整。但电视收入发布的评论往往是收到他们的即时消息，报纸头条几乎总是关注GAAP净收入同比变化。因此，媒体报道有时会突出显示不必要地吓倒或鼓励许多读者或观众的数字。

我们将试图通过继续我们周五晚上公布财务报告的做法来减轻这个问题，在股市收盘后或周六早上早些时候。这将为您提供最大限度的分析时间，并为投资专业人士提供在周一开放市场之前提供知情评论的机会。尽管如此，我认为会计是一门外语的股东之间相当混乱。

在伯克希尔，最重要的是我们规范的每股收益能力的增加。这个指标是我的长期合作伙伴Charlie Munger所关注的 - 而且我们也希望你这样做。我们2017年的记分卡如下。

收购

有四个基石为伯克希尔增值：（1）可观的独立收购；（2）符合我们已经拥有的企业的螺栓式收购；（3）我们众多业务的内部销售增长和利润率改善；（4）我们庞大的股票和债券组合的投资收益。在本节中，我们将回顾2017年收购活动。

在寻求新的独立业务时，我们寻求的关键品质是持久的竞争优势；能干高档管理；经营业务所需净有形资产收益良好；有吸引力的回报带来内部增长机会；最后是明智的购买价格。

最后的要求证明了我们在2017年审查的几乎所有交易的障碍，因为体面的价格，但远非惊人的企业创下历史新高。事实上，价格似乎几乎与一群乐观的购买者无关。

为什么购买狂潮？部分原因是，CEO职位自行选择“可以做”类型。如果华尔街分析师或董事会成员敦促该品牌CEO考虑可能的收购，这有点像告诉成熟的青少年确保性生活正常。

一旦首席执行官渴望达成交易，他或她绝对不会缺乏合理的购买预测。下属将欢呼，展望扩大的领域和通常随着企业规模而增加的薪酬水平。投资银行家，嗅到巨额费用，也将鼓掌。（不要问理发师是否需要理发。）如果目标的历史表现未能证实其收购，将会预测到很大的“协同效应”。电子表格从不让人失望。

2017年充足的廉价债务的可用性进一步推动了购买活动。毕竟，如果是债务融资，即使是高价交易通常也会提高每股收益。相比之下，在伯克希尔，我们以全权证券为基础评估收购，因为我们知道我们对整体债务的嗜好非常低，将大部分债务分配给任何单个企业通常都是错误的（抛开一些例外情况，例如致力于克莱顿贷款组合的债务或我们受监管公用事业部门的固定资产承诺）。我们也从不考虑因素，也不经常发现协同效应。

我们对杠杆的厌恶削弱了我们多年来的回报。但查理和我睡得很好。我们两个人都认为，为了获得你不需要的东西，冒着你所拥有和需要的风险是疯狂的。50年前，当我们各自经营一家投资合伙企业时，我们持有这种观点，由几位信任我们的亲友提供资金。我们也在今天举行了一百万左右的“合作伙伴”加入了我们伯克希尔。

尽管我们最近遭受了收购干扰，但查理和我相信，伯克希尔有时会有机会进行大规模采购。与此同时，我们将坚持我们简单的指导原则：其他人处理事务的谨慎程度越低，我们就必须谨慎行事。

去年，我们能够做出明智的独立采购，这是Pilot Flying J（“PFJ”）38.6%的合伙权益。年销售额约为200亿美元，该公司已成为全国领先的旅行中心运营商。

PFJ已经从杰出的Haslam家族开始运行。“大吉姆”哈斯拉姆在60年前开始了梦想和加油站。现在他的儿子吉米在整个北美的750个地点管理着27,000名员工。伯克希尔公司有一份合同协议，在2023年将PFJ的合伙权益增加到80%；哈桑姆家族成员将拥有剩下的20%。伯克希尔很高兴成为他们的合作伙伴。

在州际公路上行驶时，请降低PJJ销售汽油和柴油，食物也很好。如果是漫长的一天，请记住，我们的房产有5,200个淋浴间。

现在让我们来看看螺栓式收购。其中一些是我不会详细说明的小型交易。然而，这是一个帐户，但是，一些较大的采购在2016年末至2018年初之间关闭。

- 克莱顿之家在2017年收购了两家常规住宅建筑商，这一举措比我们三年前进入的一个领域的存在翻了一番还多。有了这些补充 - 科罗拉多州的奥克伍德院和伯明翰的哈里斯多伊尔 - 我预计我们的2018年网站建设量将超过10亿美元。

克莱顿的重点仍然是制造房屋，无论是建筑还是融资。2017年，克莱顿通过自己的零售业务销售19,168个单位，并向独立零售商批发另外26,706个单位。总而言之，克莱顿去年占制造房市场的49%。这是业界领先的份额

- 大约是我们最接近的竞争对手的三倍 - 与Clayton在2003年加入伯克希尔的13年所取得的成绩相去甚远。

Clayton Homes和PFJ都位于诺克斯维尔，克莱顿和哈斯拉姆家族一直是朋友。凯文克莱顿对哈斯拉姆关于伯克希尔从属关系的优势以及他对哈斯拉姆家族的赞赏评论帮助巩固了PFJ交易。

- 在2016年年底前后，Shaw Industries（我们的地板覆盖物业务）收购了美国地板公司（“USF”），这是一家快速增长的豪华乙烯基砖分销商。USF的经理Piet Dossche和Philippe Erramuzpe迅速走出了门户，2017年的销售额增长了40%，在此期间，他们的业务与Shaw's整合在一起。很显然，我们在购买USF时获得了巨大的人力资产和商业资产。

肖的首席执行官万斯贝尔创始，谈判并完成了此次收购，该收购将Shaw的销售额在2017年增加至57亿美元，其就业人数增至22,000人。收购USF后，Shaw大大加强了其作为伯克希尔重要和持久收入来源的地位。

- 我已经多次向您介绍了HomeServices，我们不断增长的房地产经纪业务。2000年，当我们获得MidAmerican Energy（现称为伯克希尔哈撒韦能源公司）的多数股权时，伯克希尔公司在2000年支持了这项业务。MidAmerican的活动主要在电力公用事业领域，而我最初很少关注HomeServices。

但是，年复一年，该公司增加了经纪商，到2016年底，HomeServices是该国第二大经纪业务 - 尽管如此，它的排名还远远落后于领先者Realty。然而，2017年，HomeServices的增长出现爆炸式增长。我们收购了业内第三大运营商Long和Foster；12号侯利汉劳伦斯；和格洛丽亚尼尔森。

通过这些采购，我们增加了12,300名代理商，将总数提高到40,950。HomeServices现在接近领导该国的房屋销售，在2017年期间参与了（包括我们的三次收购备考）1270亿美元的“双方”。为了解释这个术语，每笔交易都有两个“方面”；如果我们代表买方和卖方，交易的美元价值将被计算两次。

尽管最近收购了，但HomeServices有望在2018年仅完成该国家经纪业务的约3%，而剩下97%。给定明智的价格，我们将继续增加经纪人在这个最基本的企业。

最后，通过收购建立的公司Precision Castparts收购了德国的耐腐蚀配件，管道系统和部件制造商Wilhelm Schulz GmbH。请允许我跳过进一步的解释。我不了解制造业务，也不了解房地产经纪，房屋建筑商或卡车站的活动。

幸运的是，在这种情况下，我不需要将知识带到桌面：Precision的首席执行官Mark Donegan是一位卓越的制造业高管，他所在领域的任何业务都将取得良好成绩。投注人有时可以比投注有形资产更确定。

现在让我们开始行动，首先是财产 - 伤亡（“p / c”）保险，我做的一件事理解和51年来推动伯克希尔发展的引擎。

保险

在我讨论我们的2017年保险业绩之前，让我提醒您我们如何以及为什么进入该领域。我们在1967年初以860万美元的价格购买了National Indemnity和一家小型姊妹公司，在收购之后，我们收到了670万美元的有形资产净值，根据保险业务的性质，我们能够部署有价证券。将投资组合重新整理成我们原本在伯克希尔拥有的证券很容易。实际上，我们对于成本的净值部分是“交易美元”。

Berkshire支付的价值190万美元的净资产溢价为我们带来了一个通常带来承保利润的保险业务。更重要的是，保险业务带来了1940万美元的“浮动” - 这些钱属于他人，但是由我们的两家保险公司持有。

从那以后，浮动对伯克希尔来说非常重要。当我们投资这些基金时，部署的所有股息，利息和收益都属于伯克希尔。（如果我们遇到投资损失，这些当然也在我们的标签上。）

（1）保费一般是先付给公司的，而损失发生在保单的整个生命周期中，通常是六个月或一年的时间；（2）虽然汽车修理等一些损失很快就能得到支付，但其他一些损失（如石棉暴露所造成的损害）可能需要很多年的时间，甚至更长的时间才能评估和解决；（3）例如，受雇于我们的一位工人赔偿保单持有人的人受到永久性伤害，此后需要昂贵的终生服务，损失赔偿金有时会分散数十年。

随着保费量的增加，浮动通常会增长。此外，某些专业保险公司专门从事诸如医疗事故或产品责任等业务 - 业务标记为行业术语中的“长尾” - 产生的远大于汽车碰撞和房主政策的浮动，这要求保险公司几乎立即向索赔人支付所需维修费用。

伯克希尔多年来一直是长尾业务的领导者。尤其是，我们专门制定了巨额再保险政策，使我们承担了其他专业保险公司已经发生的长尾损失。由于我们强调这种业务，伯克希尔公司的流动性增长是非同寻常的。目前，我们是该国第二大的市盈率公司，其股价以及其领先者迄今为止处于浮动状态。

这是记录：

(百万美元)

| 年 | 保费量 | 浮动 |
|------|--------|---------|
| 1970 | \$ 39 | \$ 39 |
| 1980 | 185 | 237 |
| 1990 | 582 | 1,632 |
| 2000 | 19,343 | 27,871 |
| 2010 | 30,749 | 65,832 |
| 2017 | 60,597 | 114,500 |

我们2017年的交易量受到了巨额交易的推动，我们再次承保了AIG发生的长达200亿美元的长尾损失。我们对这项政策的保费为102亿美元，创世界纪录，我们不会重复。因此，2018年保费收入将有所下降。

至少在几年内，浮球可能会缓慢增长。当我们最终经历衰退时，它将是适度的 - 在任何一年最多3%左右。与包含退保选择的银行存款或人寿保险保单不同，无法撤销账户浮动。这意味着，在广泛的金融压力时期，P / C公司不会经历大规模的“运行”，这是我们将投资决策纳入考虑的伯克希尔主要特征。

查理和我从来不会以一种依赖陌生人善意的方式来经营伯克希尔 - 甚至是那些可能面临自身流动性问题的朋友。在2008 - 2009年危机期间，我们喜欢拥有国库券 - 大量财政票据 - 保护我们免于依赖银行账户或商业票据等资金来源。我们故意修建伯克希尔的方式可以让它很好地抵御经济不连续性，包括扩大市场关闭等极端事件。

浮动的缺点在于它带有风险，有时还有风险。看起来可以预见的保险可以是什么，但是。以著名的劳埃德保险市场为例，这个市场在三个世纪内取得了不错的成绩。然而，在20世纪80年代，劳埃德公司出现了几条长尾保险的巨大潜在问题，并一度威胁要摧毁其传说中的经营。（我应该补充说，它已经完全恢复。）

伯克希尔的保险经理人是保守派和谨慎的保险人，他们在长期优先考虑这些品质的文化中经营。这种有纪律的行为在大多数年份都产生了承保利润，在这种情况下，我们的浮动成本小于零。实际上，我们因为拿着前面表中列出的巨额资金而获得了报酬。

不过，我已经警告过你们，近年来我们一直很幸运，而且这个行业正在经历的灾难时期并不是一个新的规范。去年9月开车回家的那一点，三个重大飓风袭击了德克萨斯州，佛罗里达州和波多黎各。

我当时的猜测是，飓风造成的保险损失为1000亿美元左右。然而，这个数字可能远远不够。最具巨大灾难的模式是最初的损失估计数字很低。正如众所周知的分析师VJ Dowling所指出的，保险公司的损失储备与自评分类似。无知，一厢情愿的想法或偶尔的彻头彻尾的欺诈可能会在很长一段时间内提供关于保险公司财务状况的不准确数字。

我们目前估计伯克希尔三次飓风造成的损失为30亿美元（或税后约20亿美元）。如果这个估计和我的行业估计的1000亿美元接近准确，那么我们在行业损失中所占的份额约为3%。我相信这个比例也是我们可以合理预期的，是我们在未来美国大型猫类中损失的份额。

值得注意的是，三次飓风造成的20亿美元的净成本降低了伯克希尔公认会计准则净值不到1%。在再保险行业的其他地方，许多公司的净资产损失率从7%到15%以上不等。对他们造成的伤害本来可能会更糟：如果飓风伊尔马沿着佛罗里达的一条小路向东行进一点，那么投保的损失很可能会额外增加1000亿美元。

我们认为，每年引发4000亿美元或更多的保险损失的美国特大灾难的概率约为2%。当然，没有人知道正确的概率。但是，我们知道，随着时间的推移，风险会随着灾难脆弱地区的结构数量 and 价值的增长而增加。

没有哪家公司接近伯克希尔公司为4000亿美元的超级猫做财务准备。我们在这种损失中的份额可能达到120亿美元左右，远远低于我们对非保险业务所期望的年收入。同时，很多 - 实际上也许是大多数 - 的P / C世界将失去业务。我们无与伦比的财务实力解释了为什么其他的保险公司来到伯克希尔 - 而且只有伯克希尔 - 他们本身需要购买大额再保险保费，以支付他们在未来可能需要支付的大笔费用。

在2017年之前，伯克希尔连续录得14年的承保利润，总计达283亿美元的税前。我经常告诉你，我希望伯克希尔能够在多数年内获得承保利润，但也会不时遭受损失。我们的警告在2017年成为事实，因为我们从承销中损失了32亿美元的税前税。

本报告后面的10-K中包含了大量有关我们各种保险业务的额外信息。我将在这里补充的唯一一点是，您在我们的各种p / c操作中有一些非凡的经理为您服务。这是一个没有商业秘密，专利或位置优势的企业。重要的是大脑和资本。我们各种保险公司的经理们提供了大脑，伯克希尔也提供了资金。

多年来，这封信描述了伯克希尔许多其他企业的活动。这个讨论已经成为了信函之后10-K中经常包含的信息的重复和部分重复。因此，今年我会给你简单介绍一下我们的几十家非保险公司。更多详细信息请参见K-5 - K-22页和K-40 - K-50页。

作为一个集团（不包括投资收入），除2017年保险业务以外，我们的运营交付税前收入为200亿美元，比2016年增加9.5亿美元。2017年约44%的利润来自两家子公司。BNSF，我们的铁路和伯克希尔哈撒韦能源公司（我们拥有90.2%的股份）。您可以在K-5 - K-10页和K-40 - K-44页上阅读有关这些业务的更多信息。

继伯克希尔的多家子公司之后，按照收入排名（按字母顺序排列），我们的下五家非保险企业Clayton Homes，国际金属加工公司，路博润，Marmon和Precision Castparts在2017年的税前总收入为55亿美元，与这些公司在2016年获得的54亿美元相比几乎没有变化。

未来五年，同样排名和上市的公司（森林河，约翰曼维尔，MiTek，Shaw和TTI）去年的收入为21亿美元，高于2016年的17亿美元。

伯克希尔拥有的剩余业务 - 还有很多 - 在税前收入方面变化不大，2017年为37亿美元，2016年为35亿美元。

所有这些非保险业务的折旧费总计为76亿美元；资本支出是115亿美元。伯克希尔一直在寻找扩大业务的方法，并定期招致远超其折旧费用的资本支出。我们接近90%的投资都是在美国制造的。美国的经济基础仍然肥沃。

摊销费用额外为13亿美元。我相信这个项目在很大程度上不是真正的经济成本。部分抵消了这一好消息的是，BNSF（像所有其他铁路一样）记录的折旧费用远低于保持铁路一流形态所需的经常性费用。

伯克希尔的目标是大幅提高非保险集团的收益。为了实现这一点，我们需要进行一次或多次大规模收购。我们当然有资源这样做。在年底Berkshire举行1160亿美元的现金和美国国库券（其平均到期日为88天），高于2016年年底的864亿美元。这种非同寻常的流动性只能带来微薄的利润，远远超出查理和我希望伯克希尔的水平。当我们将伯克希尔的超额资金重新部署到更多生产性资产时，我们的笑容将会扩大。

投资

下面我们列出我们在今年年初拥有最大市值的15种普通股投资。我们不包括我们的卡夫亨氏持有 - 325,442,152股 - 因为伯克希尔是对照组的一部分，因此必须在“权益”方法中考虑此投资。在其资产负债表上，伯克希尔公司的卡夫亨氏持有美国通用会计准则（GAAP），价值176亿美元。这些股票的年终市值为253亿美元，成本基础为98亿美元。

| | | 12/31/17 | | | |
|-------------|------------------------------|----------|----------|-----------|--|
| | | 公司的百分比 | | | |
| 分享* | 公司 | 国有 | 成本** | 市场 | |
| (以百万计) | | | | | |
| 151,610,700 | 美国运通公司 | 17.6 | \$ 1,287 | \$ 15,056 | |
| 166,713,209 | 苹果公司 | 3.3 | 20,961 | 28,213 | |
| 700,000,000 | 美国银行公司 | 6.8 | 5,007 | 20,664 | |
| 53,307,534 | 纽约梅隆银行公司 | 5.3 | 2,230 | 2,871 | |
| 225,000,000 | 比亚迪股份有限公司 | 8.2 | 232 | 1,961 | |
| 6,789,054 | Charter Communications, Inc. | 2.8 | 1,210 | 2,281 | |
| 400,000,000 | 可口可乐公司 | 9.4 | 1,299 | 18,352 | |
| 53,110,395 | 达美航空公司 | 7.4 | 2,219 | 2,974 | |
| 44,527,147 | 通用汽车公司 | 3.2 | 1,343 | 1,825 | |
| 11,390,582 | 高盛集团公司 | 3.0 | 654 | 2,902 | |

| | | | | |
|-------------|-------------|------|-----------|------------|
| 24,669,778 | 穆迪公司 | 12.9 | 248 | 3,642 |
| 74,587,892 | 菲利普斯66 | 14.9 | 5,841 | 7,545 |
| 47,659,456 | 西南航空公司 | 8.1 | 1,997 | 3,119 |
| 103,855,045 | 美国 Bancorp. | 6.3 | 3,343 | 5,565 |
| 482,544,468 | 富国银行和公司 | 9.9 | 11,837 | 29,276 |
| | 其他 | | 14,968 | 24,294 |
| | 全部普通股在市场上交易 | | \$ 74,676 | \$ 170,540 |

* 不包括伯克希尔子公司的养老基金持有的股份。

** 这是我们的实际购买价格，也是我们的税收基础；公认会计准则“成本”在少数情况下有所不同，因为公认会计准则规定要求减记。

表中的一些股票是Todd Combs或Ted Weschler的职责，他与我一起管理Berkshire的投资。每个人都独立于我，管理超过120亿美元；我通常通过查看每月投资组合摘要了解他们所做的决定。这两家公司管理的250亿美元中包括某些伯克希尔子公司的养老金信托资产超过80亿美元。如前所述，养老金投资不包括在前面的伯克希尔持股表中。

查理和我认为伯克希尔作为商业利益拥有的适销对路的普通股不是基于其“图表”模式，分析师的“目标”价格或媒体专家的意见而买卖股票的标志。相反，我们只是相信，如果被投资公司的业务成功（我们相信大部分将是），我们的投资也将取得成功。有时候我们的收益会很小；偶尔会收银台响起。有时我会犯很大的错误。总体而言 - 随着时间的推移 - 我们应该得到不错的结果 在美国，股票投资者背负着风。

从我们的股票投资组合中，将我们持有的少数股权称为多元化的公有企业集团 - 伯克希尔公司在2017年获得了37亿美元的股息。这是包含在我们的公认会计准则数据中的数字，以及我们的“营业收入”在我们的季度和年度报告中提及。

然而，这一股息数据远远低于我们持有股票的“真实”收益。几十年来，我们在“所有者相关商业原则”（第19页）的原则6中指出，我们预计我们的被投资人的未分配收益通过其后的资本收益为我们带来至少相等的收益。

我们对资本收益（和亏损）的认识将会非常糟糕，特别是当我们遵守新的GAAP规则时，要求我们不断记录未实现的盈利或亏损。然而，我感到自信，我们投资公司留存的收益将随着时间的推移而变化，并且我们的被投资公司被视为一个集团，将转化为伯克希尔相应的资本收益。

我刚刚描述的建立价值与留存收益的关系在短期内不可能发现。股票飙升并黯然失色，似乎不受任何一年一年的基础价值累积影响。然而，随着时间的推移，本格雷厄姆经常引用的格言证明是正确的：“在短期内，市场是一台投票机；但从长远来看，它变成了一台称重设备。”

伯克希尔本身提供了一些生动的例子，说明短期内价格随机性如何掩盖长期价值增长。在过去的53年里，该公司通过对其收益进行再投资并让复利发挥其魔力而创造了价值。逐年，我们前进。然而伯克希尔股票遭遇四次真正的重大跌幅。这里是血淋淋的细节：

| 期 | 高 | 低 | 百分比下降 |
|-------------------|---------|--------|---------|
| 1973年3月至1975年1月 | 93 | 38 | (59.1%) |
| 10/2/87-10/27/87 | 4,250 | 2,675 | (37.1%) |
| 6/19/98-3/10/2000 | 80,900 | 41,300 | (48.9%) |
| 9/19/08-3/5/09 | 147,000 | 72,400 | (50.7%) |

这张表提供了我可以借用借来的钱来持有股票的最强烈的论据。根本不知道股票在短期内能跌多远。即使你的借款很少，你的仓位也没有立即受到暴跌市场的威胁，你的头脑可能会被可怕的头条和令人窒息的评论吓倒。而一个不稳定的头脑不会做出正确的决定。

在接下来的53年里，我们的股票（和其他人）将经历类似于表格中的下降。没有人可以告诉你什么时候会发生。光线在任何时候都可以从绿色变为红色而不会在黄色处停顿。

然而，如果出现大幅下滑，他们将为那些没有债务负担的人提供非凡的机会。现在是时候听取这些来自吉卜林的If If:

“如果你可以保持头脑，当你失去他们的全部。 . . . 如果你可以等待，而不是等待累了。 . . . 如果你能想到 - 而不是让你的想法成为你的目标。 . . . 如果所有人都怀疑你，你就可以相信自己。 . . . 你的是地球和它的一切。”

“赌注”已经结束，并且已经交付了意外投资课程

去年，以90%的比例，我给了你一个关于我在2007年12月19日做出的十年赌注的详细报告。（从去年的年度报告全文讨论转载于第24-26页）。现在我有最后的结果 - 在几个方面，这是一个令人大开眼界。

我下注的原因有两个：（1）将我的318,250美元的支出用于不成比例的较大数额 - 如果事情结果如我所愿 - 将在2018年初分发给奥马哈女孩公司；（2）宣传我的信念，即我的选择 - 对未经管理的标准普尔500指数基金实际上无成本的投资 - 随着时间的推移，将会取得比大多数投资专业人士所取得的成果更好的结果，然而受到好评并激励那些“帮手”可能是。

解决这个问题是非常重要的。美国投资者每年向顾问支付惊人的款项，往往会产生几层相应的费用。总的来说，这些投资者是否能够获得他们的资金？事实上，总的来说，投资者是否能够获得任何支出？

作为我的投资对手，Protégé Partners选择了五只“基金资金”，预计它将超过标准普尔500指数。这不是一个小样本。这五只基金又拥有超过200个对冲基金的权益。

从本质上讲，熟悉华尔街的咨询公司Protégé选择了5位投资专家，后者又聘请了数百名其他投资专家，每位投资专家管理他或她自己的对冲基金。这个组合是一个精英团队，充满了大脑，肾上腺素和自信。

五个基金基金的管理人员还拥有另一个优势：他们可以 - 也确实 - 在十年内重组他们的对冲基金投资组合，投资新的“明星”，同时退出他们在经理人失去对冲基金触摸。

Protégé方面的每一位演员都获得了高度的激励：他们选择的基金经理和对冲基金经理都表现出很大的收益，即使是那些仅仅因为市场总体向上而获得的收益。（自从我们控制了伯克希尔以来，在43个十年期间的100%中，标准普尔500指数涨幅超过亏损年份的年份。）

应该强调的是，这些业绩激励措施正在结成一个巨大而美味的蛋糕：即使这些基金在这十年中为投资者损失了资金，他们的经理人也可能变得非常富有。这将会发生，因为固定费用平均每年由基金的投资者支付大约2% assets 2%左右的资产，其中一部分费用交给五位基金经理人，基金以及余额转移给基础对冲基金的200多位经理人。

这是最终的投注记分卡：

| 年 | 基金OF- 基金A | 基金OF- 基金B | 基金OF- 基金C | 基金OF- 基金D | 基金OF- 基金E | 标准普尔 指数基金 |
|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 2008 | -16.5% | -22.3% | -21.3% | -29.3% | -30.1% | -37.0% |
| 2009 | 11.3% | 14.5% | 21.4% | 16.5% | 16.8% | 26.6% |
| 2010 | 5.9% | 6.8% | 13.3% | 4.9% | 11.9% | 15.1% |
| 2011 | -6.3% | -1.3% | 5.9% | -6.3% | -2.8% | 2.1% |
| 2012 | 3.4% | 9.6% | 5.7% | 6.2% | 9.1% | 16.0% |
| 2013 | 10.5% | 15.2% | 8.8% | 14.2% | 14.4% | 32.3% |
| 2014 | 4.7% | 4.0% | 18.9% | 0.7% | -2.1% | 13.6% |
| 2015 | 1.6% | 2.5% | 5.4% | 1.4% | -5.0% | 1.4% |
| 2016 | -3.2% | 1.9% | -1.7% | 2.5% | 4.4% | 11.9% |
| 2017 | 12.2% | 10.6% | 15.6% | N/A | 18.0% | 21.8% |
| 最终收益平均 | 21.7% | 42.3% | 87.7% | 2.8% | 27.0% | 125.8% |
| 年度收益 | 2.0% | 3.6% | 6.5% | 0.3% | 2.4% | 8.5% |

脚注：根据我与Protégé Partners的协议，这些资金资金名称从未公开披露过。然而，我收到了Protégé的年度审计报告。基金A、B和C的2016年数字与去年最初报告的数字略有修正。基金D于2017年清算；其平均年收益是按其运营九年计算的。

这五只基金的基金迅速启动，每只在2008年都击败了指数基金。然后，屋顶开始下跌在接下来的九年中的每一年，整个基金的资金都落后于指数基金。

让我强调一下，在十年的时间内，股市行为没有任何不合理之处。如果在2007年末对投资“专家”进行民意调查以预测长期的普通股回报，他们的猜测可能平均接近标准普尔500实际交付的8.5%。在这样的环境中赚钱应该很容易。事实上，华尔街的“帮手”赚得了惊人的数目。然而，尽管这个集团蓬勃发展，但许多投资者都经历了一个失落的十年。

绩效来了，表现如何。费用从不动摇。

这次下注说明了另一个重要的投资课：虽然市场总体上是理性的，但他们偶尔会做疯狂的事情。抓住当时提供的机会并不需要很高的智慧，经济学学位或熟悉华尔街的术语，如alpha和beta。然而，投资者需要的却是既可以无视群体恐惧或热情，又可以专注于一些简单的基本面。在一段持续的时期 - 甚至是看起来愚蠢的 - 看起来缺乏想象力的意愿也是必不可少的。

最初，Protégé和我通过购买价值500,000美元面值的零息美国国债（有时称为“条”），为我们的最终100万美元奖金的一部分提供资金。这些债券花费我们每个人318,250美元 - 略低于美元64美分 - 在十年内支付500,000美元。

顾名思义，我们收购的债券不支付利息，但是（因为购买折扣）如果持有到期，其年回报率为4.56%。Protégé和我原本打算做的不过是计算年度回报，并在2017年末债券到期时向获利慈善机构分发100万美元。

然而，在我们购买之后，债券市场发生了一些非常奇怪的事情。到2012年11月，我们的债券 - 现在大约需要五年时间才能到期 - 它们的面值为95.7%。以这个价格，它们的年度到期收益率不到1%。或者，确切地说，0.88%。

考虑到可怜的回报，与美国股票相比，我们的债券已经变成了一种愚蠢 - 真正愚蠢的投资。随着时间的推移，标准普尔500指数反映了美国企业的巨大横截面，按市场价值进行适当加权，每股收益（净值）的年收益率远远超过10%。

2012年11月，我们正在考虑所有这些，标准普尔500股息的现金回报率为每年2% - 2%，约为美国国债收益率的三倍。这些股息支付几乎肯定会增长。除此之外，由500家公司保留巨额资金。这些企业将利用其留存收益扩大业务范围，并经常回购其股份。随着时间的推移，任何一种方式都会大幅提高每股收益。而且 - 从1776年以来的情况来看 - 不管现在的问题如何，美国经济都会向前发展。

在2012年晚些时候由于债券和股票之间的估值错配而出现，Protégé和我同意出售我们五年前购买的债券，并用所得款项购买11,200份伯克希尔“B”股。结果：奥马哈的女孩公司上个月收到2,222,279美元，而不是它最初希望的100万美元。

值得强调的是，伯克希尔自2012年的替补以来并没有表现出色。但是并不需要光彩：毕竟，伯克希尔的收益只能击败年度0.88%的债券忌惮 - 几乎不是一个巨大的成就。

债券到伯克希尔交易所唯一的风险是2017年年底将与股市异常疲软相吻合。Protégé和我觉得这种可能性（总是存在）非常低。有两个因素决定了这一结论：伯克希尔公司在2012年末的合理价格以及伯克希尔在5年内几乎肯定会发生的大规模资产集结，这些投资将在下注前得到解决。即便如此，为了消除切换慈善机构带来的所有风险，如果在2017年底销售的11,200份伯克希尔股票没有产生至少100万美元的收益，我同意弥补任何不足。

投资是一种今天的消费被放弃的活动，企图在以后进一步消费。“风险”是不可能实现这一目标的。

按照这一标准，据称2012年的“无风险”长期债券是一项远高于普通股的长期投资风险的投资。那时，即使2012年至2017年的年通货膨胀率为1%，也会降低Protégé和我出售的政府债券的购买力。

我想很快承认，在即将到来的一天，一周甚至一年中，股票的风险将高于短期美国债券。然而，随着投资者的投资期延长，假设股票相对于当时的利率以明显的收益倍数购买，多元化的美国股票投资组合的风险比债券风险更小。

对于长期视野的投资者来说，这是一个可怕的错误 - 其中包括养老基金，大学禀赋和储蓄型个人 - 通过投资组合的债券与股票的比率来衡量其投资“风险”。通常，投资组合中的高等级债券会增加风险。

我们赌注的一个最后教训：坚持做出大而“容易”的决定并避开活动。在十年期的赌注中，200多位对冲基金经理几乎肯定做出了数以万计的买卖决定。这些管理者中的大多数无疑认真考虑了他们的决定，他们认为这些决定都是有利的。在投资过程中，他们学习了10-K，采访了管理层，阅读了贸易期刊，并与华尔街分析师进行了交流。

与此同时，Protégé和我既没有倾向于研究，也没有洞察力和才华，在十年内只做出了一项投资决策。我们只是决定以超过100倍的收益（95.7卖出价/.88收益率）的价格出售我们的债券投资，即那些在随后五年内无法增加的“收益”。

为了将我们的资金转移到一个单一的证券——伯克希尔（Berkshire），我们做出了这笔交易，而这个证券又拥有了一个多元化的坚实企业群体。在留存收益的推动下，伯克希尔的价值增长率每年不会低于8%，即使我们要经历如此如此的经济。

在进行类似幼儿园的分析之后，Protégé和我做出了转变并放松了下来，相信随着时间的推移，8%肯定会打败0.88%。很多。

年会

年度会议将于5月5日举行，并将再次由雅虎网络直播，网址为<https://finance.yahoo.com/brklivestream>。网络直播将于中央夏令时间上午8:45上线。雅虎将在会议之前和午休期间采访董事，经理，股东和名人。面试和会议将同时翻译成普通话。

我们与雅虎合作始于2016年，股东们热烈响应。去年，实时观看次数增长72%，达到约310万次，短片回放总计达1710万次。

对于那些亲自参加会议的人来说，CenturyLink的门将于周六上午7点开门，以方便在我们的股东电影之前购物，电影从8:30开始。问答时间从9点15分开始，一直持续到3点半，中午一小时的午餐时间。最后，在3:45我们将开始正式的股东会议，通常会持续15到45分钟。购物将于4:30结束。

5月4日星期五，我们位于CenturyLink的伯克希尔参展商将从中午开放至下午5点。我们在2015年增加了额外的购物时间，严肃的购物者喜欢它。去年我们在星期五开放的五个小时内，大约有12,000人通过了门。

您的购物场所将是毗邻会议的194,300平方英尺的大厅，其中几十个子公司的产品将出售。（你的主席不鼓励免费赠品。）向许多将要担任展品的伯克希尔经理问好。请务必查看向我们所有公司致敬的令人惊叹的BNSF铁路布局。

我们的跑鞋公司布鲁克斯将再次在会议上提供特别的纪念鞋。购买一双后，周日穿上我们的第六届年度“伯克希尔5K”，上午8点从CenturyLink开始比赛。参与者的详细信息将包含在访问者指南中，该指南将随会议凭证一起发送给您。参加比赛的参赛者将与许多伯克希尔的经理，董事和同事一起奔跑。（然而，查理和我会入睡；即使布鲁克斯跑鞋，我们的时代也会令人尴尬。）参与5K的人每年都在增加。帮助我们创下另一个纪录。

购物区内的GEICO展台将由来自全国各地的一些公司顶级顾问配备。在去年的会议上，我们创下了政策性销售记录，比2016年增长了43%。

所以请停下来报价。在大多数情况下，GEICO将能够给你股东折扣（通常为8%）。我们经营的51个司法管辖区中有44个获得此特别优惠。（一个补充点：如果您有资格获得另一个折扣，例如某些团体可以享受的折扣，则折扣不会添加）。带上您现有保险的详细信息并查看我们的价格。我们可以为您节省很多真钱。花费其他伯克希尔产品的储蓄。

一定要去看书虫。这家总部位于奥马哈的零售商将携带40多本图书和DVD，其中包括一些新的图书。伯克希尔的股东是书商梦想：几年前，当查理的穷人书店（是的，我们的查理）首次亮相时，我们在会上售出了3,500册。这本书重4.85磅。做数学运算：我们的股东当天离开了这座建筑，大约花费8吨2吨查理的智慧和。

本报告所附代理资料的附件说明了您如何获得您在入会和其他活动中所需的凭证。请记住，大多数航空公司大幅增加伯克希尔周末的价格。如果你从很远的地方来，比较飞往堪萨斯城和奥马哈的成本。两个城市之间的车程约为2小时，可能堪萨斯城可以为您节省大笔资金。一对夫妇的储蓄可能会达到1000美元或更多。花这笔钱与我们。

内布拉斯加州家具市场位于道奇和太平洋之间72街ND的77英亩土地上，我们将再次获得“伯克希尔周末”折扣价格。要获得NFM的伯克希尔折扣，您必须在5月1日星期二ST和5月7日星期一^日之间进行购买，并且还必须出示您的会议凭证。去年，该店的一周销量惊人的达到了4460万美元。NFM的砖块和砂浆很活泼。

这个时期的特殊定价甚至会适用于几家著名制造商的产品，这些制造商通常有贴切的反锁规则，但本着我们股东周末的精神，它已经为您制定了例外规定。我们感谢他们的合作。在“伯克希尔周末”期间，NFM将于周一至周六上午10点至晚上9点以及周日上午11点至晚上8点开放。星期六下午5点半到8点，NFM将举办一场野餐，你们都被邀请参加。

NFM将再次将股东的折扣优惠延伸到我们的堪萨斯城和达拉斯商店。从5月1日ST到5月7日^日，向这些NFM商店出示会议证书或其他伯克希尔所有权证明（如经纪账单）的股东将获得与参观奥马哈商店的人相同的折扣。

在Borsheims，我们将再次举办两场股东专场活动。第一场将于5月4日星期五下午6点至9点举行鸡尾酒招待会^日。第二个主要盛会将于5月6日星期日^日上午9点至下午4点举行。星期六，我们将继续营业至下午6点。请记住，您购买的越多，节省的越多（或者我的女儿告诉我，当我们访问商店）。

整个周末我们将在博尔斯海姆拥有大量人潮。因此，为了您的方便，股东价格将从4月30日星期一^日到5月12日星期六^日。在此期间，请通过出示您的会议证书或证明您拥有我们股票的经纪证明表明自己是股东。

星期天下午，在Borsheims上面的高层，我们将有两位世界顶级桥牌专家Bob Hamman和Sharon Osberg可以与我们的股东一起玩。如果他们建议对游戏进行投注，请更改主题。阿吉特，查理，比尔盖茨和我也可能会下降。

我的朋友Ariel Hsing周日也将在商场内参加乒乓球挑战赛。九岁时我遇到了艾丽尔，即使如此，我仍然无法对她进行评分。阿里尔代表美国参加2012年奥运会。如果你不介意让自己感到尴尬，那就从下午1点开始测试你的技巧。去年比尔盖茨在阿里尔的表现非常出色，所以他可能会准备再次挑战她。（我的建议：押注Ariel。）我只会参与咨询。

Gorat's将于5月6日星期日^日专门为伯克希尔股东开放，服务时间为中午12点至晚上10点。为预订Gorat's，请于4月2日ND致电402-551-3733（但不会在此之前）。通过订购T-bone和薯饼，显示您是一位精致的晚餐。

我们将会有一位财务记者在会议期间提问和回答问题，向查理和我询问股东通过电子邮件向他们提交的问题。记者和他们的电子邮件地址是：Carol Loomis，她那个时代的杰出商业记者，他可能会通过电子邮件发送到loomisbrk@gmail.com；CNBC的Becky Quick在BerkshireQuestions@cnbc.com；和纽约时报的安德鲁罗斯索尔金（Andrew Ross Sorkin）arsorkin@nytimes.com。

从提交的问题中，每位记者将选择他或她认为对股东最有意义和最重要的六个人。记者告诉我，如果你保持简洁，避免在最后时刻发送它，请将其与伯克希尔相关，并在发送给你的任何电子邮件中包含不超过两个问题，这样你的问题就有被选中的最佳机会。（在你的电子邮件中，如果你的问题被问到，让记者知道你是否希望提及你的名字。）

三位跟随伯克希尔的分析师会问一系列相关问题。今年，保险专家将是Dowling & Partners的Gary Ransom。处理我们非保险业务的问题将来自Ruane, Cunniff & Goldfarb的Jonathan Brandt和晨星的Gregg Warren。由于我们将进行的是股东大会，我们希望分析师和记者能够提出问题，增加我们所有者对其投资的理解和了解。

查理和我都不会为我们提出的问题提供线索。有些会很难，当然，这就是我们喜欢的方式。多部分问题是不允许的；我们希望尽可能多地向我们提问。我们的目标是让您离开会议，了解更多关于伯克希尔的信息，而不是在您来到奥马哈时享受美好时光。

总而言之，我们预计至少有54个问题，这将允许每个分析师和记者有6个，观众18个。在54日之后，所有问题都来自观众。查理和我经常在3点半之前解决超过60。

来自听众的提问者将通过将在年会上8时15分举行的11张图纸进行选择。安装在竞技场和主溢流室中的11个麦克风中的每一个都将主持一张图纸。

当我谈到我们所有者获得知识的主题时，让我提醒你，查理和我相信所有股东应该同时获得伯克希尔发布的新信息，并且如果可能的话，还应该足够的时间来消化和分析任何交易发生之前的信息。这就是为什么我们试图在星期五晚或星期六早些时候发布财务数据的原因，以及为什么我们的年度会议总是在星期六举行（同时也减轻了交通和停车问题）。

我们不遵循与大型机构投资者或分析师一对一谈话的惯例，而是像对待所有其他股东一样对待他们。对于我们来说，没有比那些信任我们大部分储蓄的有限手段的股东更重要的了。当我每天经营公司时 - 在我写这封信的时候 - 这就是我心目中形象的股东。

出于好的理由，我经常赞扬我们的运营经理的成就。他们是真正的全明星，他们经营的业务就好像他们是家庭拥有的唯一资产。我也相信我们的管理者的心态是以股东为导向，可以在大型上市公司中找到。我们大多数经理没有财务需要工作。打击商业“本垒打”的喜悦与他们的薪水同等重要。

如果经理人（或董事）拥有伯克希尔股票 - 而且很多人会这样做 - 这是他们所做的公开市场交易，或者是因为他们在将业务出售给我们时收到了股份。然而，没有所有权的好处而没有冒险的风险。我们的董事和经理站在你的脚下。

我们在总部仍然有一个很棒的团队。该团队高效地处理美国证券交易委员会和其他监管要求，提供32,700页的联邦所得税申报表，监督提交3,935份州税申报表，回应无数股东和媒体调查，获取年度报告，准备国家最大的年度会议，协调理事会活动，对这封信进行事实核查 - 并且名单也在不断地发展。

他们高兴地以令人难以置信的效率处理所有这些商务任务，让我的生活变得轻松愉快。他们的努力超越了与伯克希尔严格相关的活动：例如，去年，他们处理了40所大学（从200名申请者中选出），他们与我一起向奥马哈送去了问答日。他们还会处理我收到的各种要求，安排我的旅行，甚至让我吃汉堡包和炸薯条（当然，在亨氏番茄酱里sm for）吃午饭。此外，他们高兴地参与年度会议，以他们所需的任何方式提供帮助。他们为伯克希尔工作感到自豪，我为他们感到自豪。

我为最后保存了最好的。2018年初，伯克希尔董事会选举Ajit Jain和Greg Abel为伯克希尔董事，并指定为副主席。Ajit现在负责保险业务，Greg负责其他业务。查理和我将关注投资和资本分配。

你和我很幸运有Ajit和Greg为我们工作。几十年来，他们一直在伯克希尔，伯克希尔的血液流经他们的血管。每个人的性格都符合他的才能。这就是一切。

5月5日来到资本主义的摇篮 - 奥马哈^日，并与Berkshire Bunch见面。我们所有人都期待着您的光临。

2018年2月24日

沃伦E. 巴菲特
董事会主席