## 2011年巴菲特致股东的信

2011 年，我们公司的 A 股和 B 股（相当于 A 股的 1500 分之 1）的每股账面净值都增长了 4.6%。过去 47 年期间（也就是说从现在的管理层接管公司开始至今），每股账面净值从19 美元增长到了 99,860 美元，每年复合增长率为 19.8%。

我和我的合作伙伴伯克希尔公司的副董事长查理·芒格，对公司 2011 年的业务发展感到相当满意。其中作为突出亮点的好消息包括：

第一个好消息：董事会成员最主要的工作，一是现在由正确的领导人在经营管理企业业务，二是确保已经选定下一代接班的领导人而且已经准备好明天就能接任。我本人曾经加入过 19 家公司的董事会，我认为，在接班人选计划上付出的时间和精力上，伯克希尔公司的董事会肯定排名前列。更可喜的是，他们的努力已经得到了回报。

2011 年初，托德·康布斯（Todd Combs）作为投资经理人加入我们公司，2012 年初泰德·韦斯切勒（Ted Weschler）也加入公司。他们两位都具有杰出的投资技巧，而且愿意全心全意为伯克希尔公司服务。2012 年他们俩人将会管理几十亿美元的投资，但是，当我和芒格不管理伯克希尔公司的时候，他们俩人具备的头脑、判断和性格完全能够管理伯克希尔公司的整个投资组合。

公司董事会对作为我的接班人担任公司未来 CEO 职位的经理人也同样充满信心，他们对他已经非常了解，对于此人的管理能力和个人品德也非常敬仰。（我们同时还有两位超一流的后备人选）。未来需要移交管理职责的时候，一切将会是平滑过渡无缝连接，伯克希尔公司的发展前景仍将是一片光明。我的个人财富 98%以上都在伯克希尔公司的股票上，所有这些持股将会捐赠给几家不同的慈善组织。如此高度集中投资于一只股票完全违背传统的投资智慧。但是，由于我本人非常了解伯克希尔公司拥有的各家企业的品质有多么优秀，多元化程度有多么分散，以及管理这些企业的经理人的才干有多么出色，所以我对这种安排非常满意。能够拥有如此优质的资产，我的接班人将会拥有一个很好的起点。可是，千万不要根据我的这些说法，就推断我和芒格很快将会离开公司管理岗位，我们仍然非常健康，而且我们非常热爱我们的工作。

第二个好消息：2011 年 9 月 16 日，我们收购了 Lubrizol 公司，这是一家全球性的添加剂及其它特殊化学品生产企业。从 2004 年 James Hambrick 担任 CEO 以来，这家公司创出了杰出的业绩记录，税前利润从 1.47 亿增长到 10.85 亿美元。Lubrizol 公司在特殊化学品领域将会拥有很多并购企业的机会。实际上，我们已经谈成了三起收购，投入资金 4.93 亿美元。James Hambrick 既是一个纪律性非常强的收购者，又是一个超一流的经营者。我和芒格急切盼望能够扩大他的管理范围。

第三个好消息：我们下属的主要企业 2011 年表现都很出色。事实上，我们旗下最大的5 家非保险企业，BNSF,Iscar,Lubrizol,Marmon 集团 and 中美能源的营业利润都创出了历史最高记录。2011 年这些企业的税前利润累计超过 90 亿美元。

总体而言，我们下属的业务经营企业 2011 年度用于机器设备房屋这些固定资产的支出高达 82 亿美元，比我们过去的历史最高记录还要高出 20 亿美元。这些投资支出约 95%花在美国国内，这一事实或许会让那些认为美国国内缺乏投资机会的人非常震惊。我们也非常乐意在海外进行投资，但是我们期望伯克希尔公司未来资本性支出中绝大多数用于美国国内。2012 年，这些资本性支出肯定会再创新高。

第四个好消息是：我们的保险业务继续保持他们持续为公司其它无数投资机会提供无成本资金的优良传统。保险业务创造了“浮存金”，这是客户缴纳的保费，我们尚未进行赔付，还并不属于我们，但在我们账上，能够用来进行投资为伯克希尔公司创造收益。如果我们未来赔付和费用支出低于我们收取的保费，那么我们还能额外赚到承保利润，这意味着我们的保险浮存金的成本低于零。

尽管我们未来肯定会一再发现承保亏损，但是到现在我们已经连续 9 年取得承保盈利，累计盈利 170 亿美元。这 9 年期间，我们的浮存金从 410 亿美元增长到现在创记录的 700亿美元。

最后一个好消息：我们在流通证券市场上做了两笔巨额投资：（1）投资 50 亿美元购买美国银行年利率 6%的优先股，附带可以在 2021 年 9 月 2 日前以每股 7.14 美元购买 7 亿股普通股的认股权证；（2）投资 109 亿美元买入 IBM 公司 6390 万股股票。

我们把这两只股票都看作是拥有杰出企业的一部分股东权益，而不是看作根据企业近期发展前景变化而买入或卖出的两只流通股。可是我们按照持股比例应当享有的这两家企业的盈利，绝大部分无法反映在我们自己的盈利中，只有我们实际收取到的现金股利才能体现在我们的财务报表上。可是按照我们的持股比例应当享有的未分配利润，未来长期而言，对于我们具有极大的重要性。这是因为这些未分配利润将会通过很多种方式使用，进一步提高这两家企业未来的盈利和股利。这些未分配利润也可能用于股票回购，这也将会提高我们分享企业盈利的股权比例。

我已经说完了好消息。现在需要讲一下 2011 年那些给我们带来损害的坏消息了：

第一个坏消息：几年之前，我用 20 亿美元购买了一家服务于得克萨斯州部分地区的电力企业 Energy Futere Holdings 发行的债券。我犯了一个错误，而且是一个大错。总体上看，这家公司的发展前景与天然气紧密相关，而我们买入债券不久天然气市场价格就开始跳水，至今仍然非常低迷。尽管我们买入债券之后，每年都收到 1.02 亿美元的债券利息，但是这家公司支付利息的能力将会很快耗尽，除非天然气市场价格大幅上升。2010 年我们核销了 10 亿美元，2011 年又核销了 3.9 亿美元。

第二个坏消息：我在 2010 年信中说：“未来 1 年左右可能出现一次房价反弹”。我实在是大错特错。我们旗下有 5 家企业的经营业绩受房地产建设影响很大。其中影响最直接的是Clayton 房屋公司，这是美国最大的移动房屋生产商，2011 年约占美国移动房屋产量的 7%。

另外受房地产建设活动影响相当大的还有：生产砖块的 Acme 公司,生产地毯的 Shaw 公司,生产绝缘材料的 Johns Manville 公司，主要生产房顶联结板等建筑产品的 MiTek 公司。总体而言，我们旗下与房地产建设密切相关的 5 家企业在 2011 年的税前利润只有 5.13 亿美元，这与 2010 年差不多，但是和 2006 年税前利润 18 亿美元相比降幅超过 70%。

现在又产生了另一个房地产建设问题：在衰退的早期，房地产建设变缓，在 2009 年大幅下降。原来供给远远超过实际需求，给房地产市场带来毁灭性打击，现在供给与需求的关系却开始倒转：每一天我们创造出的新的家庭数量都超过住房数量。在不确定的年代，人们也许会推迟结婚，但最终荷尔蒙会战胜一切。有些人在经济衰退期间最初做出的对策是合住，但是和自己或配偶的父母合住很快就会失去原来的吸引力。

以我们现在每年新增 60 万套住房的速度，大幅低于新成立的家庭数量，这些新家庭购买方和租房者正在逐步消化过去过度供给建设的房屋。（这个逐步消化的过程在美国各地进展速度各有不同，各地供求关系也有很大不同。）当这种市场创伤开始痊愈的现象出现时，我们旗下与房地产建设市场相关的企业却仍然业务萎缩，2011 年只雇佣了 43315 名员工，而 2006 年雇佣了 58769 名员工。房地产行业是对于国民经济至关重要的行业，并不仅仅包括建筑行业，还包括所有靠房地产行业吃饭的行业，本身继续处于衰退之中。为什么我们已经看到美国经济其它行业几乎全部出现持续稳定的显著复苏，而就业人数的复苏却严重滞后，我相信房地产行业的衰退是最重要的原因。

明智的货币政策和财政政策，在暂时性复苏中扮演了重要的角色，但是这些工具既不能创造出新的家庭，也不能消除过剩的房屋。幸运的是，人口统计数据和我们的市场经济体制将会恢复必须的平衡，可能就在不久的将来。当那一天到来的时候，我们将会继续每年建造一百万套甚至更多的住房。我相信，一旦房地产建设恢复到正常水平，那些专家学者们将会非常吃惊地发现失业率大幅下降。他们那时就会重新清醒地认识到自己 1776 年以来始终不变的事实真相：美国最好的日子还在后头。

内在企业价值

我和芒格衡量我们公司业绩的标准是，伯克希尔每股内在企业价值的增长率。如果我们能够让公司内在价值增长超过标普 500 股票指数的增长，那么我们才能对得起我们拿的薪酬。如果我们没有做到，那么不管我们拿的薪酬金额是多少，肯定都是过高了。

我们没有办法可以精确计算内在价值。但是我们确实有一个相当有用尽管有相当程度的低估的内在价值代用指标：每股净资产。对于大多数公司而言这个指标毫无实际意义。可是对于伯克希尔公司，账面净资产的变化能够非常大致地追踪企业价值的变化。这是因为伯克希尔公司内在价值超越账面价值的幅度相对稳定，并没有出现每年狂烈波动的现象，尽管大多数年份超越的幅度都在增加。未来长期而言，内在价值与账面价值的偏离，用绝对数值来看，可能会变得更加巨大，但是用内在价值作为分子，用账面价值作为分母，二者相除得出的相对百分比数字，将会保持相当稳定。

我们经常一再强调说，几乎可以肯定，在股市表现糟糕的年份，我们公司的账面价值增长会超越标普 500 指数的增长，但同样几乎可以肯定，在股市表现强劲的年份，我们公司的账面价值增长会落后于指数。真正的考验是我们长期表现如何。2010 年的年报中我列出了一张表，计算了我们从 1965 年以来的每个 5 年期的业绩表现（如 1965-1969，1966-1970，以此类推。）每个 5 年期间我们的账面价值增长都战胜了标普 500 指数增长，而且我们的连胜记录也持续保持到了 2007 年到 2011 年这最近 5 年。如果标普 500 指数未来在一个 5 年期大幅上涨的话将可能战胜我们（在我写下这段话时股市可能正在这样做呢。）

2010 年我还列出了两张表格，罗列了那些将会帮助你估算伯克希尔公司每股内在价值的关键数量因素。在这里我就不再重复叙述了，你可以在年报第 99 页到第 100 页上看到那些内容。表格中更新的数据是，2011 年我们的投资增长了 4%达到了每股 98366 美元，来自于非保险业务的每股税前利润增长了 18%达到了每股 6990 美元。

我和芒格希望能够在投资和经营两个方面都实现增长，但是我们最关注的重点是提高经营性盈利。长期而言，我们现在拥有的企业将会进一步提高他们的总体盈利，我们也希望能收购一些大型企业，从而进一步推动我们公司的业绩增长。我们旗下 8 家企业如果做为独立企业，都能进入财富杂志世界 500 强企业。外面只有 492 家世界 500 企业了。我的任务非常清楚，我正在潜伏着搜寻猎物。

股票回购

2010 年 9 月，我们宣布，伯克希尔公司将会以最高相当于账面价值的 110%的价格回购自己的股票。我们在股票市场上只得到几天的买入机会，总共只回购了 6700 万美元的股票，很快股价就上涨超过我们的价格上限。尽管如此，考虑到股票回购的普遍重要性，我还是要专门谈一下。

只有满足以下两个前提条件，我和芒格才愿意回购股票：第一，一家公司拥有充足的资金，完全能够满足业务上的营业资金和流动性需要；第二，保守地估算，这家公司的股票在市场上卖出的价格相对于公司内在价值打了相当大的折扣。

我们已经亲眼见证过，很多起股票回购完全不符合我们设定的第二个条件。当然，有时候，违反这个要求，甚至是严重违反，也是无辜的；很多公司的 CEO 永远不会相信他们的股票的过于高估了。但是在其它情况下，似乎可以得出一个不太好的结论。如果只是说回购股票是为了补偿由于发行股票引起的股权稀释，或者是因为公司有太多多余的现金。除非公司以低于内在价值的价格回购股票，否则，继续持股的股东的利益肯定受到损害。不管资金是用于收购企业还是用于回购股票，资本配置的第一条铁律都是，在一种价格上投资是聪明的行为，但另一种价格水平上投资则是愚蠢的行为。

我和芒格看到伯克希尔公司的股票市场价格低于内在价值时，内心的感受十分复杂。我们非常愿意为继续持股的股东多赚钱，而赚钱的途径中最有把握的莫过于，在我们知道我们自己的股票市场价格只有内在价值的 9 折、8 折甚至更便宜时买入股票进行回购了。（就像我们公司一位董事所说，这就像开枪来打装在一个水桶里的鱼，等到水桶里的水从洞里流光以后，里面的鱼就不会再乱扑腾了。）尽管如此，我们并不喜欢以低价买断合伙人的股票让他们走人，尽管我们这样做让他们卖出股票得到的价格，和如果我们不回购他们只能卖给别人的价格相比可能会稍微高一些。

在我们限定的相当于账面价值的 110%的最高价格之下，回购股票肯定能够增加伯克希尔公司的每股内在价值。如果股价越低我们会回购更多股票，这样会让继续持股的股东获益更多。因此，一旦市场机会来临，我们可能以限定的最高价格或者更低的价格大量买入股票。你们应当知道，我们没有任何支撑公司股价的想法，因为这样会让我们在特别低迷的市场下出价买入的机会减少。而且如果我们账面现金低于 200 亿美元时我们也不会买入股票。在伯克希尔公司，保证足够的财务实力毫无疑问具有压倒一切的重要性。

这次讨论股票回购，给了我一个机会，谈一下很多投资者对于股价变化的非理性反应。当伯克希尔公司买入一家正在回购股票的公司的股票时，我们希望两个事件能够发生：第一，我们希望在正常情况下这家公司的盈利将会在未来长期以良好的速度持续增长；第二，我们同时也希望这家公司的股价表现未来长期内持续弱于市场。对于第二点必然导致产生下面的推论：谈论我们持有的股票的相关信息，推动股价上涨，如果市场是有效的，那么实际上对伯克希尔公司将有害的，而不是像很多评论人士通常的看法那样是有益的。

让我们用 IBM 作为例子。正如所有企业观察人士知道的那样，IBM 前任两位 CEO 郭士纳（Lou Gerstner）和彭明盛（Sam Palmisano）做出了超一流的工作，把公司从 20 年前破产边缘挽救回来，到现在打造成了一个卓越的公司。他们的管理成就实在是卓越非凡。

但是，他们的财务管理同样作得非常出色，尤其是最近这些年公司的财务弹性大幅提升。事实上，我实在想不出有任何其它公司拥有如此优异的财务管理技术，这显著增加了 IBM股东们的投资收益。IBM 公司明智地运用债务融资，几乎完全只用现金进行增加公司内在价值的企业并购，而且非常积极地回购股票。

现在，IBM 流通在外的股票共有 11.6 亿股，我们持有 6390 万股，约占 5.5%。所以，未来 5 年公司盈利如何对于我们这个大股东非常重要。除此之外，未来 5 年 IBM 公司准备投入500 亿美元左右回购股票。今天我们的小测验是：作为长期股东，就像伯克希尔公司一样，未来几年应该为什么事情而欢呼？

我不想让你内心充满悬念。答案是：我们应该期望 IBM 未来 5 年的股价持续萎缩低迷。

让我们来算一下账。如果在这 5 年期间 IBM 的股票价格平均为每股 200 美元，那么公司用于回购的 500 亿美元能够买回 2.5 亿股。因此流通在外的股票只剩下 9.1 亿股，我们持有的 6390 万股所占的持股比例将会从现在的 5.5%上升到约 7%。

如同未来 5 年股价走势相反，上涨到平均每股 300 美元，那么公司用于回购的 500 亿美元只能够买回 1.67 亿股。因此流通在外的股票只剩下 9.9 亿股，我们持有的 6390 万股所占的持股比例将会从现在的 5.5%上升到 6.5%。

如果假设 IBM 在未来第 5 年的盈利达到 200 亿美元，在“令人失望”的股价更低的情景下，我们按照持股比例计算可以享有的盈利分成，要比股价更高的情景下，多出整整 1 亿美元。

道理非常简单：如果将来你准备成为股票的净买入者，不管是用你自己的钱直接买入，还是通过持股一家正在回购股票的公司间接买入，股价上涨都会损害你的利益。股价低迷不振反而会增加你的利益。可是，感情因素往往会让事情复杂化：大多数人，包括那些将来会是股票净买入者的投资者，看到股价上涨才会感到内心非常舒服。这样持有股票的投资者，类似于一个经常开车上下班的人，只是因为他的油箱今天加满了油，就为油价上涨而欢呼。

我和芒格根本不会期望大多数人听了之后会转变思法认同我们。我们已经观察人类行为多年，深深知道这样做根本不起任何作用。但是，我们确实非常希望你们能够清楚地了解我们个人如何思考和计算。在这里我应该坦白地说：我年轻的时候，也是一看到股市上涨就非常高兴。后来我读了格雷厄姆写的书《聪明的投资者》，其中第 8 章告诉投资者应当如何看待股价波动。原来阻挡我的眼光的障碍物马上从我眼前消失，低迷的股价从此成了我最喜欢的朋友。拿起这本书，真是我一生中最幸运的一刻。

最终，我们对于 IBM 的股票投资最主要取决于公司未来的盈利。但是非常重要的第二大影响因素将会是这家公司运用他们准备用于回购的巨额资金能够买回来股票数量的多少。如果公司通过不断回购把流通在外的股票减少到只有 6390 万股，也就是说只剩下我们作为唯一一个股东，我将会打破我名声在外的吝啬习惯，给伯克希尔 25 万名员工每人一天带薪假期。

现在，让我们开始仔细核查我们旗下四大类业务。由于各类业务之间资产负债表和利润表的特点差异巨大，把它们混在一起就会妨碍分析。因此我们把它们分成四个独立的企业，我和芒格就是这样看待这些业务的。因为我们可能会从你们有些股东手里回购股票，所以我们将会在每类业务分析中提供我们自己对于内在价值相对于账面价值是高还是低的想法。

保险业务

我们先来看看保险业务，这是伯克希尔公司的核心业务，也是多年来推动我们不断扩张的发动机。

财产及意外险保险公司预先接受保险费，在事后支付索赔。在极端情况下，例如某些工人的事故赔偿金问题，会导致索赔支付期限长达几十年。这种“先收钱后赔付”的模式让我们能够持有巨额的现金，我们称其为“浮存金”，这些浮存金并不属于我们，最终将会进入别人的口袋里。在持有期间，我们可以用这些浮存金进行投资，为伯克希尔公司赚取投资收益。尽管从个体而言投保和索赔来来去去，但总体而言我们持有的浮存金的总额相对保费收入的总额的比例却非常稳定。因此，随着我们保险业务的增长，我们持有的浮存金也相应增长。我们过去增长的情况，请看下表：



我们的浮存金现在规模超过 700 亿美元，未来就算有增长的话，也不可能大幅增长。这主要是因为我们的浮存金相对于保费水平的比例已经过大。我必须加以说明的是，即使未来浮存金出现下降的话，也几乎可能肯定只会是非常缓慢的下降，因此几乎不会对我们产生任何异常的资金压力。

如果我们的保费收入超过我们的费用支出和最终理赔损失之和，在财务报表上就会体现为承保盈利，还有再加入我们的保险浮存金产生的投资收益。如果产生了承保利润，我们就可以享受到无成本使用资金的好处，比这更好的情况是，我们还持有这些资金不但不付任何成本还能因此获得收益。不幸的是，所有保险公司都希望能够取得如此美妙的结果，因此导致了激烈的竞争，在绝大多数年份里竞争如此激烈，以至于财产及意外险行业整体而言出现了相当大的承保亏损。例如，州立农业保险这家目前为止美国最大的保险公司，而且经营管理良好，但在过去 11 年期间有 8 年发生承保亏损。在保险行业有很多办法会导致亏损，而且保险行业还在源源不断地创造出新的亏损办法。

正如我们在这封信的第一部分所说的那样，我们已经在过去 9 年连续实现承保盈利，这一期间我们累计盈利高达 170 亿美元。我相信，未来数年，尽管肯定不是全部年份，我们很可能会在大多数年份持续保持承保盈利。如果我们做到了这一点，那么我们的浮存金成本要比无成本更低，就是负成本的。我们肯定将会盈利，这就像有人在我们这里存了 706 亿美元的资金，而且支付手续费以让我们来持有这些资金，而且还让我们可以用这些资金进行投资，所得投资收益完全归我们自己。

那么，这些非常吸引人的保险浮存金会如何影响内在价值的估算？在计算伯克希尔公司的账面价值时，我们的浮存金全部做为负债进行扣减，就像我们必须明天就偿还而且再也不能重新借到同样多的负债一样对待。但是，用这种方式来看待浮存金是不正确的，相反应该把浮存金看作是一笔不断滚动的资金。如果浮存金既能够是无成本的，又能够是长期持续的，那么这种负债的真正价值远远低于会计报表上负债的账面价值。

部分抵销了这种过于高估的负债的因素是属于我们保险企业的 155 亿“商誉”资产，它们在财务上作为一项资产包含在账面价值之中。实际上，这种会计商誉只是代表我们为我们的保险业务创造浮存金能力支付的收购溢价。可是商誉的获得成本和它的真实价值并没有任何联系。如果一家保险企业发生了巨额的持续承保亏损，那么不管与其相关的商誉原始成本是多少，这些商誉资产都应该说是没有任何价值的。

幸运的是，伯克希尔旗下的保险公司并非如此。我和芒格相信，我们旗下保险企业的商誉的经济价值，也就是我们愿意为购买创造同样品质的浮存金支付的价格，肯定远远超过其历史入账价值。我们的浮存金的巨大价值，是我们为什么相信伯克希尔公司的内在企业价值大幅超越账面价值的一个原因，而且是一个重大原因。

我要再次强调，千万不能认为，财产意外险行业的浮存金整体而言是无成本的：我们并不认为在保险行业并没有几家公司拥有类似于伯克希尔品质的浮存金。在大多数年份，包括2011 年，保险行业的保费收入并不足以覆盖赔付损失和费用支出。因此，保险行业的总利润相对于有形权益的水平，已经持续几十年远远低于美国企业整体水平，这种让保险行业羞愧的业绩表现未来几乎可以肯定还会持续下去。而伯克希尔公司保险业务能够拥有卓越非凡的业绩表现，唯一的原因是我们拥有一些非凡的超级棒的经理人管理着一些非凡的保险企业。下面让我来给你谈谈我们旗下几家主要保险企业。

按照浮存金的规模排序，排名第一的是伯克希尔再保集团，由阿吉特（阿吉特·杰恩）负责。阿吉特为那些其它任何人没有意愿或者没有资本实力承担的风险提供保险。他的操作融和了能力、速度、果断、还有最最重要的就是头脑，而他融和以上因素的方式在保险行业是独一无二的。但是他绝对不会把伯克希尔公司置于与我们拥有的资源不相匹配的过高风险之中。事实上，在这一点上，和大多数大型保险公司相比，我们显得远远过于保守。例如，如果发生一些超级巨灾，整个保险行业可能将会遭受 2500 亿美元的赔付损失，这相当于保险行业上历史最大损失的三倍，而伯克希尔整体而言在这样的年份不但不会亏损还会有相当大的盈利，这是因为我们公司有多种多样的盈利来源。而与此同时，所有其它主要大型保险公司和再保险公司都将会巨额亏损，有些保险公司甚至会面临破产。

从 1985 年起步开始到 2011 年，阿吉特创造出了一个大型保险公司，拥有 340 亿美元浮存金和相当高的承保利润，这是一个没有其他任何一家保险公司的 CEO 可以相媲美的成就。

通过这些成就，他为伯克希尔公司增加了数十亿美元的价值。芒格很乐意用我来交换第二个阿吉特。哈哈，可惜世界上根本找不到第二个阿吉特。

我们旗下还有另外一家实力强大的保险公司是通用再保，由泰德·蒙特罗斯（Tad Montross）负责管理。

从根本上讲，一个强健的保险公司在业务运营上需要坚持四大铁律：第一，了解所有可能会导致理赔损失的风险暴露；第二，保守评估任何风险暴露实际导致损失的概率以及如果导致损失要赔付的成本支出是多少。（3）合理制定收取的保费收入水平，以保证扣除预期赔付损失成本和运营费用支出之后平均而言还能产生一定的盈利。（4）如果不能收取适当的保费收入宁愿选择放弃离场。

许多保险公司可以通过前三条铁律的考验，但在第四关遭受失败。当其它竞争对手非常急切承保不合适的保单时，他们明明知道不应该做，可就是无法转身离开。有句老话说：“其他人都在这么干，所以我们也必须这么干”，这句话解释了任何一个行业出现问题的根源，但是对于保险行业来说最为贴切。事实上，一个优秀的保险公司，需要具备独立思考的习惯，这就像一个人在开车回家的路上，接到妻子打来的电话，警告他说：“阿尔伯特，你开车一定要小心。我刚刚听到广播里说，有一辆车在州际公路上行驶在错误的反方向上。”他回答说：“宝贝，他们根本没有看清真相的另一半，不只是一辆车，而是有上百辆行驶在错误的反方向上”。

泰德一直严格遵守全部四条保险铁律，这反映到他的经营业绩上。在他的领导下，通用再保持有的巨额浮存金成本比无成本更低。我们希望未来平均而言继续如此。在我们收购后的最初几年里，通用再保是我们最头痛的大麻烦，现在则是我们的大宝贝。

最后要谈的保险公司是盖可，在 61 年前 20 岁的我通过投资这家保险公司开始领悟真正的投资之道。盖可由托尼·莱斯利（Tony Nicely）负责管理，他 18 岁加入公司，到 2011年已经为公司服务了整整 50 年。

盖可令人羡慕的业绩记录，来自于托尼非常杰出地运行一个超乎寻常非常一流的而且几乎无法复制的商业模式。在托尼担任 CEO 的 18 年期间，公司所占的市场份额从 2.0%上升到9.3%。如果这家公司的市场份额只是维持不变，就像他接管公司以前十几年那样，——那么我们现在的保费收入将只是 33 亿美元，而不是我们实际在 2011 年获得的 154 亿美元保费收入。托尼和他的同事们创造的超额价值，是造成伯克希尔的内在价值超过账面价值的主要因素。

汽车保险市场仍然有超过 90%的市场份额正在等待盖可公司去攻城略地。千万不要打赌托尼未来不能做到年复一年地大块占领新的市场份额。我们的低成本允许我们提供给客户更低的保险收费，因此，每天都会有越来越多的人发现，盖可保险广告中公司的吉祥物可爱的大壁虎 Gecko 不断劝说他们，去访问盖可官方网站查询比较汽车保险的保费，会让他们省下很多钱。

（我们的这个广告代理人大壁虎还有另外一个非常可爱的特点：和那些独家代言其它保险公司的广告代言人不同，我们这个可爱的小家伙没有经纪人。）

除了前面所说的三家大型保险公司以外，我们旗下还有一群规模较小的的保险公司，其中大多数是在保险世界中一些奇异的角落里做着自己的业务。总体而言，他们持续保持盈利，而且为我们提供的浮存金规模相当大。我和芒格把这些保险公司及其经理视为珍宝。

2011 年底我们收购了普林斯顿保险公司（Princeton Insurance），这是一家新泽西的医疗事故保险公司。这是一次补强型收购交易，进一步扩大了蒂姆（Tim Kenesey）的管理地盘，他是我们旗下位于印地安那州的医疗保护保险公司（Medical Protective）的明星CEO。Princeton 为我们带来了超过 6 亿美元的浮存金，这一数字也包括在下面的表格里。

以下是我们所有四大块财产意外险和人寿保险经理的业绩记录：



在全球所有大型保险公司中，我认为伯克希尔是最优秀的保险公司。

政府管制的资本密集型企业

我们拥有两家规模非常庞大的企业，BNSF 和中美能源，他们具有一些非常重要的共同特点，使得他们与我们旗下其他众多企业完全不同。因此，我们在这封信里把他们单独列为一个板块，而且在我们 GAAP 财务报表中也把他们两家的综合财务数据单独列报。

这两家公司的一个关键特点是，他们要投入规模巨大的资金来建设生命周期非常长的而且受到政府管制的资产，其中部分资金来自于并非由伯克希尔公司担保的巨额长期债务融资。这两家公司并不需要我们伯克希尔公司的信用担保，因为它们的盈利能力能够使它们即使是在特别糟糕的商业环境下也能完全满足支付利息的资金需求。在 2011 年根本谈不上强劲增长的经济中，BNSF 的利息保障系数高达 9.5 倍。同时，在中美能源公司，两项关键指标确保了这家公司在所有环境下都具有完全偿付债务的能力：一个是由于我们独家提供必需的服务而具有内在的盈利稳定性，另一个是盈利来源的多元化使其避免受到任何单独一家监管机构监管行动的巨大影响。

以吨公里计算，铁路承担了美国城市间货运总量的 42%，而 BNSF 旗下的铁路承担的运输量高于其它铁路公司，占到行业运输总量的 37%。你用简单的算术就能发现，BNSF 的运输量约占美国城市间运输吨公里总量的 15%。毫不夸张的说，铁路是我们经济的循环系统。而我们的铁路是最大的大动脉。

而这样的地位让我们肩负极其重大的责任。我们必须，而且不能有任何失败，维护和改善我们拥有的 23000 公里长的铁路线，上面有 1.3 万座桥，80 条隧道，6900 台机车以及 78600节货车车厢。这项工作要求我们在所有经济情景下都必须有充足的财务资源，而且具有充足的人力能够保证及时地有效地应对自然界的变化无常，就像 BNSF 在 2011 年费了很多人力来应对大范围暴发的暴雨洪灾。

为了能够圆满完成公司的社会义务，BNSF 定期投资金额远远大于其折旧支出，2011 年投资超出折旧的金额更是高达 18 亿美元。美国的三大主要铁路公司都做出了类似的巨额投资。尽管许多人大声指责我们国家的基础设施支出严重不足，但这种批评对于铁路行业来说并不合适。铁路行业从私人部门融入巨额资金，投入那些未来能够提供更好更加密集服务的投资项目。如果铁路公司不进行这样如此资金规模庞大的投资支出，那么由我们国家财政支持建造的高速公路系统将会面临更加严重的拥堵和维护问题。

像 BNSF 公司进行这种巨额投资，如果未来相对于其增量投入资本而言不能获得适当的收益率，将会非常愚蠢的。但我很有信心 BNSF 依靠其提供的服务的价值而将会赚到适当的收益率。正如很多年前本杰明•富兰克林所说的话，对应到我们的受监管业务，他会说：“照顾好你的店，你的店也会照顾你。”对照我们旗下受到政府管制的业务，今天翻译一下这句话就是：“照顾好你的客户，你的客户的代表也就是监管层就会照顾好你。”

在中美能源公司，我们相当于是签订了一种类似的“社会契约”。社会期望我们投入越来越多的资金来满足我们客户未来不断增长的需求。如果我们同时能够保持可靠而且高效地业务运营，那么我们知道我们的这些投资将会获得公平合理的投资收益率。

伯克希尔持有 89.8%股份的中美能源公司，向美国国内的 250 万客户提供供电服务，在爱荷华州、犹他州和怀俄明州是最大的供电企业，在其他 6 个州也是地位非常重要的供电企业。我们的管道运输的天然气占美国全国的 8%。很明显，数以百万的美国人每天都要依赖我们提供生活必须的供电和供气服务。他们对我们的服务从来没有过失望不满。

中美能源在 2002 年收购北方天然气公司时，行业内领先的权威机构对这家公司的管道业务表现评级极差，在行业内 43 家公司中排名第 43 名。而在最新一期报告中，北方天然气公司已经上升到行业第 2 名。第一位则是我们旗下的另一家天然气管道公司 Kern River 公司。

在电力业务上，中美能源也拥有类似于天然气业务的优秀表现。在最近的客户满意度调查中，中美能源旗下的美国公用事业业务在 60 家公用事业机构中排名第 2。而这一切与多年前中美能源收购这些公用事业资产时相比差异巨大。到 2012 年底，中美能源的风力发电将会达到 3316 兆瓦，远远超过美国其他任何一家受到政府管制的电力企业。我们已经投资以及承诺将会投资的风能项目总额达到惊人的 60 亿美元。我们能够做出如此规模巨大的投资，是因为中美能源保留了所有的利润，而不是像其他公用事业企业那样把大部分的利润都分配给了股东。另外，2011 年后期我们上马了 2 个太阳能项目，一个是我们 100%持股的加州的项目，另一个我们持股 49%的亚利桑那州的项目，这两个项目需要投入 30 亿美元进行建设。我们未来几乎可以肯定还会建设更多的风能和太阳能项目。

谈到这里，你们应该能够看出来，我对 Matt Rose 领导的 BNSF 和 Greg Abel 领导的中美能源为社会做出的贡献感到非常骄傲。我对他们为伯克希尔股东们做出的贡献既非常骄傲也非常感谢。

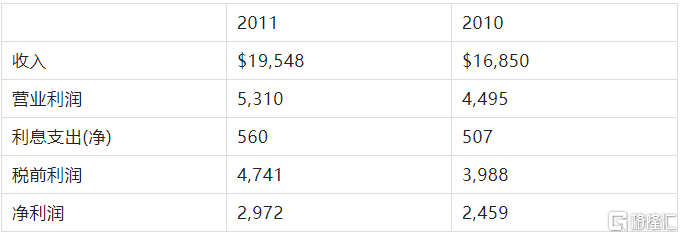
中美能源利润表（百万美元）



\*包括伯克希尔得到的利息收入(扣除相关所得税)，2011 年为 8 百万美元，2010 年为1900 万美元。

BNSF 利润表

(至 2/12/2010 为历史会计;随后采用并购会计)(百万美元)



在我们的资产负债表的账面价值中，BNSF 和中美能源的商誉账面价值总计 200 亿美元。可是我和芒格相信这两家公司目前的内在价值都远远高于账面价值。

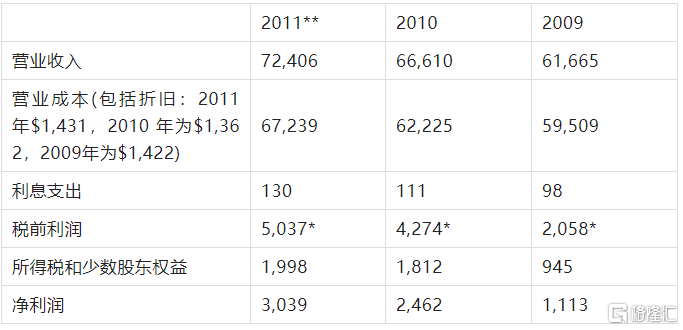
制造、服务和零售业务

伯克希尔这个板块的业务可以说是面面俱到包罗万象。不过首先让我们来看一下整体的资产负债表和利润表。从 9 月 16 日之后包括我们收购的露博润公司。

资产负债表 12/31/2011(单位：百万美元)



损益表单位：百万美金



\*不包括并购会计调整.

\*\*从 9 月 16 日起包括露博润公司利润。

这个板块包括多家公司，销售的产品包括从棒棒糖到飞机等各种各样的产品。有些企业享有极其出色的竞争优势，用没有财务杠杆的净有形资产收益计算高达 25%到超过 100%以上。其他一些企业这种收益率则在 12%到 20%。但是也有少数企业收益率非常糟糕，这是因为我在进行资本配置时犯下了一些严重的错误。我之所以犯下这些错误，不是因为在准备收购这些企业时错误地判断了未来竞争优势，就是错误判断了准备收购时错误地判断了企业所在行业的未来发展前景。我试图在并购企业时看清楚未来 10 年或 20 年的发展前景，但有时我的眼光非常糟糕。查理比我做的要好一些，他对我错误收购的一些企业投了反对票，而不是仅仅“出席”会议。

我们决定继续持有我错误收购的那些企业，这可能会让伯克希尔比较新的股东感到迷惑不解。不管怎样，这些公司的盈利对伯克希尔的整体估值来说一点也不重要，而且有问题的公司要比优秀的公司需要我们付出更多的管理时间。任何一个管理咨询顾问或或华尔街投资顾问一看我们这些已经成为负担的问题公司就会说：“扔掉他们”。

我们是不会做出这种事情的。过去 29 年来，我们在年报中定期列示伯克希尔公司的经营准则，其中第 11 条讲的是，我们一般情况不愿卖掉业绩表现糟糕的公司（大多数情况下业绩表现落后是因为行业因素而不是管理上的缺陷）。我们的做法与达尔文主义者相差甚远，你们很多人可能并不赞同。我可以理解你们的看法。但是，我们曾经对卖家承诺过，并且仍将继续承诺，不管是一帆风顺还是困难重重，在任何情况下，我们都将会继续保留这些公司，同甘苦共患难。到目前为止，坚守这些承诺而付出的金钱损失成本并不算大，而且很大程度上已经被我们因此而在潜在企业出售者中间建立的良好声誉而抵销，因为这些人出售企业时是想为他们珍贵的业务和忠实的伙伴寻找一个正确的而且是永久的家。这些企业所有人知道他们从我们这里能够得到其他任何人都无法给予的承诺，我们对他们的承诺未来数十年都将忠诚不变。

但是请你们理解，我和芒格既不是愿意长期忍受亏损的受虐狂，也不是盲目乐观的乐天派。如果我们制定的第 11 条规则中的任何一个缺点出现，一是这些企业可能未来长期都是一个现金排水管而白白水消耗我们的资金，或者劳工冲突非常激烈，我们将采取快速果断的行动彻底放弃这些企业。在我们过去 47 年的经营历史中，这种情况只发生过一两次，而且我们现在拥有的企业没有一个由于陷入困境而要求我们必须考虑放弃。

从这一部分前面的利润表最近三年的数据变化可以看出，美国经济从 2009 年中期以来正在稳步明显复苏。这个板块一共包括我们往下的 54 家公司。但是其中一家公司 Marmon集团就在 11 个各不相同的业务板块中拥有 140 家企业。简而言之，当你分析研究伯克希尔公司的时候，实际上你就是在分析研究整个美国经济。所以让我们进一步深入分析，看看最近几年发生了什么变化，从中可以给我们更大的启示。

这个业务板块中有四个与房地产相关的公司（其中并不包括 Clayton 房屋公司，我们将其归入金融和金融产品板块），过去 3 年税前利润分别是：2009 年 2.27 亿美元，2010 年 3.62亿美元，2011 年 3.59 亿美元。如果把这四家与房地产相关的公司从整个板块合并利润表中扣除，你会发现我们种类众多非常分散的非房地产相关业务过去 3 年的营业利润分别是：2009 年 18.31 亿美元，2010 年 39.12 亿美元，2011 年 46.78 亿美元。2011 年约有 2.91 亿美元盈利来自于收购路博润公司。但是除此之外 2011 年度仍有 43.87 亿美元营业利润，这说明美国经济大部分行业已经从 2008 年金融危机的毁灭性打击中复苏过来。虽然房地产相关行业还停留在急诊室里继续抢救，但其他大多数行业都已经出院并完全康复。

2011 年我们旗下制造、服务和零售企业中几乎所有的经理人都取得了优秀的业绩，其中有一些是管理房地产相关企业的经理人而不得不与像飓风一般的经营阻力博斗。以下是其中几个做得非常优秀的经理人：

VicMancinelli 领导 CTB 公司再次创下盈利新纪录。CTB 是我们的农业设备生产企业。我们在 2002 年以 1.39 亿美元收购了 CTB 公司。收购之后这几年 CTB 为伯克希尔一共分配了1.8 亿美元股利，2011 年税前盈利 1.24 亿美元，而且账上拥有 1.09 亿美元的现金。VicMancinelli 在过去几年又进行了很多补强型并购，其中包括 2012 年初他刚刚签署的一项并购协议。

TTI 公司，是我们旗下一家电子元件销售企业，2011 年销售收入增加到 21 亿美元，比2010 年增长了 12.4%。盈利也创下历史纪录，比 2007 年我们收购时增长了 127%。2011 年TTI 公司的业绩表现远远好于其所在行业中的那些大型上市公司。这一点也不让人感到意外，因为保罗（PaulAndrews）和他的同事们已经连续很多年都打败了他们。我和芒格很高兴得知保罗在 2012 年初正在协商一项规模很大的补强型并购。我们期待以后他做出更多收购。

Iscar，是我们拥有 80%股份的一家切割工具公司，2011 年业绩表现继续让我们感到震惊。销售增长和整体业绩表现在其所在行业中是独一无二的。Iscar 公司的经理EitanWertheimer、JacobHarpaz 和 DannyGoldman 是杰出的战略家和执行者。2008 年 11 月在全球经济遭受严重打击几乎毁灭时，他们却出手收购了 Tungaloy 这家日本领先的切割工具制造商。2011 年春天东京北部地区遭到海啸冲击时，Tungaloy 公司毁坏相当严重。但是你绝对不会想到现在的情形：Tungaloy 公司在 2011 年继续创下新的销售收入最高纪录。我在 2011 年 11 月参观了他们在 Iwaki 地区的工厂，Tungaloy 公司管理层及其员工的热情和贡献深深打动了我。他们是一个非常杰出的团体，值得我们表示尊敬和感谢。

McLance，是我们旗下的巨型物流配送公司，由 GradyRosier 公司负责管理，在 2011年又新增了一些新的重要客户，并创下 3.7 亿美元的税前盈利纪录。从我们 2003 年以 15亿美元收购了这家公司至今为止，他们一共赚到了 24 亿美元的税前利润，而且由于它们配送的零售商品（糖果、口香糖、香烟）价格上涨导致其后进先出存货准备金增加了 2.3 亿美元。在管理运营物流企业方面，没有人能够比得上 Grady。McLance 未来可能会有一些补强型并购，特别是在我们新开展的葡萄酒和烈酒配送业务上。

JordanHansell 在 2011 年 4 月份接管 Netjets 公司，带领这家公司在 2011 年实现了2.27 亿美元的税前利润。这是一个特别出色的业绩表现，因为新飞机的的分时航空所有权销售在过去一年里大多数时间里都增长缓慢。不过 12 月销售出现了高于季节性正常波动的上升现象，但这种销售上升情况能持续多久还无法确定。

几年之前，NetJets 是我最为担忧的企业，因为这家公司的成本支出远远超出销售收入，而且现金一直大量流出。如果没有伯克希尔的支持，NetJets 公司早就破产了。现在这些问题已经被我们解决了，JordanHansell 把 NetJets 转变成一家控制良好运转顺畅的企业，稳定地创造出源源不断的利润。NetJests 正在计划与一些一流合作伙伴合作推进一项进入中国市场的计划，这一举动将进一步拓宽我们的业务“护城河”。现在没有其他任何一家分时航空所有权企业能够具有 NetJets 如此庞大的运营规模和很宽的服务范围，未来也不会有。正是 NetJets 公司长期坚持不懈专注于安全和服务才赢得了遥遥领先的市场地位。

我们很高兴看到 Marmon 公司在弗兰克（FrankPtak）的领导下取得的进步。除了取得了内部增长以外，弗兰克还经常进行补强型并购，这些并购总体上将会显著增加 Marmon 公司的盈利能力。（他在过去几个月里就花费约 2.7 亿美元收购了三家公司。）在全球范围内成立合资企业是 Marmon 另外一个发展机会。2011 年年中 Marmon 公司与 Kundalia 家族合作成立了一家印度起重机公司，目前已经产生了大量的盈利。这是 Marmon 与这个家族合作成立的第二个合资企业，几家之前他们合资的电线电缆公司非常成功。

在 Marmon 经营的 11 个主要行业中，有 10 个行业在过去一年都取得了盈利。你应该对Marmon 未来几年取得更高的盈利充满信心。

“买商品，卖品牌”，长期以来都是一个企业经营成功的方程式。正是这个企业成功的方程式让可口可乐自1886年成立以来也让箭牌自1891年成立以来产生了巨大而且是可持续的盈利。从 40 年前我们收购喜诗糖果开始，我们也享受了喜诗糖果公司运用这个方法创造的高回报，尽管喜诗的企业规模要比可口可乐和箭牌小多了。

去年喜诗糖果公司的税前盈利创纪录达到了 8300 万美元，使得我们收购喜诗以来累计盈利达到了 16.5 亿美元。和这个盈利数据形成鲜明对比的是，我们在收购喜诗的价格只有2500 万美元，而且年底账面价值（扣除现金后）小于零。（是的，你读到的这个数据是正确的，喜诗使用的资本季节性波动很大，圣诞节之后会达到最低点。）这一切都要归功于BradKinstler，从 2006 年他接任 CEO 之后带领这家公司不断达到更高的高度。

内布拉斯加家具商城（我们持股 80%）在 2011 年创造了新的盈利纪录，比 1983 年我们收购时高出十倍以上。但这还不算是大新闻。更重要的大新闻是，内布拉斯加家具商城收购了达拉斯北部的 433 英亩的大片土地，我们将会在此建造几乎可以肯定是全美最大的家具商城。目前全美最大的家具商店是我们在奥马哈和堪萨斯的两家分店，每一个分店在 2011年都创下了超过 4 亿美元历史销售纪录。德州这个分店还需几年才能建成，但是我现在就盼望着去参加开业剪彩。（在伯克希尔公司里面，那些经理人负责干活，我负责接受喝彩和表扬。）

我们的新店将提供种类多得无与伦比的商品，价格也是低得无与伦比，肯定会吸引无数远近的客户蜂拥而来。如此巨大的客户吸引力，再加上我们在这个地方拥有的大量土地，肯定能够使我们吸引很多大型卖家加入。（任何销量很大的零售商读到这封信，有兴趣的请与我联系。）

我们和内布拉斯加家具店公司以及公司的管理层 Blumkin 家族相处得都非常愉快。1937年，RoseBlumkin（我们所有人都称为 B 太太）创办了这家企业，当时她只有 500 美元和一个梦想。她 89 岁的时候把公司 80%的股份卖给了我，又一直工作到 103 岁。（她退休后仅仅一年就去世了。我经常把这个退休的严重后果告诉伯克希尔公司里面任何一个想要退休的经理人。）B 太太的儿子 Louie，现在已经 92 岁了，他从二战后退伍回家后帮助他的母亲创办了这家企业，他和他的妻子 Fran 过去 55 年来一直都是我的朋友。后来，Louie 的儿子 Ron和 Irv 将公司带到了新的高度，他们先是开办了堪萨斯分店，现在又在全力准备开办德州的分店。

这两个“男孩子”和我一起度过了很多美好的时光，我把他们看作是我最好的朋友。Blumkins 家族是一个非凡的家族。我从来不会让这个家族非凡的基因浪费掉，最近 Blumkin家族第四代中有几位已经加入了内布拉斯加家具商城公司，这让我感到非常高兴。

总体而言，伯克希尔旗下制造、服务和零售这个板块的内在价值大大超过它们的账面价值。可是对于其中很多规模较小的公司而言，情况并非如此。我在收购小公司上比在收购大公司上犯下了更多的错误。芒格很早以前就告诉过我，“如果有些事情根本就不值得去做，也根本不值得做好，”我本应该更加认真地听从他的话去做。我们在这个板块里收购的大型企业，每一个都表现良好，其中有几个表现极好，我们在这个板块进行的收购总体而言是大赢家。

有些股东告诉我，他们渴望在我每年写的信中看到更多关于会计奥秘的讨论。那么我就在这里谈一点关于公认会计准则（GAAP）规定的荒谬，我希望大家能够喜欢。

会计常识会告诉你，我们各个子公司入账时，应该用我们收购的成本支出加上他们从我们收购之后留存的收益（除非他们的经济价值大幅减少，在这种情况下进行适当减记账面价值）。这基本上符合的伯克希尔的实际情况，不过 Marmon 公司的非常奇怪的情况是例外。

我们在 2008 年收购了 Marmon 公司 64%的股份，在我们账上以 48 亿美元的收购成本记入了这部分股东权益的账面价值。到目前为止一切还好。后来在在 2011 年初期，按照我们与 Pritzker 家族原来签订的合同，又购买了 16%的股份，为此支付了 16 亿美元，这个价格是按照一个公式计算出来的 Marmon 公司的公允价值确定的，而公式计算表明公司的公允价值已经提高了。可是在这种情况下，公认会计准则却要求我们追溯到 2010 年底把收购价格减记 6.14 亿美元。（不要提出任何疑问！）很明显，这种减记与经济事实没有任何关联。由于这种减记收购价格并没有任何实际意义，反而导致实际上 Marmon 公司的内在价值与其账面价值之间的差额进一步扩大了。

金融与金融产品

这是我们公司中规模最小的业务板块，其中包括：XTRA（拖车）和 CORT（家具）两家租赁公司，美国领先的活动房屋制造商和融资提供方 Clayton Homes。除了这三家我们 100%控股的子公司，在这一类业务中还包括一系列金融资产以及我我们持有的 BerkadiaCommercial Mortgage 公司 50%的股权。

分析考察我们这类业务中的三家公司，在 2008 年后期美国经济从悬崖上坠落以后其价值如何蒸发，很有意义，因为他们的经历体现了危机之后到来的业务复苏一再受挫。

我们的两家租赁公司的业绩表现反映了“非房地产”相关行业的经济增长。他们两家公司的税前利润过去 3 年分别是：2009 年 1300 万美元，2010 年 5300 万美元，而 2011 年为 1.55亿美元，其盈利的持续增长也反映出我们在几乎所有非房地产相关行业中所看到的稳步复苏。相比之下，Clayton 公司的移动房屋业务（和固定地址上建造的房屋几乎一模一样）经历了名副其实的萧条，至今没有任何复苏的迹象。美国的移动房屋销售量过去 3 年分别是：2009 年 49789 户，2010 年 50046 户，2011 年 51606 户。(而在 2005 年房地产市场繁荣期间年销量为 146744 户）。

尽管过去 3 年处在如此艰难的房地产萧条中，但是 Clayton 公司仍然继续保持盈利，大部分原因是因为其抵押贷款组合在令人极其难受的环境下仍然表现良好。由于 Clayton 公是移动房屋业最大的贷款人，而且通常是贷款给中低收入家庭，你可能会推断，Clayton 公司肯定在房地产市场崩溃中遭受了惨重的损失。但由于我们坚守传统贷款的基本原则，即相当高的首付以及占经常性收入合理水平的月供，Clayton 把损失维持在可以接受的水平，甚至是在我们的许多借款人有段时间权益都是负值时也是如此。

众所周知，美国在房屋所有权和抵押贷款政策上像火车脱离了轨道一样，我们的经济如今正在为这些错误付出巨大的代价。包括政府、贷款人、借款人、媒体以及评级机构等在内，我们所有人都参与了这种自我毁灭性的行为。这些愚蠢错误的根本原因是，几乎所有人都相信，房屋的价格必定会一直上涨，任何下跌都是暂时的，一点也重要。接受这种前提假设，就意味着在房地产交易中任何价格和任何行为都是合理的。各地的房屋拥有者都感到自己变得更加富有了，纷纷抢着通过再融资将其房屋增值部分“货币化”。这导致这些规模巨大的现金流入个人的腰包，这为全国各地的消费狂潮提供了大量燃料。当这股消费购物狂潮持续疯狂的时候，一切看起来似乎都非常美好。（一个几乎不被注意的事实是：数量众多的人由于丧失抵押品赎回权而“失去”自己的房屋，可是事实上他们却已经实现了盈利，因为他们在此之前通过再融资拿到的现金超过了原来付出的成本。这这种情况下，被驱逐出房屋的原房主是赢家，而贷款人才是真正的受害者）。

2007 年，泡沫破裂，正如所有泡沫必定会经历的那样。我们如今已是在泡沫破裂后逐渐恢复的第 4 个年头，尽管这一恢复过程漫长而痛苦，但终将成功。今天，新家庭形成数量持续高于房屋开工数量。

当美国全国的超额房屋存货逐步清理掉之后，Clayton 公司的盈利将会大幅提高。然而，根据现在我所看到的情况，我相信这三家企业的内在价值与其账面价值相比并没有显著的差异。

投资业务

以下表格列示了我们在 2011 年底持有的市值超过 10 亿美元的普通股：

成本及市值单位：（百万美元）



\*买入成本是根据实际买入价格计算，也是我们计算税款的依据。根据公认会计准则入账的“成本”由于增记或减记而导致与实际买入成本有不同。

2011 年我们的投资持股名单只有为数很少的几只股票变动。但其中有三个投资举动非常重大：我们购买了 IBM 的流通股，买入了美国银行的优先股，还增持了 10 亿美元的富国银行股票。

银行业正在起死回生，富国银行现在业务兴隆。富国银行的盈利强劲增长，资产稳健，资本金也达到历史最高纪录水平。至于美国银行，以前的管理层犯下了一些重大错误。其现任首席执行官 Brian Moynihan 在清理这些错误方面取得了极其出色的进展，不过要完成这个清理错误的过程还需要好几年的时间。与此同时他在把美国银行培育成一家规模巨大的、具有吸引力的、基础坚实的大企业，在今天的问题被人们遗忘之后，能够持续很久。我们可以购买 7 亿美国银行股份的那些认购权证将在到期之前可能将会具有很高的价值。

和我在 1988 年投资可口可乐以及在 2006 年投资伯灵顿铁路一样，我再一次下手太晚而错过了买入 IBM 公司股票的最好机会。我已经持续追踪这家公司的年报 50 多年了，可是直到 2011 年 3 月的一个星期六，我的思考才突然清晰而明确。正如梭罗所说：“重要的不是你看了什么，而是你看到了什么。”

Todd Combs 去年建立了买入成本为 17.5 亿美元的投资组合，Ted Weschler 将会很快建立一个规模相近的投资组合。他们每个人的绩效奖金中，80%来自于个人业绩，20%来自于合作伙伴的业绩。当我们的季度申报文件披露了占组合比例相对而言很小的持股时，这些股票不太可能是我买入的（尽管媒体经常会忽略这一点），往往这些持股表明是 Todd 或者 Ted的买入运作。

对这两位新来的投资经理人，我还有一点要补充说明。Ted 和 Todd 都会对伯克希尔的下一任首席执行官进行收购企业时很有帮助。他们拥有非常出色的“商业头脑”，能够抓到那些可能决定很多种企业未来发展前景的经济力量。由于他们两人了解什么是可以预知的，什么是不可知的，他们的思考很有帮助。

关于我们的金融衍生品仓位，并没有什么新东西需要报告，在过去的年报中已经解释得非常详细。（从 1977 年以来我们的所有年报都可以在 www.berkshirehathaway.com 上查阅到。）然而，我必须谈谈一个重要的行业性变化：虽然我们现有的合约只有非常小的担保物要求，但是对于新建立的仓位的规定已经改变了。因此，我们将不会新建任何大规模的衍生品仓位。我们回避任何一种要求立即提供担保物的合约。由于某种事前根本无法预料到的重大事件，比如全球金融危机或者大规模恐怖袭击，就会导致某些突然且要求提供巨额担保物的要求，这完全不符合我们的首要目标是保持多到有很大冗余的流动性和高得毫无疑问的财务实力。

我们持有的类似于保险的衍生品合约，根据包括高收益率债券指数达到预定数值在内的各种条款规定我们就要赔付。那些让我们损失风险最大的合约已经过期，其余的合约将会很快到期。2011 年，我们为两笔合约亏损支付了 8600 万美元，这也让我们的赔付总额达到了26 亿美元。我们几乎可以确定，这个投资组合最终将会实现“承保利润”，因为我们收到的类似保费收入是 34 亿美元，而我们未来的亏损会低于收入。此外，我们的这类合约的 5 年合约期间我们持有的浮存金平均每年为 20 亿美元。在面临巨大信贷压力的时期还能够取得如此成功的业绩表现，这突出表明了获取保费收入一定要与承担的风险相匹配是多么重要。

考虑到我们未来能够长期持有 42 亿美元的浮存金超过 15 年以上，而且我们已经在那些我们回购的合约上赚到了 2.22 亿美元，我和芒格仍然相信，我们的股票指数卖方期权仓位将会产生相当可观的利润。2011 年年底，伯克希尔的账面价值包括现有衍生品合约产生的负债 85 亿美元。如果这些合约全部持有到期，我们将会支付 62 亿美元。

投资者的基本选择与我们的强烈偏好

投资经常被描述为这样一个过程：现在投入一些钱，期望未来收回更多的钱。在伯克希尔公司，我们采用更加严格的标准，把投资定义为：现在把购买力转让给别人，基于合理的预期，未来按照名义货币收益缴税之后，还能够收回更多的购买力。用更加简洁的话说，投资就是放弃现在的消费，是为了将来某个时候拥有消费更多的能力。

从我们的定义可以推出一个重要的结论：一项投资的风险高低不能用贝塔值来衡量，（beta，贝塔值，一个根据波动性形成的华尔街金融术语，经常用于衡量风险），而应该用可能性来衡量，就是在他计划持有期限之内，这项投资导致其持有人的购买力出现损失的合理概率。资产的价格可能会巨幅波动，但只要能够合理地确定这些资产在持有期间能够带来购买力的增加，就不能说这项投资是有风险的。后面我们将会分析说明，一项价格没有波动的资产可能会充满风险。

可供选择的投资种类繁多，而且各有不同，但是，投资总体上可以分为三大类，理解每类投资的特点非常重要，因此让我们来仔细分析这三类投资。

第一类投资：基于货币的资产：

第一类投资是基于一种特定的货币来命名的投资，包括货币市场基金、债券、按揭、银行存款和其他投资工具。大多数此类基于货币资产的投资都被视为“安全的”，但事实上这类货币资产却可能属于最危险的资产。它们的贝塔值可能是零，但它们的风险值却是巨大的。

上个世纪，这类基于货币的投资工具在很多国家摧毁了投资者的购买力，尽管投资持有人一直能够按时收到支付的利息和本金。而且，这样的糟糕结果未来一再重现。政府决定货币的最终价值，而且系统性力量有时会导致政府更加偏重采取那些会导致通货膨胀的政策。而这些政策总是会一次又一次失去控制。

即使是在美国，尽管政府强烈希望维持美元稳定，但是，从 1965 年我接管伯克希尔.哈撒韦到 2011 年，47 年来美元贬值幅度令人震惊，高达 86%。47 年前花 1 美元能够买到的东西，今天要花 7 美元以上。因此，过去 47 年，即使是一个免税机构也必须取得 4.3%的债券投资年收益率，才能保持购买力不变。假如管理层想把任何一部分利息收入视为“收益”，他们一定是在和自己开玩笑。

对于像你我这样必须缴税的投资者来说，这种情况就更加糟糕了。在过去这 47 年里，美国短期国债不断地滚动发行，年收益率 5.7%。听起来好像还不错。但对于一个所得税率平均为 25%的个人投资者来说，这 5.7%的国债名义收益率却不能够产生任何实际收益率。投资者可以看得见的所得税将从他得到的 5.7%名义收益率中拿走其中的 1.4%，通货膨胀这个看不见的“税收”将吞噬掉剩余的 4.3%。值得注意的是，尽管投资者可能认为看得见的所得税是他的主要负担，可是看不见的通货膨胀“税”拿走的收益相当看得的所得税拿走的收益的三倍还要多。没错，每张美元上都印着“我们信仰上帝”这句话，但实际上启动美国政府印钞机的并不是拥有高尚动机的上帝之手，而是充满错误的凡人之手。

当然，投资基于货币的资产时，高利率能弥补因此而必须面临的通胀风险。实际上，1980年代早期的高利率确实很好地做到了这一点。可是，现在的利率水平还不足以抵消投资者承担的购买力减少的风险。因此，现在的债券应该贴上一个警告风险的标签。

因此，在目前利率水平低于通胀率的环境下，我一点也喜欢那些基于货币的投资。尽管如此，伯克希尔持有的这类投资的规模仍然相当庞大，其中主要是短期品种。不管利率水平是多么低，在伯克希尔，保持充足流动性的需要现在总是被置于极其重要的中心地位，将来也绝对不会轻视一点点。为了满足这种流动性的需要，我们主要持有美国短期国债——这是在最混乱的经济环境之下想要获得流动性时唯一能够靠得住的投资品种。我们正常运营的流动性水平要求是 200 亿美元，100 亿美元是我们的绝对下限。

在满足了流动性需要和监管层要求之外，我们一般不会购买基于与货币资产相关的证券，除非它们有可能提供非同寻常的高收益率——可能是由于一个特别的借款被错误定价，就像垃圾债券间歇性暴跌期间那样，某只公司债定价过低；也可能是由于利率已经上升至较高的水平，从而提供在利率下降期间发行的高评级债券实现较大资本利得的可能性。

尽管我们过去曾经都利用过这两种机会，未来也有可能再次利用，但是现在我们对这类投资机会的态度却是 180 度大转弯。今天，华尔街人士谢尔比•库洛姆•戴维斯多年前说的一句辛辣的评论看起来非常适用：“债券的推销广告说是能够提供无风险的回报，可是现在的价格而言其实提供的是无回报的风险。”

第二类投资：无法生产出任何东西的资产：

第二大类投资是那些永远不会生产出任何东西的资产，投资者之所以买入，是因为他希望其他投资者将来会支付更高的价格从他手里买走这些资产，尽管这些人同样也知道这类资产永远不会有产出任何东西。在所有这类资产中，最典型的例子就就是郁金香，17 世纪时，它一度短暂成为这类买家的最喜爱的投资品种。

第二类永远不会生产的资产中最主要的资产是黄金。对于恐惧黄金以外所有其它资产尤其是纸币会大幅贬值的投资来说，黄金是他们最为喜爱的投资。（纸币的真实价值正如我们前面所说购买力长期会大幅下降，他们的恐惧是正确的。）不过，黄金有两个明显的缺点，一是没有太多用途，二是没有生产繁殖能力。的确，黄金有一些工业和装饰用途，但这些用途的黄金需求量是有限的，也没有能力消化新增的黄金产量。同时，如果投资者一直持有一盎司黄金，不管你持有多少年，最终的结果还是只有一盎司黄金。

大多数投资者买入黄金动机是因为他们相信对于货币贬值的恐惧会进一步升级。过去十年都证明这个信念是正确的。除此之外，黄金价格的持续上涨本身也刺激投资者产生了更多的购买热情，吸引了那些把金价上涨看作验证了这种投资理论的投资者更多买入。随着“跟风”投资者的涌入黄金投资的狂潮，他们创造出他们自己的真理，不过只是在一段时期内。

在过去 15 年里，我们看到的网络股泡沫和房地产泡沫都证明了：一个最初合理的投资观念，再加上广泛宣传而人人皆知的价格上涨现象，结合在一起，就能造就非凡寻常的过度市场泡沫。在这些市场泡沫中，很多最初持怀疑态度的投资者后来也不得不在市场给出的价格上涨“证据”下低了头，买方群体迅速大幅扩张，在一段时间内，本身大量增加的买入资金就足以维持泡沫继续膨胀。但泡沫膨胀扩大到一定程度，就会不可避免地破裂。到那个时候，就会再次验证那句老话：“最早先去做的是聪明人，最后跟着做的是大傻瓜。”

今天，全球的黄金库存约有 17 万公吨。如果把全球所有的这些黄金熔化到一起，就会形成一个三个边长都是为 20.73 米的立方体。（大小差不多正好可以放在一个棒球场的内场里。）以我现在写作时的金价每盎司 1,750 美元计算，全球所有库存黄金的市值约为 9.6 万亿美元。我们将这个全球黄金做成的立方体称为 A 组资产。

现在，让我们用同样的资金成本创建一个 B 组资产。用现在买下全球所有库存黄金的 9.6万美元资金成本，我们可以买下美国所有的耕地（162 亿平方公里，年产值约 2,000 亿美元）和 16 家埃克森美孚石油公司（全球最赚钱的公司，每年盈利超过 400 亿美元）。除此之外，还剩下约 1 万亿美元可用作四处走动用的流动资金（因此，即使是如此超级大手笔的投资后也丝毫不会感到手头资金紧张）。难道你能想像一个拥有 9.6 万亿美元资金的投资者会选择购买 A 组资产而不是 B 组资产？

除了目前全球库存黄金的市值高得惊人之外，按照当前的金价计算，如今的黄金年生产量的市值也高达约 1,600 亿美元。黄金的买家，不管是珠宝制造商，工业用户，非常恐惧货币贬值的个人，还是投机者，都必须不断地消化这种每年不断增加的黄金供应量，这样也仅仅只能让金价在目前的价格水平上保持供需均衡。

从现在开始往后的未来 100 年期间间，整个美国的 162 亿平方公里耕地将产出数量惊人的玉米、小麦、棉花和其他农作物。而且不论未来货币是什么样，这些耕地都会继续产出这样价值巨大的回报。在未来 100 年期间，埃克森美孚石油公司可能会向股东派发了几万亿美元的股利，而且公司还将会持有价值很多万亿美元的资产规模（记住你一共拥有 16 家埃克森美孚石油公司）。100 年内 17 万公吨黄金的体积大小不会有丝毫变化，而且仍然不会有产出任何东西。当然，你可以天天爱抚这个黄金立方体，但是它却不会对你有任何反应。

不可否认，即使是 100 年之后，当人们感到恐惧时，很多人可能还是会冲向黄金疯狂买入。但是，我相信，当前市值 9.6 万亿美元的 A 组黄金资产在未来 100 年期间的复合收益率将会远远低于 B 组耕地和股权资产。

第三类资产：生产性资产：

当恐惧心理达到顶点时，第一类资产第二类投资最受欢迎：对经济崩溃的恐惧推动个人投资者基于货币的资产，大部分是购买美国国债；而对货币贬值崩溃的恐惧会推动人们蜂拥买入黄金等永远不会生产出任何东西的资产。在 2008 年后期，我们听到人人都在说“现金为王”，而这个时候反而应该是花掉现金而不是持有现金。同样，在 1980 年代早期，我们听到人人都在说“现金是垃圾”，但是那个时候固定收益投资却是处于我们记忆中最有吸引力的高收益率水平。在这两种情况下，那些盲目跟随大众的投资者们为了自己感到内心舒适安定而付出了沉重的代价。

我自己最看好的投资，你知道，就是我们接下来要谈到是第三类投资：对于生产性资产的投资，不管是企业、农场，还是房地产。最理想的资产应该符合两个标准，一在通货膨胀时期能够创造出源源不断的产品，这些产品本身能够提价而保持其企业购买力价值不变，二是只需最低水平的新增资本投入。农场、房地产和许多优秀企业，比如可口可乐公司、IBM公司以及我们拥有的喜诗糖果公司都属于符合这两个标准的优质资产。当然其他的公司，比如受到政府管制的公用事业公司，就不能符合第二条标准，因为通胀会给它们带来沉重的追加资本投资负担。为了获得更多盈利，这些公司的股东们必须投入更多的资本。尽管如此，这类对于生产性资产的投资还是优于非生产性投资和基于货币的投资。

不管未来 100 年以后的货币形式是黄金、贝壳、鲨鱼牙，还是今天这样的一个小纸片，人们还是会愿意用自己几分钟的日常劳动，来换取一罐可口可乐或一些喜诗巧克力花生糖。未来，美国人肯定将运输更多的商品，消费更多的食品，要求更大的住房。人们将会永远用自己生产的东西交换别人生产的东西。

美国企业将会继续高效地生产提供美国人需要的商品和服务。打个比方，这些商业“奶牛”将会存活上好几百年，还会生产更多数量的“牛奶”。决定这些商业“奶牛”价值高低的因素不是商品交换的媒介，而是它们的产奶能力。对于奶牛的主人来说，来自销售牛奶的利润将会复合增长，就像 20 世纪的股票投资一样，在这 100 年间道琼斯指数从 66 点增长到了 11,497 点（与此同时还支付了很多股息）。伯克希尔的目标将是不断增加自己持有一流企业的股权。我们的第一个选择是整体收购这些一流企业成为唯一的主人，但是我们也愿意通过持有很大数量流通股的方式成为拥有部分股权的股东。我相信在未来任何一个较长的时期内，对于一流企业的这类投资结果都将证明，这类投资是我们前面分析的三类投资中遥遥领先的优胜者。更重要的是，这类投资也将是最安全的投资。

年度股东大会

伯克希尔公司年度股东大会将在2012年5 月5日星期六在美国奥马哈市的CenturyLink中心（这是原来的 Qwest 中心更换新名）。我们公司总部的员工 Carrie Kizer2011 年首次担任年会上我们旗下公司产品表演的总导演，做得非常好，因此赢得终身导演的职务。所有人都喜欢她做的这份工作，尤其是我。

CenturyLink 中心的大门 7 点打开。之后我们马上会推出一个新的活动项目：扔报纸挑战赛。2011 年后期，伯克希尔公司收购了奥马哈世界先驱报，在我们做为控股股东和员工的见面会上，我大谈我少年时期当报童时送了 50 万份报纸，练就一手卷报纸和扔报纸的绝技。

我刚刚说过，就看到台下的记者们充满怀疑的眼光。这并不让我感到吃惊。毕竟，记者的职业准则是：“如果你妈妈说她很爱你，也要核查一下是否属实。”现在我得实际证明我所说的全部属实了。在股东年会上，我将和所有来宾参与一场把奥马哈世界先驱报投掷的比赛，看看谁能把报纸投掷得到距离 10 米远的一座 Clayton 移动房屋的门口最近的地方。比我扔得更近的人就能获得一只雪糕。我已经让为这次挑战赛多准备几只雪糕，不过我怀疑这些奖品根本用不上，因为我想没有人会羸我。我们会有一大摞报纸。抓起来一份，卷好（没有皮筋），瞄准好用力扔，你肯定会输给我，让我开心一下。

8:30，伯克希尔最新制作的年会电影开始放映。一个小时后，9:30，我们将开始进行提问回答，并将一直持续到下午 3:30 为止(中间短暂休息在 CenturyLink 中心的摊位上有午餐供应)。问答环节结束之后，短暂休息一下，我和芒格在 3:15 将正式召集大家召开年度股东大会。如果你要在白天的提问回答期间离开会场的话，请在芒格讲话的时候离开。

当然，离开会场的最好理由是去购物。我们为了给各位提供最好的购物服务，在与股东年会会场相邻的 1.8 万平方米的大厅里摆放了伯克希尔下属公司生产的各种商品。去年年会期间各位股东做得很棒，很多产品的销售都创下历史新高。年会召开的 9 个小时期间，我们销售了 1,249 双 Justin 靴子，11,254 磅喜诗巧克力，8,000 Quikut 小刀(每分钟销售 15把)，6,126 双 Wells Lamont 手套。（我最关注的产品是钱。）但是你们今年能够做得更好。记住：谁说金钱不能买来快乐，只是因为他没有到我们这里来购物过。

今年新加入展览的公司是我们下属的一家跑鞋公司。Brooks 持续不断地攻占更多的市场份额，2011 年的市场份额已经高达 34%。大家有空一定要去 Brooks 的展台拜访一下这家公司的 CEO Jim Weber，向他表示祝贺。同时一定要买入一双限量款“伯克希尔•哈撒韦专属跑鞋。”

盖可将设一个展台，有来自全美最优秀的保险顾问为您服务，他们随时准备为您提供汽车保险询价。在大多数情况下，盖可将会给您一个股东特别折扣(通常是 8%)。我们开展业务的 51 个行政区域中有 44 个都批准了这个特别优惠。(额外提示：这个折扣不可以与其他优惠累加使用，比如给予特定群体的优惠)。把你现有的保单拿过来，看看我们能否帮你多省点钱。我相信我们至少可以帮助你们中一半人省去更多保险费。

一定要去书虫吧书台，这里将会提供超过 35 种图书和 DVD，其中有一些是新出版的。我特别推荐关于讲述我们一个下属公司 MiTek 发展历史的一本书。你将会从书中看到，我最初对这家公司产生兴趣的原因是，我收到了一个邮包，里面装着一块丑陋的金属块，我根本不知道有什么用。自从我们 2001 年收购之后，MiTek 公司收购了 33 家企业，几乎都很成功。我想你也会喜欢 Peter Bevelin 编写的一本小书，这本书汇总了我和芒格过去多年来在公司年报和股东大会上说的话，解释了伯克希尔公司的投资和经营的原则。如果您需要把买的书快递回去的话，旁边就有快递服务。

如果您是一位愿意花大钱的大款,或者希望成为这样的大款，请在周六中午到下午五点参观位奥玛哈机场东侧的伊里亚特航空中心。那里有我们下属的 NetJet 公司的私人专机编队，将让您心跳加速。坐着大巴来，乘着私人飞机回。别担心钱不够，我会给你贷款。

随同附上的股东大会资料中有个附件，告诉您如何获取参加股东的凭证，凭此才能参加股东年会和其它活动。在伯克希尔股东大会召开的周末，航空公司有时会提高机票价格。如果你从很远的地方过来，可以比较一下飞到肯萨斯与奥马哈的价格。飞到肯萨斯，再开车到奥马哈，只需要 2 个半小时左右，也许这样可以帮你省掉一大笔钱，尤其是你本来就打算在奥马哈租车的话。省下来的钱，一定要在会场上购物花掉噢。

内布拉斯加家具商场位于 72 街上，在 Dodge 和 Pacific 之间，占地 77 英亩，在这里我们将会再次举办“伯克希尔周末”特价促销活动。2011 年，这家商场在年会期间销售收入为 3270 万美元，比很多家具商店一年的销售收入总额还要高。要得到伯克希尔股东的特别优惠，你必须在 5 月 1 周二到 5 月 7 日周一之间购买并出示参加年会的凭证。这次特价促销包括了几个著名的大牌厂家产品，一般情况下严禁打折销售，但考虑到这是一个特别股东周末活动，所以特别破例只为参加股东大会人士提供优惠折扣。我们特别感谢他们的支持。内布拉斯加家具商城在周一至周六早十点到晚九点营业，周日是早上十点到晚上六点营业。周六下午五点半到晚八点，内布拉斯加家具商城将会举行野餐会，邀请所有与会者参加。

在波仙珠宝店，我们将再次召开两场股东专场活动。第一个活动将是一场鸡尾酒会，在5 月 4 日周五下午 6 点到晚上 10 点举行。第二个活动是一个大型聚会，在 5 月 6 日周日早上九点到下午四点举行。周六，我们将会营业到下午六点。在星期天下午两点左右，我本人将会亲自在波仙担任售货员，我极度渴望能够打破我去年创下的销售记录。所以请大家来照顾我的生意吧，我会给你一个疯狂的巴菲特特别优惠价格。

在波仙外面所搭的商场里，美国两届棋赛冠军 Patrick Wolff 将蒙上双眼，所有挑战者们六个一组，他一个人同时和 6 个人对奕。就在附近，著名的达拉斯魔术师 Norman Beck将进行精彩表演。另外，两位世界级桥牌顶尖高手 Bob Hamman 和 Sharon Osberg 也会在周日下午与我们的股东们进行比赛。两位非专业选手，我和芒格，也会参加。

Gorat's 餐厅会从下午 1 点营业到晚上 10 点，Piccolo’s 餐厅将会从下午 4 点营业到晚上 10 点。这两家都是我喜欢的餐厅，周日晚上我会在两家餐厅都吃上一顿。（保险精算资料表明，在我死之前要消耗 1.2 亿卡路里，我非常担心我还没有吃够就死掉了，所以星期天要提前多吃一顿）。请记住，要在 Gorat's 订餐，请在 5 月 1 日拨打电话 402-551-3733(但不要提前)，Piccolo’s 订餐电话是 402-342-9038。在 Piccolo’s 餐厅，要显得你有品位，就得要上一大杯饮料作为甜点，要小杯不是男子汉。

今年我们将再次邀请同样的三位财经记者引领年会问答环节，他们通过电子邮件收集股东提交给他们的问题，向我和芒格进行提问。这三位记者和他们的电子邮件地址分别是：财富 杂 志 记 者 Carol Loomis ：cloomis@fortunemail.com ；CNBC 记 者 Becky Quick ：BerkshireQuestions@cnbc.com ；纽 约 时 报 记 者 (Andrew Ross Sorkin ：arsorkin@nytimes.com。

今年我们另外增加了一个负责提问的专业人士小组，他们是三个追踪伯克希尔的金融分析师：KBW 公司的 Cliff Gallant，Barclays Capital 公司的 Jay Gelb，Dowling and Partners的 Gary Ransom。这些分析师会提问他们自己想问的关于伯克希尔公司的问题，他们将会记者以及现场听众轮流提问。

我和芒格相信，所有股东都应该有渠道能够同时知悉伯克希尔公司的最新信息披露，而且应该有足够的时间进行分析，这也是我们为什么总是努力安排在周五收盘之后公布公司财务信息的原因。我们不会与大型机构投资者或分析师进行一对一沟通。我们新增加一个分析师小组就是为了让分析师提出问题，也许会有几个技术性强的问题，希望这能够对很多提供帮助。

我和查理事先都不知道任何与问题有关的东西。我们知道，记者和分析师会挑选一些难以回答的问题，这正是我们所希望的。总的来说，我们希望至少回答 54 个问题，三个记者和三个分析师每个人提问 6 个问题，现场听众提问 18 个问题。如果还有一些剩余的时间，我们将会回答现场听众更多的问题。听众提问者将通过 8 点 15 分举行的抽签决定，13 个提问用的话筒分别放置的会场不同的区域和主要的分会场。

我有非常充分的理由，我会定期高度赞扬我们下属公司负责经营管理的经理人取得的成就。他们都是真正的全明星，管理企业就像这是他们家族唯一持有的资产一样。我相信他们的这种心态，和那些大型公众持股公司管理层全心全意为股东谋利益的态度完全相同。大多数经理人根本没有任何财务需要来工作，他们追求的最大报酬是享受在企业经营上打出本垒打的快乐。

可是，和这些下属公司经理人同样非常重要的是在总部办公室和我一起工作的 23 名男女同事（所有人在同一个楼层办公，我们特意这样安排！）。这个只有 23 人的团队高效处理各种事务：美国证监会和其他监管部门大量要求，制作多达 17839 页的联邦收入所得税申报文件，还有州收入所得税和海外收入所得税相关文件，回应股东和媒体的无数个询问，寄送年度报告，筹备全美规模最大的上市公司股东年度大会，协调董事会活动，他们的活动名单还可以列举出来很多很多活动。

他们态度愉悦地处理这些企业事务，效率之高简直令人难以置信，让我倍感轻松和快乐。他们的努力并不仅局限于伯克希尔公司相关的活动，他们还需要同 48 所大学打交道，这 48所大学是从 200 名申请大学中筛选出来的，在该学年将选送一些学生到奥马哈，与我共同度过一天的时间。他们还要处理我收到的各种请求，安排我的旅行，甚至去帮我买午餐的汉堡包。没有一个 CEO 像我做得这么舒服了。

沃伦•巴菲特

董事会主席

2012 年 2 月 25 日

## 2012年巴菲特致股东的信

2012 年，伯克希尔为股东实现了 241 亿美元的回报。我们花了 13 亿美元回购股票，因此公司净值今年增长了 228 亿。A 级和 B 级股票的每股账面价值增长了 14.4%。过去的 48年（即从现任的管理层接受以来），每股账面价值从 19 美元增长到了 114,214 美元，复合增 19.7%。

去年伯克希尔有一些好消息，但我们还是先从坏消息说起吧。

1965 年我运作的合伙公司接手伯克希尔以来，我从来没有想过，一个回报 241 亿美元的年份相对业绩居然是低于平均水平的，请参见第一页的业绩比较。

但去年的业绩的确低于平均水平。这是 48 年来第 9 次伯克希尔的业绩落后于标普 500指数的回报（计算包括的分红和股价上升）。需要强调的是，另外的 8 次落后中，标普 500指数增长都超过 15%。我们在逆境里干的要好一些。

迄今为止，我们从来没有在按 5 年衡量的业绩上落后于标普，已经实现了 43 连胜。但是标普指数过去 4 年连续取得正回报，并且超过了我们。如果 2013 年市场继续实现超越，我们的 5 年期连胜记录就要终结了。

有一件事情你可以确信：无论伯克希尔最终业绩如何，我的合伙人查理·芒格，公司的副董事长，和我都不会改变业绩标准。我们的工作就是以一个比标普指数更快的速度增加公司的内在价值——我们使用账面价值作为其近似值。如果我们成功了，即使各年份的波动难以预测，伯克希尔的股价长期来看会超越标普指数。如果我们失败了，我们没有给投资者带来任何价值，因为直接买一只低费率的指数基金也可以获得同样的回报。

查理和我相信，伯克希尔的内在价值会持续以略高于标普指数的水平增长。我们的信心来源于公司优秀的业务，能干的经理人团队，以及以股东利益为导向的公司文化。我们的相对业绩在市场向下或者表现平平的时候要好一些。在市场上涨强劲的年份，请预期我们将会暂时落后。

2012 年第二件令人失望的事情是我没有能进行一笔大收购。我瞄准了一些大象，但最终空手而回。

不过今年年初我们运气不错。2 月，我们达成协议购买一家全资拥有亨氏公司的控股公司 50%股份。另外一半将会由以 Jorge Paulo Lemann 为首的少数投资者持有，他是巴西著名的商人和慈善家。

我们买不到比这更好的公司了。Jorge Paulo 长期以来都是我的好朋友，并且是一位卓越的经理人。他为首的投资人团队和伯克希尔将会各自出资约 40 亿美元购买持股公司的普通股。伯克希尔还会另外投资 80 亿美元购买分红率 9%的优先股。优先股两个优势大大增加了它的价值：首先它将会在特定时刻以显著的溢价被回购，其次这些优先股还允许我们以象征性的价格购买持股公司 5%的普通股。

120 亿美元的总投资吸收了伯克希尔去年利润的一大块。但我们依然拥有大量的现金，并在不断地累积。所以，我们得继续干活；查理和我再次穿上远征服，继续猎象。

接下来是 2012 年的一些好消息：

去年我告诉大家，BNSF、Iscar、Lubrizol、Marmon Group 和中美能源——我们盈利最好的 5 家非保险公司——2012 年税前利润将会达到 100 亿美元。它们确实做到了。尽管美国经济增长微弱，全球多数经济体都很疲软，我们的“五驾马车”总利润 101 亿美元，比2011 年增加了约 6 亿。

5 家公司里，只有中美能源是伯克希尔 8 年前就拥有的，其税前利润 3.93 亿。后来，我们以现金购买了另外 5 家中的 3 家。在收购第 5 家，也就是 BNSF 的时候，我们支付了 70%的现金，剩下的部分增发股票，使得发行在外的股份增加了 6.1%。最终结果是，5 家公司为伯克希尔贡献了 97 亿美元但只产生了一点点摊薄。这与我们的目标一致，即不仅仅是实现增长，而是要实现每股价值的增长。

除非美国经济出现危机——我们预期不太可能——我们的“五驾马车”2013 年将会贡献更高的利润。5 位优秀的 CEO 们将负责这个事情。

尽管我去年一笔大额收购都没做成，但是我们各个分支的经理人比干的比我好多了。去年是我们“补强型”收购创纪录的一年，我们花了 23 亿美元，收购了 26 家融入我们现有业务的公司。这些交易没有让伯克希尔增发任何股票。查理和我喜欢这样的收购：通常它们是低风险的，不让总部承受任何负担，并且扩展了我们的经理人施展拳脚的空间。

我们的保险业务去年业绩喜人。不但为伯克希尔贡献了 730 亿美元的浮存金用于投资，还贡献了 16 亿美元的承保利润，这是连续实现承保利润的第 10 个年头。这简直就是一个怎么吃掉了却还在的蛋糕。

盖可是保险业务里的领头羊，它继续扩张着其市场份额而没有牺牲其保单质量。从 1995年我们收购盖可以来，它在个人车险的市场份额从 2.5%增长到了 9.7%。保费收入从 28 亿增长到了 167 亿。未来还有巨大的增长空间等着它。

盖可的卓越表现应归功于托尼·莱斯利和他手下的 27,000 名员工。另外，我们还要感谢我们的 Gecko。我们的“小蜥蜴”一直坚守在岗位上，告诉大家如何到 GEICO.com 买更便宜的保险，风雨无阻。当我为大家祈福的时候，我为盖可祈祷两次。

事实证明，Todd Combs 和 Ted Weschler，我们的新投资经理，非常聪明，而且正直诚信，除了作为组合管理人外，在许多方面都有益于伯克希尔，并且他们与公司文化相融。我们和两位一起赚到了大奖。2012 年，他们都以两位数的优势超过了标普 500。这让我相形见绌。

我们已经将他们各自管理的资金增加到了约 50 亿（部分来自我们子公司的养老金）。Todd 和 Ted 非常年轻，他们将会在查理和我离开后掌管伯克希尔巨额的投资组合。他们接手以后大家可以安心睡觉。

伯克希尔年末的雇员总数创记录地达到了 288,462 名，比上年增加 17,604 名。我们总部的员工人数，依然维持在 24 名。暂时还没有任何疯狂的迹象。

伯克希尔的四大投资——美国运通、可口可乐、IBM 和富国银行——都经历了一个好年景。我们在 4 家公司的持股比例都有所增加。我们增持了富国银行（现在的持股比例达 8.7%，2011 年末未 7.6%），和 IBM（6.0%，之前为 5.5%）。同时，可口可乐和美国运通的股票回购增加了我们的持股比例。我们在可口可乐的持股比例从 8.8%增加到 8.9%，在美国运通的持股比例从 13.0%增加到 13.7%。

伯克希尔在这四家公司的持股比例未来还会增加。Mae West 说的对：“好东西越多越精彩。”

这四家公司运营着非凡的业务，并且由聪明、为股东利益考虑的经理人掌舵。在伯克希尔，我们更愿意拥有一家优秀公司非控制性但是足够额度的权益，而不愿意拥有一家业绩平平的公司 100%的权益。我们在资本配置上的灵活性，使我们具有一个巨大优势，那就是可以限制下属公司，保证它们只收购那些它们能够运营好的业务。

以我们年末的份额计算，2012 年我们在“四大”上获得的利润是 39 亿。但在我们报告给你的财报上，我们只计算了我们获得的分红——大约 11 亿。但是请不用怀疑：没有进入财报的 28 亿利润和财报上记录的具有同样价值。

四家公司留存下的利润经常用于回购——这增加了我们未来所占的盈利比例——还用于支持具有良好前景的投资机会。

去年在做资本配置的决策时，苦恼于“不确定性”的 CEO 们一定非常纠结（虽然他们中的不少人所管理的公司盈利和现金都创纪录的好）。在伯克希尔，我们完全没有他们的担心，相反 2012 年我们在工厂和设备上投资了 98 亿美元，其中约 88%投资在美国。这比 2011 年增加了 19%，而 2011 年是我们之前投资的历史高点。不管智者怎么说，查理和我喜欢在值得的项目上大笔投资。我们注意到 Gary Allan 的新歌里唱到，“风暴过后，又是一场大雨”。

我们依然脚踏实地，而且基本确定 2013 年又会是资本支出创纪录的一年。在美国，机会到处都是。

给我的 CEO 伙伴们的一点想法：毫无疑问，未来永远是充满不确定性的，美国从 1776年开始就一直面对各种不确定性。只不过有时候人们非常在意无以计数的、一直存在的各种不确定性，而另外一些时候，他们却无视不确定性（通常是因为那段时间太平无事）。

美国公司前景光明。股票也一定会表现良好，因为它们的命运是和公司的业绩联系在一起的。周期性的困难在所难免，但是投资者和经理人处在一个由他们的喜好所影响的游戏中。（道琼斯工业指数在 20 世纪里从 66 涨到了 11,497，期间经历了四次损失惨重的战争，一次大萧条和多次的衰退，最终依然蹒跚上升了 17,320%。而且不要忘了，投资者还收到了不少的分红。

因为这个游戏是如此的诱人，查理和我认为尝试依据塔罗牌的排列，“专家”的预测，或者商业周期进进出出是一个巨大的错误。错过这个游戏的风险比呆在里面要大得多。

我自己的故事就是一个戏剧性的例子：1942 年春天，美国当时痛苦地经历着太平洋战争带来的损失，而我购买了我的第一支股票。每天的新闻头条都在诉说更多的困难。尽管如此，没有人谈论不确定性；每个美国人都坚信我们会挺过来。

我们的国家从那段痛苦到现在的成功让人吃惊：通胀调整后，人均 GDP 从 1941 年到 2012年间翻了 4 倍。在这期间，每个明天都充满不确定性。然而，美国的命运一直都非常清晰：长盛不衰。

如果你是一个 CEO，因为短期因素的担忧，搁置了一个巨大但利润丰厚的投资项目，请打电话给伯克希尔，让我们来缓解你的担忧。

总结来说，查理和我希望通过以下方式来增加我们的每股内在价值，（1）增强我们分支业务的盈利能力；（2）通过“补强型”的收购进一步增强盈利能力；（3）参与到我们投资对象的增长中去；（4）当伯克希尔的股价明显低于内在价值时，回购股票；（5）进行大额收购。极少情况下，我们也会通过增发伯克希尔的股票来最大化最终业绩。

这些方式具有坚实的基础。一个世纪以后，BNSF 和中美能源依然会在美国经济中扮演重要角色。保险业务就更不用说，依然对机构和个人具有重要意义——而且没有公司比伯克希尔给这个领域投资带来更多资源。当我们看到这些以及更多的优势时，查理和我就非常喜欢你们公司的前景。

内在价值

虽然查理和我不停谈论内在价值，但我们无法告诉你伯克希尔的股票精确的内在价值（其他一些股票也很难）。在 2010 年的年报里，我们提出了三个要素——其中一个是定性的——我们认为这是衡量伯克希尔内在价值的关键。

这里有两个关键量化要素的最新数据：2012 年，我们的每股投资增长了 15.7%，达到113,786，我们除保险和投资外的每股税前利润也增长 15.7%，达到 8,085。

从 1970 年开始，我们的每股投资以每年 19.4%的复合速度增长，我们的每股盈利增速则是 20.8%。伯克希尔的估计过去 42 年的增速和我们两个主要价值衡量指标的增速非常接近，这并非巧合。查理和我乐于看到这两个方面都增长，但是我们的重点依然将是构筑坚实的盈利能力。

现在，让我们了解公司四个主要业务板块的运营情况。它们具有差别巨大的资产负债结构，以及全然不同的营收情形。因此把它们合并到一起将会影响分析。我们将分别讨论各个业务，这也是查理和我看待它们的方式。

保险业务

先来看保险业务，伯克希尔的核心业务，也是多年来驱动我们不断扩展的引擎。

财产保险公司现收取保费，事后进行理赔支付。在一些极端情况下，比如某些工伤保险，赔付可能发生在几十年之后。这种现在收钱，将来赔付的模式让我们持有大量的现金——我们把它称作“浮存金”——但最终它会支付到别人手中。同时，我们可以使用这些浮存金为伯克希尔投资。虽然单笔的保单和索赔有进有出，但是我们持有的浮存金总额和保费收入维持一个稳定关系。所以，当我们的业务扩张时，我们的浮存金规模也扩张。我们增长的速度，参加下面的表格：



去年我告诉大家，我们的浮存金可能保持平稳，甚至有可能会在将来有所下降。但我们的保险公司 CEO 们最终证明我是错的，他们去年让我们增加了 25 亿浮存金。我现在预期 2013 年还会有所增加。但是更多的增长会越发困难。好消息是，盖可的浮存金基本上会保持增长。

但是在 Nationally Indemnity 的再保险部门，我们有一些流失的保单，它们的浮存金会下降。如果我们未来确实出现了浮存金的下降，那它会是非常温和的——每年不会超过 2%。

如果我们的保费收入超过了总成本和最终的赔付支出，我们会在利用浮存金投资获得的投资收益之外录得一个承保利润。赚到这种利润的时候，我们是在享受持有这些免费资金的好处——更好的是，我们还因为持有资金而赚到钱。这就好像你去银行贷款，银行还倒贴给你利息。

不幸的是，保险公司实现这个美好结果的强烈愿望导致了激烈的竞争，竞争如此激烈以至于大多数年份，财产保险行业整体都在严重承保亏损中运行。这笔亏损，实质上就是整个行业为了获得浮存金所支付的成本。举个例子，州立农业保险公司，当前美国最大且管理良好的保险公司，截止到 2011 年前的 11 年里有 8 年都录得承保亏损（2012 年的财务数据还没有公布）。保险行业有很多种亏钱的方式，而且这个行业从来不曾停止寻找新的亏钱方式。

正如前一部分提到的，我们已经连续 10 年录得承保利润，我们的这一时期内的税前利润累计 186 亿美元。预计未来大部分年份中，我们依然会保持录得承保利润。如果确实如此，那我们的浮存金就比免费的资金更诱人。

那我们诱人的浮存金将会如何影响内在价值的计算？当伯克希尔在计算账面价值的时候，所有的浮存金都作为负债被扣除了，就好像我们明天就要兑现债务，并且再也无法补充回来。但这是一种看待浮存金的错误观念，它实际上应该被看做一笔循环基金。如果浮存金是无成本并且是长期存在的，我相信对伯克希尔来说确实如此，那这笔债务的真实价值就远比账面上的负债大得多。

我们资产账面上记录的，对应保险公司的 155 亿“商誉”部分地抵消了负债账面价值的高估。实际上，这些商誉代表着我们为保险公司产生浮存金的能力所支付的价格。然而商誉的账面成本，和它的真实价值毫无对应关系。比如说一家产生持续大额承保亏损的保险公司，其商誉应该为零，无论其历史成本是多少。

幸运的是，伯克希尔的情况不是那样。查理和我相信，我们保险公司的真实商誉——我们愿意为购买一家能产生类似质量的浮存金的保险公司所支付的价格——远超过账面上记录的历史成本。浮存金的价值是我们认为伯克希尔的内在价值明显超过账面价值的一个原因——一个重要原因。

必须再强调一下，无成本的浮存金不应该成为对整个产险行业平均预期的结果：在保险行业里像伯克希尔这样能获得的优质浮存金的公司非常之少。2011 年前的 45 年中，有 37年整个行业的保费收入不能覆盖赔付支出和成本费用。因此，整个行业的有形资产回报水平几十年来一直低于美国其他行业的平均水平，这是一个悲伤但基本注定还会持续的情形。

另外一个让行业的暗淡前景更加不利的事实：保险公司的利润现在受益于之前“遗留”下的高收益债券，当资金未来年份重新进行投资时，不能再获得如此高的收益率——也有可能还要过好些年。今天的债券市场实际上是减耗资产。保险公司的盈利在债券到期并重新配置时将会遭受重创。

伯克希尔优越的经济特性之所以存在，是因为我们有一些卓越的经理人在运营着我们不同凡响的保险公司。让我将给大家介绍一些主要的公司。

首先，浮存金规模排在第一的是伯克希尔.哈撒韦再保险集团，由阿吉特·杰恩领导。阿吉特对其他人都不愿意承保，或者没有足够资本进行承保的风险进行承保。他的公司集能力、速度、果断，以及最重要的，保险专业智慧于一身。他从未让伯克希尔暴露于与我们的资源不相称的风险之下。实际上，我们比多数大保险公司在规避风险方面都更加谨慎。举例来说，如果保险行业因某项巨灾遭遇了 2500 亿美元的亏损——这是历史上所发生过最大规模亏损的 3 倍——伯克希尔当年整体上依然能够实现盈利，因为它有如此多的利润来源。其他的大保险公司和再保险公司则会出现大额的亏损，有些甚至将面临破产。

从 1985 年开始，阿吉特已经创立了一个浮存金 350 亿美元，实现巨额累计承保利润的再保险公司，这是一项任何其他保险公司的 CEO 都难以望其项背的成就。他也为伯克希尔贡献了千百亿的利润。如果你在年会上遇到阿吉特，请深深鞠躬表示敬意。

我们还有另外一驾再保险马车，它属于通用再保，由泰德·蒙特罗斯（Tad Montross）掌管。

最起码的，一家优秀的保险公司必须遵守四项原则。它必须（1）理解所有可能导致保单形成损失的风险敞口；（2）保守地衡量风险敞口实际形成损失的概率以及可能的损失规模；（3）设定合理的保费，平均来看，要能在覆盖潜在的损失成本和运营成本后实现承保利润；（4）愿意在收取不了合意的保费时放弃保单。

很多保险公司顺利通过前三条，但在第四条上不及格。它们无法在它们的竞争对手也争抢的业务上回头。古话说，“别人这么干，我也得这么干”，这在很多行业都造成了麻烦，但这在保险行业造成的麻烦尤其多。

Tad 非常明了保险行业的四条军规，他的业绩证明了这一点。在他的领导下，通用再保的巨额浮存金比无成本的资金还要诱人，并且我们预计这种情况依然会继续。我们尤其对通用再保的国际人寿再保险业务充满热情，从 1998 年我们收购公司以来，这项业务持续增长并不断盈利。

最后，是盖可，62 年前让我开始入行时投资的保险公司。盖可由托尼·莱斯利掌管，他 18 岁就加入了公司，到 2012 年，已经服役 51 年。

托尼的成就让我无法相信自己的眼睛。必须说明的是，他的业绩远不是去年盖可按美国会计准则报告的 6.8 亿美元承保利润所能说明的。因为年初的会计准成调整，我们在盖可的承保利润中计入了 4.1 亿的费用。这和盖可 2012 年的运营没有任何关系，不改变现金、收入、成本和税收项目。实际上，这项减记只是进一步加大了盖可的内在价值和其账面价值之间的差距。

尽管公司遭遇了历史上最大的单笔损失，盖可依然实现了承保利润。亏损的原因是飓风桑迪，它给盖可造成了三倍于卡特里娜的损失，后者是之前的记录保持者。风暴中损毁的车辆中 46,906 辆是由盖可承保的，这个巨大的数字，这也反映了盖可在纽约地区市场份额的领先地位。

去年，盖可在已有投保客户的复单率（“粘度”）和询价转化为保单的比例（“转化率”）上都有显著的提升。这两项数据意味着一大笔利润：可持续地将客户粘度提高一个百分点，意味着内在价值增加超过 10 亿美元。2012 年盖可实现的提高证明，人们查询公司的保单价格的话，通常可以发现购买盖可的保险可以省下不少钱。（打个电话到 1-800-847-7536 或者到网站 GEICO.com 试一下。记得申明你是伯克希尔的股东，这通常能让给你享受优惠价。）

除了我们的三家主要保险公司外，我们还有一些小保险公司，它们的大部分专注于保险行业的一些细分领域。整体上，这些公司一直为我们贡献承保利润。另外，正如表格数据显示的那样，它们也提供了大量浮存金。查理和我感谢这些公司和它们的经理人们。

2012 下半年，我们收购 Guard Insurance 扩大了这个大家庭。它是一家威尔克斯-巴里的工伤保险公司，主要做一些小额的保单。Guard 的年保费规模大约 3 亿美元。这家公司在它的传统业务和它即将提供的新业务上都有很大的发展潜力。



\*由于行业会计准则调整，减少了 4.1 亿美元承保利润。

在所有大型保险公司中，我认为伯克希尔的保险公司是全球最好的。我们非常有幸在1967 年 3 月以 860 万美元收购了 Jack Ringwalt 卖给我们的两家财产保险公司。

受管制的、资本密集型业务

这个版块主要有两家公司，BNSF（伯灵顿北方圣特菲铁路公司）和中美能源，它们有一些重要共同特点区别于我们其他的公司。所以，我们在这里把它们单独归为一类进行讨论，并在美国会计报表中单独列示它们的合并资产负债表和营收表。

它们的一个重要特征是，两家公司都有巨额的长期受管制的资产投资，这些资产部分由大额长期账务支持，伯克希尔并不承担相关的债务责任。它们实际上并不需要我们的信用支持，因为它们具备良好的盈利能力，即使在恶劣的环境下也能覆盖它们的债务利息。比如在去年疲软的经济中，BNSF 的利息覆盖倍数是 9.6 倍。（我们队覆盖倍数的定义是税前利润/利息，而不是 EBITDA(息税前利润)/利息，一项我们认为被普遍使用的错误指标。）

在中美能源，另外有两个因素保证它在各种情形下还本付息的能力：公司抗周期的盈利特性，这源于公司垄断性地提供一项必须服务，以及它多元化的盈利来源，这保护它不会由于某个监管部门的措施而遭受致命冲击。

每天，我们的两家公司都在驱动着美国经济：

BNSF 承担了全国 15%（以吨-英里衡量）的城际间货运量，包括公路、铁路、水路、航空以及管道运输。BNSF 的吨-英里运量超过其他任何公司，这个事实意味着 BNSF 是全国经济循环系统最重要的大动脉。

BNSF 还以一种非常节约能源和环境友好的方式在运输着货物，它运输一顿货物 500 英里只需一加仑柴油。卡车实现同样的运力大约要使用 4 倍的能源。

中美能源的电力设施为 10 个州的零售客户服务。只有一家公用事业持股公司为多个州服务。另外，我们是再生能源方面的领导者：第一，9 年前开始涉足，到目前为止我们占全国风力发电量的 6%。第二，在建的三个项目完成后，我们将占有全美太阳能发电量的 14%。

类似的项目需要巨额的资本投资。到项目建成为止，我们的再生能源项目将耗资 130亿美元。我们进行这样的投资是因为我们认为它可以提供合意的回报——在这方面，我们给予了未来的监管策略极大的信任。

我们的信心来源于过往的经验，也来源于社会在交通和能源方面会一直需要大量投资的认识。政府为了自己的利益将会合理对待资本提供者，以保证有持续的资金来满足必须的公共项目。从我们自身的利益出发，我们愿意去争取监管者和它们所代表的人民的认可和批准。

我们的经理人必须在今天就考虑我们的国家明天会需要什么。能源和交通项目需要很多年才能见到效益；但一个增长的经济体不能后知后觉。我们完成自己的角色以防止不利情况发生。大家可能听到过我们国家阻碍基础设施建设的言论，但对 BNSF 和多数的铁路来说都不是这样。美国的铁路系统正处于一个不能更好的状态，这是行业巨大投资的结果，但我们没有满足于现状：BNSF 将会在 2013 年支出 40 亿美元，大约是其折旧额的 2 倍，并且超过任何铁路公司历史上的单年投资额。

BNSF 的 Matt Rose，中美能源的 Greg Abel，是我们两位优秀的 CEO。他们是杰出的经理人，创立了为客户提供良好服务，为股东创造良好回报的公司。我非常感谢他们，他们也应该得到大家的感谢。

下面是他们公司的主要业务数据。



眼尖的读者可能已经注意到中美能源的利润表格中的怪异。住房服务公司是怎么回事？这样一家公司怎么会被划分到“受管制的，资本密集的业务”中？

实际上，2000 年我们获得中美能源控制权的时候，它就在公司中。那时我主要关注公司的公用业务，没有关注到住房服务公司，它包括几家房地产经纪公司。

然而，从那时起，住房服务公司就不断地增加地产经纪公司——2012 年增加了 3 家——现在在美国主要的大城市拥有大约 16,000 名代理人。2012 年，我们的代理人参与的房屋销售额达 420 亿美元，比 2011 年增长 33%。

另外，房屋服务公司去年购买了 Prudential and Real Living 67%的特许权业务，它在全国一共有 544 家经纪公司加盟，并它们的在销售额中收取少量的特许费。我们计划 5年内收购剩余的份额。今年，我们将逐步把连锁加盟商和特许权公司的品牌统一为伯克希尔.哈撒韦住房服务。

即便在萧条时期，Ron Peltier 在管理住房服务公司上依然工作出色。现在，房地产市场持续恢复，我们期望利润未来会有显著的提升。

制造、服务和零售业务

我们在这部分的业务种类繁多。我们将通过一个合并的资产负债表和营收表来了解整个部门。



\*2012 年 9 月 16 起包括 Lubrizol 的利润

符合美国会计准则（GAAP）的收入和支出数据列示在 29 页。上表中的运营成本是不符合 GAAP 准则的。尤其是它剔除了一些购买法下的项目，主要是某些无形资产的摊销。我们列示这些数据是因为查理和我认为这样的调整更准确地反映了整块业务真实的成本和利润。我不打算逐一解释所有的调整——有些是细微并且晦涩的——但是认真的投资者必须要理解不同无形资产之间的本质区别：一些无形资产的价值随时间消耗殆尽，但是另外一些的价值从不耗减。

比如软件，摊销费用是真实的成本。然而一些无形资产，比如客户关系，按购买法的会计准则必须摊销，但是它并非真实的成本。GAAP 并不区分这两种摊销。两种摊销费用都在计算利润时计入成本——尽管从投资者的角度看，它们是如此不同。

在 29 页列示的美国会计准则的数据下，该部门 6 亿美元的摊销费用被计入了成本。我们大致认为其中的 20%是“真实”的——这也是我们上面的表格包括的部分——其他的则不是。这种差别因为我们做了非常多的收购而变得影响巨大。

“非真实”的摊销费用还对我们一些主要的投资对象产生影响。IBM 近几年进行了许多小笔的收购，并且定期地报告“调整后的营业利润”，一个剔除了某些购买法调整的非 GAAP数据。分析师一般关注这个数据，他们也的确应该如此。

富国银行没有强调它的一项“非真实”摊销费用，据我所知，也没有被分析师所注意到。富国银行报告的盈利深受一项“核心存款的摊销”费用所累，这似乎意味着这些存款在迅速的消失。但是实际情形却是存款在不断增长。去年这项摊销是 15 亿。除了在美国会计准则下，这项异常巨大的摊销在哪里都不具有实际意思。今天的会计课到此结束。为什么没有人大声要求“再多讲一点，再讲一点？”

这个版块的公司销售的产品从棒棒糖到喷气式飞机，无所不包。有些公司有非常好的经济特性，它们无杠杆条件下的税后有形资产回报率从 25%到 100%多。其他一些产品的回报率介于 12%-20%。但也有少数公司回报率很糟糕，这是我们在资产配置上所犯下的严重错误。

50 多年前，查理就告诉我，以合理的价格买入一家优秀的公司比以一个便宜的价格买入一家平庸的公司划算。尽管这个道理背后的逻辑非常清楚，我还是时不时地犯廉价收购的毛病，其结果有些难以接受，有些则极其糟糕。幸运的是，我只在进行小笔收购的时候犯毛病。我们的大笔收购通常结果都不错，有部分可不仅仅是不错。

把这个版块看做一个整体的话，这些公司们的业绩非常不错。他们运作着 226 亿美元的有形净资产，并获得了 16.3%的税后回报率。

当然，如果出价过高，买入一些具有良好经济特性的公司也可能成为一笔糟糕的投资。

我们大多数的收购里都支付了远超有形净资产的溢价，这些成本反映在财报巨额的无形资产数据中。不过总体来说，我们收获了与投资额相称的回报。而且，这些公司的内在价值，远超它们的账面价值。需要说明的是，在保险板块和受管制的行业板块，内在价值和账面价值之间的差距更加巨大。那里才是真正的大赢家所在之处。

Marmon 公司是一个解释内在价值和账面价值差别的极好例子。现在让我来告诉大家这个诡异的差别源于何处。

去年，我告诉大家，我们增持了 Marmon 的股票，持股比例升至了 80%（从 2008 年我们收购时的 64%）。我还告诉大家，根据美国会计准则，我们必须以远低于我们实际支付价格的成本记录这笔交易。我花了一整年的时间来思考这条怪异的会计准则，但是没有找到任何合理解释——查理和 Marc Hamburg，我们的 CFO，也想不出来。当我得知，如果我们之前没有拥有 64%的权益，那我们 2011 年新购买的 16%就可以以实际购买成本入账时，我更加糊涂了。

2012 年（实际发生在 2013 年初，但追溯调整至 2012），我们又购买了 Marmon 额外的10%股份，同样奇怪的会计要求又出现了。立即减记的 7 亿美元没有影响我们的利润，但是降低了我们的账面价值，因此也降低了 2012 年公司的净资产值。

最近 10%的收购价格意味着我们持有 Marmon 另外的 90%股份价值 126 亿美元。但我们账面记录的价值仅有 80 亿。查理和我认为最近的收购价格代表了真实的价值。如果我们是对的，那我们持有 Marmon 的实际价值至少比账面价值高 46 亿美元。

Marmon 是一家多元化的公司，有 150 多家各个行业的子公司。它最大的业务是持有并租赁油罐车给各种货运公司，比如油运和化工产品运输公司。Marmon 的业务主用由美国的Union Tank Car 和加拿大的 Procor 两家子公司运营。

Union Tank Car 历史悠久，1911 年 Standard Oil Trust 帝国倒闭之前一直由其拥有。有火车经过的时候留意看 UTLX 的标志。作为伯克希尔的股东，大家拥有打着这个商标的油罐车。当大家看到 UTLX 的车时，请挺起胸膛，并享受一个世纪前约翰·洛克菲勒看到自己的车队所享受到那种满足感。

铁路公司并不拥有油罐车，它们属于货运商或者出租公司。去年年底，Union Tank Car和 Procor 一共拥有 97,000 辆油罐车，账面价值 40 亿美元。强调一下，一辆新车成本约 10万美元。Union Tank Car 还是一家主要的油罐车制造商——一部分出售但大部分自己持有并出租。现在，它的订单已经排到 2012 年了。

BNSF 和 Marmon 都受益于与美国原油生产的重新扩张。我们的铁路现在每天运输 50 万桶原油，大约是“下 48 州”（不包括阿拉斯加和离岸州）总产量的 10%。种种迹象表明，BNSF今年的原油运输量将会显著增长。

篇幅所限，我们不能在这里一一讨论许多其他公司的细节。2012 年各个主要公司的详细情况参见 76 至 79 页。

金融和金融产品

这是我们最小的业务版块，包括两家租赁公司，XTRA(拖车租赁)和 CORT(家具租赁)，以及 Clayton Home，国内领先的预置房生产商和金融租赁商。除了这些 100%拥有的子公司外，我们还有其他一些金融资产以及 Berkadia Commerical Mortgage 公司 50%的权益。

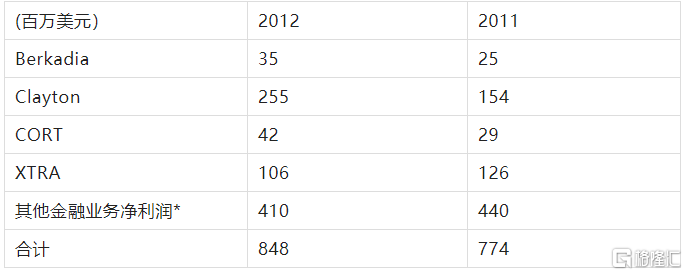
我们把 Clayton 归入到这个版块，是因为它拥有 332,000 笔抵押贷款，合计 137 亿美元。这些贷款中的大部分贷给了中低收入家庭。然而这些贷款在房地产市场崩盘中表现良好，这进一步增强了我们的认识，即合理的首付比例和合理的月供收入比可以有效防范抵押跌价损失，即便在市场萧条时也有效。

Clayton 去年还生产了 25,872 套预置房，比 2011 年上升 13.5%。这占全国全国独栋住宅建设量的 4.8%，其份额为全美第一。

CORT 和 XTRA 也是各自行业中的佼佼者。2012 年 XTRA 在新租赁设备上的投资是 2.56亿美元，是其折旧额的两倍。当竞争对手们在担忧今天的不确定性时，XTRA 已经在为明天做准备。

Berkadia 依然保持良好的业绩。我们在卡地亚的伙伴们在这项业务上投入很多，这是查理和我喜闻乐见的情形。

下面是这个版块的税前收入概述：



\*不包括资本利得或损失

投资

下面是我们年末持有的，市值超过 10 亿美元的股票投资。



\*此处为实际投资成本，等于计税基础，GAAP 准则下的成本在某些情况下因减记和增计而不同。

关于上面的投资组合，有一点需要说明。在伯克希尔以前的年报中，上面的每只股票都是我买的，我为伯克希尔做出了买入的决定。但是今年以后的组合中，由 Todd Combs 或者Ted Weschlerg 投资购买的，或者两人联合购买的，满足列示要求的（今年是 10 亿美元）都会被列入上表。DIRECTV 就是第一支这样的股票，Todd 和 Ted 在他们的投资组合中都持有它，2012 年末市值合计 11.5 美元。

Todd 和 Ted 还管理着一些伯克希尔子公司的养老金，另外一些由于监管的原因由外部的投资公司管理。我们的年报表格里不包括养老金账户的持股，虽然它们的组合有许多与伯克希尔的组合相重叠。

我们将继续削减与伯克希尔保险风险相关的衍生品投资组合。（我们的电力和天然气公用业务还会继续进行运营所需的衍生品投资。）除了少数的例外，新的合约将会要求我们提供抵押，我们不情愿做抵押。市场有可能会走极端，但我们无意于将伯克希尔暴露在任何金融市场的意外情况之中，这可能片刻之间就吞噬掉伯克希尔堆积如山的现金。

查理和我崇尚维持多重的流动性保障，避免任何会耗光我们现金的运营策略。这种策略在 100 年中的 99 年里将降低我们的回报率。但是这可以在别人都倒下的时候，保护我们安然度过第 100 年的危机。于是 100 年里我们都可以安心睡觉。

我们出售的为企业债在提供信用保障的衍生品明年将会到期。基本可以确定我们将会在这些合约上实现 10 亿美元的税前收入。我们还获得了大笔的预收款，这些合约 5 年的存续期里贡献的“浮存金”平均大于 20 亿美元。如前所述，这些衍生品提供了远超合意的回报，尤其考虑到，我们承保的是企业债券——大部分是高收益品种——并且安然度过了金融危机和之后的衰退期。在其他主要的衍生品合约里，我们曾卖出了四个主要股票指数的长期的看跌期权——美国、英国、欧洲和日本。这些合约是 2004 年至 2008 年期间签订的，即使在市场最糟糕的时候，也仅有小额的抵押要求。2010 年，我们解除了 10%的风险敞口，赚得 2.22亿美元。剩余的合约将会在 2018 年至 2026 年之间到期。只有期末的指数才能用于结算，我们的交易对手不能提前行权。

伯克希尔签订以上还未到期的合约时时，收到了 42 亿美元的保费。如果所有合约都在2011 年到期，我们当时需要赔付 62 亿美元，2012 年这个数字是 39 亿美元。由于结算负债的大幅下降，我们的 GAAP 负债从 2011 年的 85 亿下降到 2012 年的 75 亿。虽然最终结果还不确定，但是查理和我相信，最终的负债将会比我们现有的账面负债还低。另外，我们可以自由运用这些合约产生的 42 亿美元，投资于我们喜欢的标的。

我们买了一些报业公司……报业？

过去的 15 个月里，我们以 3.44 亿美元收购了 28 家日报。有两个原因可能让你非常疑惑。第一，我一直在致股东的信和年会里向大家说，报纸行业的总体发行量、广告和利润下降没有悬念。这个预测依然有效。第二，我们买下的资产完全达不到我们要求的收购规模标准。

第二点可能比较容易解释。查理和我喜欢报纸，如果它们的经济情况合意，我们会买下它们，哪怕它们的规模根本达不到我们的收购标准，比如一些袖珍型公司。解释第一点需要多费一些唇舌，还需要一些故事。

新闻，简单的说，就是人们不知道但却又想知道的事情。考虑及时性、方便性、可靠性、全面性和成本，人们会从实现最佳组合的渠道搜寻他们想要的新闻——对他们来说重要的新闻。这些因素的重要程度随新闻的特性和受众的需求而不同。

在没有电视和互联网以前，报纸是各种新闻的最主要信息渠道，这一事实让其成为大部分人不可或缺的产品。无论你关注国际、国内、地方时间，还是体育、财经新闻，大家订阅的报纸通常是最快的信息来源。哪怕整份报纸里只有几页满足大家的兴趣爱好，报纸里所包含的信息还是让你的订阅物超所值。更好的是，广告商通常支付了几乎全部的刊印成本，读者只需搭个顺风车。

不仅如此，广告本身也提供了很多信息给有兴趣的读者，实际上相当于提供了更多“新闻”。编辑们在思想和观点上绞尽脑汁，但是对很多读者来说，招聘信息，哪里有房屋出租，哪个超市周末打折，或者哪部电影何时在哪里上映，比主要文章里的观点要有意义的多。

反过来说，报纸对于打广告的公司来说也是不可或缺的。如果希尔斯或者西夫韦在奥马哈开了新店，它们需要一个“大喇叭”来告诉城里的居民为何今天应该去光顾它们的商店。

实际上，大型百货商店、珠宝店争相在报纸上连夜打广告，因为它们知道广告促销的产品立马就会被抢购一空。再没其他宣传方式比得上报纸了，广告自身就是广告。

只要是当地唯一的一份报纸，它一定利润可观；经营水平的好坏没有太大影响。（正如一家南部的出版社坦言，“我一生优越的地位全部归功于美国的两项制度——裙带关系和垄断。”）

近些年里，绝大部分城市都只剩下了一份报纸（或者两家竞争的报纸合并如同一个经济利益体）。这种减缩不可避免，大部分人只愿意订阅和阅读一份报纸。当竞争存在的时候，发行量领先的报纸基本会自动获得大部分的广告。于是广告吸引读者，读者吸引广告。共生的过程淘汰弱势的报纸，即所谓的“胖者生存”。

现在情况变了,股价信息和全国体育节目的信息在报纸开始印刷的时候已经成了旧闻。

互联网提供了大量招聘和租房信息。电视机随时播放政治、国内和国际新闻。报纸在一个接一个地丢失它的阵地。受众减少以后，广告也随之下降。（招聘类广告收入——曾经报纸的重要收入——在过去的 12 年里下降超过 90%。）

但无论如何，报纸在传递地方新闻方面，依然维持着霸主地位。如果大家想知道自己的社区发生了什么——无论是市长的八卦，税收，或者高中橄榄球队的新闻——没有任何东西能取代报纸。读者看到加拿大税局的照片，或者读到巴基斯坦的政局发展会犯困；但是一条与读者或者他的邻居有关的新闻，会被从头到尾认真阅读。只要社区观念普遍存在，满足特定新闻需求的报纸就会对社区内的大部分居民不可或缺。

即便一个有价值的产品，也会因错误的商业模式而自毁。过去几十年，大大小小的报纸都在这件事件上犯错误。出版者——包括伯克希尔的巴法罗——都曾在互联网上免费提供它们的报纸，同时却对纸质报纸收费。这怎么能不导致纸质报纸发行量的大幅下降呢？下跌的发行量，进一步降低了它对广告方的意义。于是“恶性循环”不断重复。

华 尔 街 日 报 早 很 早 就 开 始 尝 试 收 费 模 式 。地 方 性 报 纸 的 范 例 则 是 Arkansas Democrat-Gazette，由 Walter Hussman 出版，Jr.Walter 也很早开始尝试收费模式，过去的几十年里，它的发行量维持的比国内其他报纸都要好。除了 Walter 外，其他报纸，包括伯克希尔的报纸，直到最近几年才尝试付费模式。效果最好的模式——现在还不确定——将会被广泛复制。

查理和我认为报纸在一个联系紧密的社区中提供了全面和可靠的信息，如果采取恰当的互联网策略，将会在很长时间内保持活力。我们不认为削减内容和发行频率会带来成功。实际上，狭窄的覆盖范围会导致狭窄的客户群。而低于一天的发行频率在一些较大的城镇和城市也被尝试过了——虽然短期内可能提高利润——但是长期来看会减少报纸的曝光频率。我们的目标是让报纸充满读者感兴趣的内容，并且让觉得它有用的人支付合理的费用，无论是纸质的还是网络版。

我们的信心来源于 Terry Kroeger 在奥马哈先驱报的卓越管理，他的团队有能力管理更多的报纸。各份报纸则会在新闻采编上保持独立。（我投票支持奥巴马；但我们的 12 份日报调查的总统候选人中，有 10 份选择罗姆尼。）

我们的报纸当然也逃脱不了导致收入下滑的压力。但到目前为止，我们拥有的 6 份小型日报 2012 年的收入没有下降，这是比其他大城市日报要好的成绩。另外，我们的两份大型报纸——巴法罗新闻报和奥马哈先驱报——收入下滑维持在 3%，也优于平均水平。在全美50 个大城市圈，我们的巴法罗和奥马哈报纸在当地的渗透率名列前茅。

两份报纸的流行并非意外：应归功于报纸的编辑们——布法罗的 Margaret Sullivan和世界先驱报的 Mike Reilly——他们传递了让关注社区的读者不可或缺的信息。（非常遗憾，Margaret 最近离开我们加入了纽约时报，但她的成绩不可磨灭。纽约时报挖了一个好墙角，我们祝她一切顺利。）

伯克希尔在报纸上的现金收入将会不断下降。即便互联网策略得当也不能阻止温和的侵蚀。至于我们的投资，我们相信这些报纸将会达到或者超过我们的收购回报标准。至今为止的数据都证明了我们的想法。

查理和我始终坚持 11 条经济原则（参见 99 页），我们不会持续运营扭亏无望的业务。我们收购 Media General 时包括了一家在其管理下盈利一塌糊涂的日报，我们对其进行了分析，找不出解决办法，虽不情愿，但最后还是将其关闭。而我们其他的日报，则在未来很长一段时间内都会保持盈利。（它们被列示在 108 页）。如果价格合理——这意味着当前盈利非常低的估值倍数——我们还会购买一些类似的报纸。

伯克希尔报纸业务的一个重要事件是年末巴法罗新闻报的 Stan Lipsey 退休了。毫不夸张地说，如果不是 Stan，巴法罗不会有现在的成绩。

查理和我 1977 年 4 月收购了巴法罗。当时它是一份晚报，主打工作日而没有周日版。全国上下，发行量都朝着晨报集中。而且周日版对于都市日报的盈利来说越来越重要。没有周日版，巴法罗几乎注定要输给它的晨报竞争对手，它们拥有加厚的、根深蒂固的周日版。

于是我们在 1977 年晚些时候开始刊印周日版。但是噩梦开始了。竞争对手起诉我们，地区法官 Charle Brieant 宣布了重创我们的判决。他的判决后来在第二轮的上诉中以 3-0的彻底反对被否定了——但已经是 17 个月之后。在上诉期间，我们损失了发行量，大出血，并且随时面临着停业的危险。

那时 Stan Lipse，60 年代他就已经是我的好朋友，和他的妻子一起卖给了伯克希尔一家小型奥马哈周报。我发现 Stan 是一位一流的报业人士，对发行量、产品、销售和编辑各个方面了如指掌。（他是让那份小周报荣获 1973 年普利策奖的关键人物）。所以当我在巴法罗焦头烂额的时候，我邀请 Stan 离开他舒适的生活，接手巴法罗。

他没有犹豫。和 Murray Light，我们的主编一起，Stan 在艰难的时光中坚持奋斗了 4年，直到巴法罗 1982 年在竞争中胜出。从那时起，即便在巴法罗的经济糟糕的时候，我们的报纸业绩都表现良好。无论作为朋友还是经理人，Stan 都是最棒的。

分红

部分伯克希尔的股东——包括我一些最好的朋友——可能都希望伯克希尔进行现金分红。让他们疑惑的是，我们从大多数伯克希尔拥有的子公司那里收到很多分红，却从来不向大家分红。我们有必要来了解一下什么时候分红对股东有意义，什么时候没有。

一家盈利的公司，可以有许多方法配置它的盈利（当然这些方法是相斥的）。公司的经理层应该首先检查公司主业继续投资的可能性——提高效率的项目，区域扩张，扩张或改进生产线，或者其他加深与竞争对手之间护城河的投资。

我要求子公司的经理人们永无止境地专注于加深护城河的机会，他们也的确找到很多行之有效的办法。但有时候我们的经理人也犯错。错误的原因通常是因为他们先找到了他们想要的答案，然后再反过来寻找支持它们的理由。显然这样的程序是错误的；这也是让错误无比危险的原因。

你们的董事长也犯过同样的错误。在伯克希尔 1986 年的年报里，我详述了我们 20 年来在原有的纺织业务上的努力和投资最终如何竹篮打水一场空。我希望公司最后能成功，导致了一些列糟糕的决定。（我甚至一度曾想购买另一家新英格兰的纺织厂。）但是梦想成真只在迪士尼的童话故事里存在，现实毕竟是现实。

虽然过去犯过如此错误，但我们可用资金的首要配置选择依然是它能否被现有业务有效利用。2012 年我们创纪录的 121 亿固定资产投资和补强型收购证明，在伯克希尔，有一大片肥沃的土地可以投资。而且我们具备显著优势：我们运营着如此众多的业务，所能享受的投资领域要比大多数公司多得多。在决定投资什么的时候，我们可以直接浇灌鲜花，同时避开杂草。

即使在利用过了伯克希尔现有业务的诸多投资机会以后，伯克希尔依然不断产生富余的现金。我们的下一步，则是寻找与现有业务无关的收购机会。我们的标准也很简单：查理和我是否认为我们可以通过交易让股东在每股资产上变得更加富有？

在收购上我已经犯了很多错误，而且还会接着犯错。不过总体来说，我们的记录还算让人满意，也就是说我们把资金用于收购，比起把资金用来回购或者分红，我们的股东变得更加富有了。

不过借用标准的免责申明，历史记录不能保证未来的收益。对伯克希尔来说尤其是这样：伯克希尔当前的规模，比起多年以前的小规模来说，通过收购带来显著的受益越来越难。

不过一笔巨额的收购还是可以实质性地提高我们的每股价值。BNSF 就是一个不错的例子：它现在比账面价值要值钱的多。如果我们把用来收购的钱用来分红或者回购，我们的情况要比现在糟糕。虽然像 BNSF 这样的大家伙不多，但是海里还是有鲸鱼的。

资金的第三种利用方式——回购——在公司股票以明显低于保守估计的内在价值的折扣出售时具有意义。实际上，有纪律的股票回购是合理利用资金的最安全方法：以 80 美分或者更低的价格购买 1 美元很难出错。去年的年报里我们解释了回购的规则，如果机会来了，我们会大笔回购股票。我们之前说不会以超过账面价值 110%的价格回购股票，但是事实证明那不切实际。因此，我们在 12 月一大笔股票以账面价值的 116%出售时，我们把价格上限提到了 120%。

不要忘了：在回购决策里，价格是最重要的。如果回购价格高于内在价值那就是在毁灭价值。董事们和我都认为，继续以低于账面价值 120%的价格回购股票对股东是有利的。

最后我们来到分红。这里我们需要一些假设并且要做些计算。这些数字需要一些功夫才能理解，但是这对于理解应该和不应该分红的原因很重要。所以请耐心听我讲。

我们假设你和我各自拥有一家价值 200 万美元的公司的一半。公司每年的利润率是 12%——24 万美元——并且可以合理预期新增投资也能获得 12%的回报率。另外，外部投资者愿意以净资产 125%的价格收购我们的公司。于是，我们各自资产的价格是 125 万美元。

你可能希望公司每年把利润的三分之一用来分配，剩余三分之二继续投资。你觉得这个方案即满足了当前收入的要求，又能实现资本增值。所以你建议我们分配 8 万美元现金，剩余 16 万用于增加公司未来的利润。第一年，你会收到 4 万美元的分红，之后利润会增长，三分之一的分红比例继续持续，你收到的分红也会增长。于是，分红和股票价值会以每年8%的速度增长（12%的回报率减去 4%的分红比例）。

10 年以后，我们的公司会价值 4,317,850 美元（期初的 2 百万按 8%的复合增长率计算），同时你下一年收到的分红也会增长到 86,357 美元。我们两人各自的股票价值 2,698,656（我们各自一半净资产的 125%）。我们之后还会更快乐——分红和股价依然每年增长 8%。

但还有另外一种方式可以让我们更加快乐。那就是我们留存所有的利润，同时每年卖出手中 3.2%的股票。因为股票可以以净资产 125%的价格卖出，所以这种方法第一年也能获得4 万美元的现金，卖出获得的资金也会不断增长。我们暂且把这种方法叫做“卖出法”。

在“卖出法”的情形下，10 年以后公司的净资产值会增长到 6,211,686（期初的 2 百万按 12%的复合增长率计算）。但是因为我们每年卖出股票，持股比例会下降，10 年以后，我们每人拥有公司 36.12%的股票。即便如此，你所持的股票对应的净资产为 2,243,540 美元。

另外别忘了，每一美元的净资产值可以以 1.25 美元卖出。因此，剩余的股票市值 2,804,425美元，大约比分红的情形下高 4%。

同时，你每年卖出股票获得的现金要比分红获得的现金情形下高 4%。哇！——你不但每年有更有钱花，最后还有更多的财产。

当然，上述的计算假设平均每年 12%的净资产回报率，而且股东能以账面价值的 125%卖出股票。这一点上，标普 500 回报率明显超过 12%，并且股价远超净资产的 125%。这两条假设对于伯克希尔来说似乎都是适当的，当然这无法保证。

考虑到乐观的情形，上面的假设条件被超过的可能性也是存在的。如果事实如此，那么卖出法就更具优势。根据伯克希尔的历史——必须说明这无法继续重复——卖出策略比分红策略给股东带来了多得多的财富。

除了计算上的优势以外，还有两个原因——也非常重要——支持卖出策略。第一，分红策略强制对所有股东进行同样比例的分红。比如说，分红比例是 40%，那些希望分红比例是30%，50%的股东受到损害。我们 60 万股东的分红偏好各不相同。或许可以有把握地说，他们中的许多人——或许是绝大部分——偏好储蓄模式，因此倾向于不分红。

相反，卖出策略则让股东可以自由决定现金和资本增值的比例。一位股东可以选择兑现60%的利润，另一位可以选择兑现 20%或者不兑现。当然，分红策略下的股东可以用分红把股票买回来，但是他这样做会遇到困难：既要交税，又要支付 25%的溢价才能把股票买回来。（记住，公开市场以账面价值的 125%交易股票。）

分红策略的第二个坏处同样严重：分红策略的税收负担劣于——通常严重劣于——卖出策略。分红策略下，每年股东收到所有的现金分红都要交税，而卖出策略只需为现金收入中的利得部分交税。

让我们以我自己的例子来解释股东如何逐步减持股票，同时实现投资的增值，并结束这数学练习吧——我可以听到你们好像牙医的钻头被拿开了一样的开心的欢呼。过去的 7 年里，我每年减持自己持有的 4.25%伯克希尔股票。经过减持，我一开始的 712,497,000 股 B股股票（经过拆股调整）减少到了 528,525,623 股。很显然我的持股比例显著的减少了。

但我在公司的投资实际上增加了：我现在持有的股票的账面价值明显高于 7 年前。（具体数字是 2005 年的 282 亿比 2012 年 402 亿。）换句话说，我现在伯克希尔的持股比例虽然降低了，但是投在伯克希尔进行增值的钱更多了。我在伯克希尔股票的内在价值和公司的盈利能力也比 2005 年大大增强。

随着时间推移，我预计上述增长还会继续——尽管是以一种不规则的方式——虽然我现在每年减持手少 4.5%的股票（增加的减持份额是由于我增加了对某些基金会的终身承诺）。

总而言之，分红策略必须一致保持清晰、稳定并且理性。反复无常的策略会把股东弄糊涂，也会排斥潜在的投资者。菲利普.费雪 54 年前在他的《普通股和不普通的利润》一书的第 7 章非常经典地解释了这件事情，对认真的投资者而言，这本书在经典书目上仅次于《聪明的投资者》以及 1940 年版的《证券分析》。费雪说你可以成功地运营一家卖汉堡的餐馆，或者一家以中国菜为主打的餐馆，但是你不可能不停地转换还同时留住两类顾客。

大多数公司奉行稳定的分红策略，一般逐步增加分红，削减分红通常是非常不情愿的。

我们的“四大”投资组合就遵循类似的、可理解的模式。有时候，它们还非常积极地回购股票。

我们拍手称赞它们现行的策略，并希望它们继续保持。我们喜欢增加分红，我们也喜欢以合理的价格回购股票。当然在伯克希尔，我们一直采取了另外一条不同的分红策略，我们深知这样做的合理性，我们也希望上述的段落能帮助大家理解这一策略。只要我们认为关于账面价值增长和市场价格的假设依然合理，我们就会一直坚持上述策略。如果将来某项因素变化导致了实质性的改变，我们将会重新审视我们的策略。

年会

年会将在 5 月 4 号，星期六开始，地点在世纪互联中心。Carrie sova 总负责。（虽然看起来是个新名字，其实仍是去年那个优秀的 carrie。她刚刚嫁给一个幸运的男士）所有我们总部的团队都会协助她，整个活动都是我们公司自己操办，我为所有参与其中的员工由衷的感到骄傲

我们将在早上 7 点开门,7 点半我们将开展我们的第二届国际报纸投递挑战赛。目标将在克莱顿之家（Clayton Home）的门廊,精确来说从投掷线算起有 35 英尺。去年我成功的打败了所有的挑战者。但是如今伯克希尔已经收购了一大批报业公司，与之同来的有很多的报纸投递高手(当然投递索赔也是)。来看看他们的才能是否有他们说的那么好。最好你也加入进来。这些报纸有 36 至 42 页,你必须自己把他们折起来。(不准用橡皮筋)

早上 8 点半，一部新的伯克希尔电影会上映。一个小时以后,我们将开始问答阶段，这将会持续到下午 3 点半(其间会有在 CenturyLink 的看台休息吃午饭)。在短暂的休息之后，查理与我将会在 3 点 45 分召开年度会议。如果你决定在白天的提问时间离开,请在查理说话的时候溜走：）

最好的退出理由当然是购物。毗邻会议区，一个占地达 19 万 4300 平方英尺的大堂里会放满伯克希尔旗下数十家企业的产品，我们就这样帮你购物的。去年,在你购物的时候，大多数地点都创下了销售新纪录。在 9 小时内我们卖出了 1090 双 Justin 靴子(算起来 30 秒卖出一双)，10010 磅的诗喜糖果，12879 把 Quikut 小刀(每分钟售出 24 把刀)与 5784 双Wells Lamont 手套(那一直卖得很好)。但你可以做的更好。记住，那些说金钱不能买幸福的人甚至还没有在我们的年会上买过东西。

去年，Brooks，我们的跑鞋公司，在第一次展览时就获得了 15 万美元的销售。Brooks现在火了，其销售额在 2012 年增长了 34%，紧跟在其 2011 年约 34%的增长之后。公司的管理层预计 2013 年销售额还能再提升 23%。我们将再次有一款特殊的纪念性跑鞋在年会上供应。

周日早上 8 点，我们开启了“伯克希尔 5 公里”活动，一场从 Century Link 开始的跑步比赛，参赛的所有细节可见于来宾手册。你在收到你的会议邀请函同时会收到这本手册。我们将会有各类比赛，包括一个对于媒体的比赛。(当他们报道自己的表现时一定会很有趣)。遗憾的是，我会错过这项跑步比赛，因为某人不得不去打响发令枪。

我得给你们提个醒，我们有很多土生土长的人才。Ted Weschler 的马拉松纪录为 3 小时 1 分钟。Jim Weber，Brooks 跑鞋公司的 CEO，另一位体力充沛的跑步健将，有着 3 小时 31 分的记录。Todd Combs 的专长是铁人三项全能，但他在 5 公里项目上有着 22 分钟的记录。

然而，这仅仅是开始：我们的管理者也是跑步健将（或者说，我们这些管理者中的一些也是）。

Steve Burke 在波士顿马拉松赛的成绩是 2 小时 39 分。（这是他们家特色：他的妻子，Gretchen，在 3 小时 25 分内完成了纽约马拉松赛）。Charlotte Guyman 的最好成绩是 3 小时 37 分，Sue Decker 在纽约跑了 3 小时 36 分。至于查理，他没有回复我给他的问卷。

盖可将会在购物区设个摊，由其在全国各地的顶级顾问们负责。插一句，在多数情况下，盖可会给你一个股东优惠（通常为 8%）。在我们运营的 51 个地区中有 44 个区可以享受这个特别的优惠。（加一点：这个优惠不可以与其他优惠同时享有，假如你已经享受到另一个优惠，比如给予某些特殊群体的）。带上你现存保险的细节，我们来看看是否能帮你省钱。你们当中有至少一半以上的人，我相信我们能够帮到。

你一定要去书虫吧店里走走。它会带来 35 种书籍及 DVD 产品，包括一些新书。Carol Loomis，自 1977 年来就在帮我修改这封信，对我提供了无价之宝的帮助，最近写了《跳着踢踏舞去工作：沃伦巴菲特和他的一切》。她和我已经一起签了 500 本书，只有在会场专卖。

《外界》The Outsiders，由 William Thorndike,Jr.撰写，是一本杰出的好书，是关于 CEO 如何在资本配置方面达到出色业绩。Tom Murphy，是我所见到过的最好的商业管理 者， 在这 本书 中写 了有 洞察 力 的一 章。我也 推荐 Jack Bogle 的 《文 化的 冲撞 》The Clash of the Cultures 与 Laura Rittenhouse 的《从字里行间间挖掘投资机会》（Investing Between Lines）。如果你需要运输你买的书，附近就有一家能提供物流服务。

Omaha World-Herald 将会再设一个摊，提供其最近出版的几本书。活跃的 Huskers 粉丝，（哪一个内布拉斯加州人不是他的粉丝呢），将会想买一本《不可战胜》（Unbeatable）。它讲述了内布拉斯加州橄榄球在 1993-97 的故事，那个黄金时代里 Tom Osborne 的队伍赢得了 60 胜 3 负的战绩。

如果你很能烧钱，或有打算这样做，周六中午至下午 5 点来奥马哈机场东面 的Signature Aviation。在那里我们会有一队 NetJets 飞机供你来爽一把。你可以坐巴士来，开私人飞机走，活着不就要享受一下嘛。

代理投票材料的附件中有报告，可以告诉你如何获得进入会场与其他活动的邀请函。这周到伯克希尔航线价格已经大大上涨。如果你从远方来，可以比较飞去堪萨斯城与直飞奥马哈的成本。这两个城市之间的车程在 2 个半小时，你也许可以省不少钱，尤其如果你打算在奥马哈租车的话。和我们一起省钱吧。

在 Dodge 路与 Pacific 路之间的 72 号大街，有着 77 英亩的土地，上面坐落着内布拉斯加州家具市场，我们在那儿会再次举办“伯克希尔周末”的打折活动。去年这家店在会议期间的销售额达 3590 万美元，是一项划时代的记录，帮助其他零售商盈利。为了获得伯克希尔的折扣，你必须在 4 月 30 日周二至 5 月 6 日周一之间（包含这两天）的这段时间购物，同时也必须出示你的邀请函。这段时间的特殊折扣甚至适用于好几家知名生产商的产品，通常是不给打折销售的，但出于股东周末的考虑，给予你一个例外。我们感激他们的合作。内布拉斯加州家具市场的营业时间是周一至周六早上 10 点至晚上 9 点，周日是早 10 点至晚 6点。今年的星期六，从晚上 5 点半到 8 点，家具市场会举办一个野餐会，你们都会被邀请的。

在伯克希尔，我们会再次开展两个股东独有的活动。第一个是鸡尾酒招待会，从 5 月 3日周五晚上 6 点至 9 点。第二个是大型庆祝活动（main gala），5 月 5 日周日早上 9 点至下午 4 点。在周六，我们会开到晚上 6 点。最近几年，我们三天的销售额已经超过了 12 月的所有销售额，通常是 jeweler 的最好月份。

周日下午 1 点，我会在波仙珠宝店开始我的慈善午餐拍卖会。去年我的销售额累计到150 万美元。今年我会坚持到 200 万美元。因为我需要在日落前好好的离开，我会拼命努力的。来占我便宜好了。为“疯狂的沃伦”开个价吧。

整个周末我们在波仙有巨大的人群。为你的方便考虑，股东优惠价从 4 月 29 日周一至5 月 11 日周六都可以。在此期间，请出示你的参会邀请函或证券单据来证明你是伯克希尔的股东。

在周日，波仙外面的大厅，蒙住眼睛的 Patrick Wolff，两次美国象棋冠军，会带着所有的来宾，让他们大开眼界，在六个人的群体。Norman Beck，一位来自达拉斯的魔术师，会震撼观众。此外，我们会邀请 Bob Hamman 与 Sharon Osberg，两位世界顶级桥牌大师，在周日下午与我们的股东玩桥牌。不过别和他们玩牌赌钱。

5 月 5 日周日 Gorat 家与 Piccolo 家两家餐馆会再次向伯克希尔的股东开放。他们会服务到晚上 10 点，Gorat 家下午 1 点开门，Piccolo 家 4 点开门。这两家餐馆都是我的最爱，周日晚上两家我都会去光顾。记住，要在 Gorat 家预定，4 月 1 日起拨打 402-551-3733，Piccolo 家电话是 402-342-9038。在 Piccolo 家可以点一个“大屋顶啤酒冰淇淋”作为饭后甜点。只有修女才会点小的。我曾经看到比尔盖茨在一顿晚饭后干掉大屋顶，那时我认识到他会成为一个伟大的管理者的。

我们再次会有三位相同的经济记者主持会议的问答环节，他们会向查理和我提出股东通过电子邮件发来的问题。他们及他们的电子邮箱地址是：Carol Loomis，财富杂志，cloomis@fortunemail.com ；Becky Quick ， CNBC ， BerkshireQuestions@cnbc.com, 和Andrew Ross Sorkin，纽约时报，arsorkin@nytimes.com。

那些被提交的问题中，每一个记者将会选择六个他（她）认为最有趣和重要的进行提问。他们过去的选择已经告诉我那些简洁，提交时间较早，和伯克希尔相关的问题（请记住，每封电子邮件最好不要提出超过两个问题）最有可能被选中（在您的邮件中，请告诉记者如果问题被选中，您希不希望自己的名字被公开）。

去年我们邀请了一个由三名研究伯克希尔的分析师组成的分析师团队，但是由于他们三人都是保险业的专家，所以很多股东在会后表示希望今年的分析师团队能够更加多元化一些。因此，今年我们将只邀请一名保险行业的专家：来自野村证券的 Cliff Gallant。除了他以外，来自 Ruane,Cunniff&Goldfarb 的 JonathanBrandt 将会被邀请到今年的分析师团队对非保险业务进行提问。

最后，为了让整个提问过程变得更为给力，我们希望能够有一位看空伯克希尔的分析师加入到分析师团队中，如果是已经开始在做空伯克希尔的那就更理想了。尽管此前从来没有过对伯克希尔的前景看空的论调，我们仍然希望能找到这样的分析师。对这位分析师唯一的要求是你是一位投资专家并且看空伯克希尔。三位分析师将会提出他们自身对于伯克希尔的疑问，同时，记者和其他参会者也将会交替对他们发问。

我和查理相信所有的股东都能在同时获得伯克希尔的信息，并且拥有充足的时间去分析它们，而这也是为什么我们在周五收盘之后公布去年的年度报告，并在周六举行年度股东大会的原因。我们不会一个一个去告知大型的机构投资者或者分析师。我们希望记者和分析师所提出的问题能够帮助伯克希尔的股东进一步理解他们对伯克希尔的投资。

我和查理将不会获知那些即将被问及的问题的细节。我们也知道记者和分析师将会提出很有水准的问题（有些甚至会让我们难堪），可是那正是我们所希望看到的。总的来说，我们希望能被问到至少 54 个问题，其中每个分析师和记者将提出 6 个，剩余的 18 个将由其他股东大会参与者提出。如果有多余的时间，我们允许与会者提出更多的问题。那些有权提出问题的其他与会者将会被选择并在早上八点一刻通过十一个布置在主会场和分会场的麦克风宣布。

我时常对旗下运营经理所取得的成就进行褒奖是有充足理由的：他们都是这一行的精英，并且把他们所经营的生意当成他们家族唯一的资产一样来对待。我确信他们拥有和大多数大型公众公司相同的“以股东为导向”的信念。他们中的大多数人已经实现了财务自由，对他们而言，享受运营好一家公司的乐趣并不低于支票簿上的数字所能够带来的快乐。当然，另外 23 名与我在公司办公室共事的员工（我们都在一层楼层办公，这是一个我们一直在维持的工作传统）也是同样出色和重要的。

这个团队高效率地去应对证券交易委员会和其他监管机构繁杂的监管要求，发布了21,500 页的联邦，州立以及海外营业税返还，回复数不清的股东及媒体要求，制作公司的年度报告，准备公司一年一度最大规模的股东年会，协调董事会的活动并且年复一年日复一日地重复着上述繁杂的工作任务。他们以一种欢欣的态度和令人难以置信的效率去处理上述一切事宜，从而让我的生活变得轻松和快乐。他们还将精力花在与伯克希尔的业务非直接相关的事务中：去年他们接待了 48 个学校的代表（他们是从 200 多个申请学校中选拔出来的）——他们来到奥马哈参加和我的问答日活动。除此之外，他们还着手处理一切我所收到的请求，安排我的行程，甚至给我订购午餐吃的汉堡。作为一个 CEO，还能要求有更多吗？我感觉每一天自己都是开心到跳着踢踏舞去上班的。企业的职员和我们的运营经理，请接受我最真挚的感谢，你们配得上这些称赞。5 月 4 号，请来奥马哈——资本的摇篮——并且为我助阵。

沃伦·巴菲特

董事会主席

2013 年 3 月 1 日

## 2013年巴菲特致股东的信

2013 年，伯克希尔的净值增长了 342 亿美元。这是抵消了 18 亿美元的账面冲销后的数据，账面冲销源于我们购买 Marmon 和 Iscar 的少数股权——这些冲销没有实质上的经济意义，我后面会解释。扣除上述摊销费用后，伯克希尔的 A 级和 B 级股票每股账面价值增长了18.2%。过去的 49 年（即从现任的管理层接手以来），我们的每股账面价值从 19 美元增长到 134,973 美元，复合增长率 19.7%。

封面上是我们的业绩衡量标准：每年伯克希尔每股账面价值的变动和标普 500 指数的比较。当然真正有意义的是每股内在价值。但内在价值是一个主观的数字，每股账面价值则是内在价值一个有用的参考。（关于内在价值，更详细的讨论请参考我们的股东手册 103-108页。30 多年来，这些原则一直印在我们的股东手册上，我们希望新加入的以及有兴趣成为股东的投资者都阅读这部分内容。）

我已经说过，伯克希尔的内在价值远超账面价值。并且两者之间的差距近年来显著扩大。这也是我们在 2012 年以账面价值 120%的价格回购公司股票的原因。在这个价位回购股票有利于继续持有的股东，因为公司的每股内在价值超过了账面价值一大截。2013 年我们没有回购股票，原因是股价一直没有掉到账面价值 120%的价位。要不然我们会积极回购的。

公司的副董事长，我的合伙人，查理·芒格和我都相信，在市场下跌或者上涨缓慢的年份，伯克希尔的账面价值和内在价值增速都会战胜标普指数。在市场强势上涨的年份——比如刚刚过去的 2013 年，我们一般会暂时落后。过去 49 年里，我们曾有 10 年跑输市场，其中只有一次标普指数上涨不到 15%。

2007-2013 年这个周期里，我们成功跑赢了标普指数。在未来的周期中，我们也一样会跑赢市场。如果没有做到这一点，我们将愧对于自己的工资。因为大家始终可以买一只指数基金来获得和标普 500 一样的收益。

今年的伯克希尔

运营方面，过去的一年结果很不错——某些方面甚至非常棒。请看下文：

我们完成了两项大型收购，完全买下内华达能源公司（NV Energy），以及亨氏（H.J.Heinz）(2)的大笔股权，共耗资 180 亿美元。两家公司和我们都非常契合，而且它们的生意都还会红火一个世纪。

在亨氏的收购中，我们创造了一个未来伯克希尔可能还会使用的合作模式。具体来说，我们和 3G Capital 的投资者合作完成了收购。3G Capital 是由我的朋友 Jorge Paulo Lemann(3)领导的一家公司。他的天才合伙人——Bernardo Hees，亨氏的新 CEO，以及 Alex Behring，公司的董事长，将会负责公司未来的运营。

注解：(2)H.J.Heinz Company（NYSE:HNZ），亨氏，纽交所上市公司，美国食品巨头，总部位于匹兹堡。（资料来源：维基百科，亨氏中文官方网站）(3)豪尔赫·保罗·雷曼/JorgePaulo Lemann，1939 年生，巴西投资银行家，2012 年彭博富豪指数排名第 37 位，身价 189亿美元，巴西首富；曾涉足百威英博、汉堡王的投资，拥有私募股权投资基金 3G Capital。（资料来源：维基百科，福布斯中文网）

伯克希尔扮演的角色是财务合伙人。作为财务合伙人，我们花 80 亿美元买下了亨氏分红率 9%的优先股，并且有权利将每年优先回报提高到 12%。同时伯克希尔和 3G 分别出资 42.5亿美元各买下亨氏一半的普通股。

我们对亨氏的收购看起来和“私募股权”投资的交易非常相似，但是有着本质的不同：伯克希尔不打算卖出公司的任何股份。我们喜欢的是购买更多的股份，而且那很可能发生：3G 的部分投资者将来会把他们的股份转让给我们，于是我们可以提高持股比例。另外，伯克希尔可以和 3G 协商，在未来某个合适的时间，在对双方都有利的情况下，将我们的优先股转换为普通股（以当时一个合理的估值）。

（去年）6 月，我们的合作伙伴接手了亨氏，业绩喜人。但是在伯克希尔的报表上，来自亨氏的利润很小，这是由于收购和业务重组形成了 13 亿美元的一次性摊销。2014 年的业绩数字就会变得非常明显。

有了亨氏以后，世界 500 强公司里，伯克希尔已经拥有了 8.5 家公司（忽略关联关系将它们看作独立的公司）。现在还剩 491.5 家等着我们。

内华达能源，由中美能源以 56 亿美元买下，隶属于我们的公共事业板块，为内华达州88%的人口供电。这笔收购和我们现有的电力事业相辅相成，并且给我们在可再生能源的几个大项目提供了许多机会。内华达能源不会是中美能源的最后一个大型收购。

中美能源(4)是我们的“五驾马车”之一，我们最大的 5 家非保险公司。2013 年这 5 家公司税前利润合计创纪录地达到 108 亿美元，比 2012 年增加 7.58 亿美元。其他的 4 架马车分别是 BNSF（伯灵顿北方圣特菲铁路公司）(5)、Iscar（艾斯卡）(6)、Lubrizol（路博润）(7)和 Marmon(8)

注解：(1)MidAmerican Energy（中美能源），爱荷华最大的能源公司，服务于爱荷华、伊利诺伊、南达科他、内布拉斯加等多个州的客户。（资料来源：路透新闻，公司官方网站）(2)BNSF(伯灵顿北方圣特菲铁路公司)是世界最大的铁路多式联运公司，拥有 5.2 万公里运营里程，营业范围覆盖美国西部、中西部 28 个州和加拿大 2 个州，主要进行联合运输、煤炭、工业品、农产品、汽车的运输业务。目前，BNSF 每年运送超过 500 万个货柜量(相当于1000 万标准箱)，拥有火车机车超过 5700 辆，网络覆盖北美西海岸和墨西哥湾所有港口。（资料来源：网络新闻，2006 年数据）

(6)ISCAR（艾斯卡）公司是世界著名的金属切削刀具及切削技术的供应商。总部设在以色列,是艾斯卡金属切削集团（IMC）的领头企业。(资料来源：百度百科)。(7)Lubrizol（路博润），一家为交通、工业和消费产品生产提供化学制品的公司，2011 年产值 61 亿美元，总部位于俄亥俄州。（资料来源：公司官方网站）(8)Marmon Group，总部位于芝加哥的控股集团，拥有 11 个业务板块，主要 3 个业务板块是工业和金属部件、自然资源和运输、零售和终端技术。（资料来源：维基百科和公司官方网站）

5 架马车中，只有中美能源是 9 年前伯克希尔就已经拥有的，当时它税前利润 3.93 亿。后来，我们相继以现金收购了另外 3 家。收购第五家，也就是 BNSF 的时候，我们支付了 70%的现金，剩余部分通过增发股票支付，这样我们增发了 6.1%的股份。换句话说，现在 5 驾马车每年贡献给伯克希尔的 104 亿利润，而我们的股票这 9 年来却只有轻微的稀释。这与我们不单单追求增长，而是要追求每股价值的增长这一目标相符。

如果 2014 年美国经济继续恢复，我们预计 5 驾马车的利润也会随之增长——大致会增加 10 亿美元左右。

非保险业务里，我们其他小一些的公司税前盈利从 2012 年的 39 亿增长到今年的 47 亿。预计 2014 年它们也会持续增长。

2013 年，伯克希尔最重要的保险业务再次实现了承保盈利——这是连续承保盈利的第11 个年头了，浮存金也还在继续增加。11 年来我们的浮存金——那些不属于伯克希尔，但是我们可以投资并未伯克希尔赚取收益的钱，从 410 亿增加到了 770 亿。

与此同时，我们累计实现了 220 亿税前承保利润，其中 2013 年 30 亿。而这一切，都起始于我们 1967 年以 860 万美元收购了国民保险公司。

现在我们已经拥有多家卓越的保险公司。最为人所熟知的，盖可,由 1995 年伯克希尔完全收购的车险公司（在那之前很多年我们就持有它部分权益了）。1996 年盖可在美国车险企业里排名第七。现在它排第二，刚刚超过了好事达保险公司。它惊人增长的秘密其实非常简单：便宜的价格和可靠的服务。大家应该打客服电话 1-800-847-7536，或者登录Geico.com，看看盖可的产品是不是能帮你节省一些保险支出。省下来的钱可以买些其他伯克希尔的产品。

查理和我一直在猎象，我们的公司也在不断进行补强型收购。去年我们一共有 25 笔，总计 31 亿美元的此类收购。这些收购从 190 万到 11 亿美元不等。查理和我都支持这些收购。

它们把资本用在了契合我们现有业务的地方，并且将由我们优秀的经理人团队管理。结果就是，我们不用干活，大家却在赚钱。未来还会有更多类似的补强型收购。整体而言，它们带来的意义非凡。

去年我们投资了 35 亿，用于确定无疑的补强型投资：购买了两家我们已经拥有控制权公司的剩余股权。第一个是 Marmon，根据 2008 年的协议我们获得了 Marnon 100%的权益。另一个是 Iscar，Wertheimer 家族决定行使它的卖出权，将其持有公司的 20%股份转让给我们。2006 年我们已经获得了公司的控制权。

两笔收购让我们增加了 3 亿的税前利润，带来 8 亿的现金流。但是去年的信中已经讲过的，“虚幻”的会计准则要求我们以低于支付金额 18 亿的价格对它入账，于是减少了伯克希尔的账面价值。（这项费用应该记在“超过账面价值的资本”项目下；一个报表上没有的项目）。大家应该明白，这条怪异的会计要求使得伯克希尔内在价值和账面价值的差距增加了 18 亿。

2013 年，伯克希尔所属企业在厂房、设备上的资本开支达到 110 亿，几乎是折旧额的 2倍。大约 89%的钱投在了美国。我们也在国外投资，但是投资机会的主矿脉还是在美国。

去年多数投资经理没能战胜标普 500，但是 Todd Combs 和 Ted Weschler 轻松做到了。他们各自管理的组合都超过了 70 亿美元。这是他们应该得到的。

我不得不坦白，他们的投资业绩超过了我。（查理提醒我应该加上“超过了一大截”。）如果这种令人惭愧的对比继续下去，我就只好闭口不提他俩了。

除了投资赚钱以外，Todd 和 Ted 还在诸多方面为大家创造了价值。他们带来的价值只是小荷才露尖尖角：他们都流淌着伯克希尔的血。

截至年底，伯克希尔的雇员总数，算上亨氏，再创纪录达到了 330,745 人，比去年增加了 42,283 人。我得承认，增加的人里包括一名在奥马哈家庭办公室里上班的人。（别慌：一层楼还是足够公司总部的家伙们用了，不挤。）

去年伯克希尔在“四大”上的投资比例都上升了——美国运通、可口可乐、IBM 和富国银行。我们增持了富国银行（从 2012 年底的 8.7%增加到 9.2%）和 IBM（从 6.0%到 6.3%）。

同时，可口可乐和美国运通的股票回购提高了我们的持股比例。我们在可口可乐的持股比例从 8.9%提高到 9.1%，美国运通的从 13.7%提高到 14.2%。如果大家觉得百分之零点几的变动意思不大，那请大家这样估算一下：我们在四大上的投资，每增加 0.1%，伯克希尔每年的利润就会增加 5000 万。

四家公司都拥有良好的业务，并由聪明而且为股东着想的经理人掌管。在伯克希尔，我们情愿拥有一家好公司非控制性但大比例的持股，也不愿意 100%拥有一家普普通通的公司；就好像我们宁愿拥有希望之星的一部分，也不愿要一整颗人造钻石一样的道理。

以年末的持股比例计算，2013 年“四大”归属于我们的利润 44 亿。但是在利润表上，我们只报告了分红——大约 14 亿。但是别犯迷糊：没有报告的 30 亿利润每一分都和账上报告的一样值钱。

4 家公司留存的利润经常被用于回购股票——这将增加未来我们所占的利润比例，或者投资于有利可图的新业务。可以预期，我们在“四大”上的每股投资利润都会不断显著增长。倘若事实的确如此，伯克希尔获得的分红也将随之增加，更重要的是，我们的未实现资本收益也会增长。（截止年底，我们在“四大”上的未实现收益累计 390 亿美元。）

相比于那些局限于投资自身能够运营的业务的公司，我们在投资上的灵活性——大额进行被动投资的意愿，让我们拥有更多优势。伍迪·艾伦说过，“双性恋的好处就是，周六晚上约会的概率可以提高一倍。”同样，我们即投资可以自己运营的业务又愿意被动投资，于是我们源源不断的现金找寻到合适投资机会的概率也提高了一倍。

2009 年年末，在大衰退的阴影中，我们通过了买下 BNSF 的决定，是伯克希尔历史上最大的收购。当时我把这笔交易称作是“完全下注于美国经济的赌博”。

当然这对我们来说也不是新鲜事了：从巴菲特合伙公司 1965 年买下伯克希尔以来，我们一直在下类似的赌注。以同样充分的理由。查理和我一直认为“赌”美国长盛不衰，几乎是一件只赚不赔的事。

过去的 237 年里看空美国的人中谁获益了？如果把我们国家现在的样子和 1776 年作一个比较，大家一定不敢相信自己的眼睛。而且市场经济的内在机制还会继续发挥它的魔力，美国的好日子还在前头。

趁着顺风，查理和我希望通过以下方式更进一步增加伯克希尔的每股内在价值：1、持续增强各个业务公司的盈利能力；2、继续通过补强型收购来增加它们的利润；3、从我们投资的公司的增长中获益；4、当伯克希尔的股价下跌到相对内在价值有很大折扣时回购公司股票；5、偶尔进行大型的收购。少数情况下，我们也可能通过增发伯克希尔的股票来最大化大家的收益。这些方式都有其坚实的基础。一个世纪内，BNSF 和中美能源还将继续在我们的经济中扮演重要角色。无论对于公司还是个人，保险业务也依然不可或缺，在这方面，伯克希尔投入的人力和资金超过其他任何公司。

另外，我们依然会保持高度的财务稳健，维持至少 200 亿的现金及等价物，并避免承担大规模的短期债务。考虑到方方面面的优势，查理和我非常看好公司的未来。我们感到非常幸运能够将财富托付给公司管理。

内在价值

查理和我时常提到内在价值，但是我们很难告诉大家伯克希尔每股内在价值的准确数字（实际上，其他任何股票都不能）。2010 年的年报中，我们提出了三个基本要素——其中一个是定性的，我们相信这些要素是衡量伯克希尔内在价值的关键指标。这些讨论我们完整地收录在 109-110 页（不在这里）。

这里是我们对两个定量指标的更新：2013 年，我们的每股投资增长了 13.6%至 129,253，另外我们的非保险非投资业务每股税前利润增长了 12.8%至 9,116。

1970 年来，我们的每股投资以每年 19.3%的速度复合增长，同时我们的运营利润数增速是 20.6%。伯克希尔的股价 43 年来以一个类似的速度增长并非巧合。查理和我喜欢看到两个部分都获得增长，但是我们会更在意运营利润。

接下来，我们看一下公司四个主要板块的业务情况。四个板块都有完全不同的资产负债表和收入特性。所以我们把它们区别对待，这也是查理和我看待业务的方式（但是把它们在同一个体系中运作是非常重要并且具有优势的）。假设我们位置互换，我们自己是没到场的股东，而大家是作报告的管理层，那提供我们想要知道的信息就是以下汇报的目标。

保险业务

“在保险行业的投资是我们形成多元化利润来源的重要一步。”—1967 年年报

我们先来看保险业务，1967 年的年报发布以来不断驱动伯克希尔前进和扩张的核心业务。

财产保险公司先收取保费，事后进行理赔支付。在一些极端情况下，比如某些工伤保险，赔付可能发生在几十年之后。这种现在收钱，将来赔付的模式让我们持有大量的现金——我们把它称作“浮存金”——最终它会支付到别人手中。同时，我们可以使用这些浮存金为伯克希尔投资。虽然单笔的保单和索赔有进有出，但是我们持有的浮存金总额和保费收入维持一个稳定关系。所以，当我们的业务扩张时，我们的浮存金规模也扩张。我们增长的速度，参见下面的表格：



获取更多的浮存金越来越困难了。不过盖可的浮存金继续增长基本确定无疑。在国民保险的再保险业务部门，我们流失了一些保单，浮存金也相应下降。即便未来我们出现浮存金的下降，那也会是非常轻微的——每年最多不会超过 3%。相较于我们的流动性规模，我们的保单特性保证我们不会受制于任何短期的流动性压力。（在这方面，财险业务和某些形式的寿险业务有非常大的区别。）

如果我们的保费收入超过了总成本和最终的赔付支出，我们会在利用浮存金投资获得的投资收益之外，还录得一个承保利润。赚到这种利润的时候，我们是在享受持有这些免费资金的好处——更好的是，我们还因为持有资金而赚到钱。这就好像你去银行贷款，银行还倒贴给你利息。

不幸的是，保险公司实现这个美好结果的强烈愿望导致了激烈的竞争，竞争如此惨烈以至于大多数年份，财产保险行业整体处在严重的承保亏损中运行。这笔承保亏损，实质上就是整个行业为了获得浮存金而支付的成本。举个例子，州立农业保险公司，当前美国最大且管理良好的保险公司，截止到 2012 年前的 12 年里有 9 年都录得承保亏损（依据我写作本报告时所能获得的最新一年的财务数据）。保险行业有很多种亏钱的方式，而且这个行业从来不曾停止寻找新的亏钱方式。

正如前一部分提到的，我们已经连续 11 年录得承保利润，我们这一时期内的税前承保利润累计达 220 亿美元。预计未来大部分年份中，我们依然会保持录得承保利润。实现承保利润是我们保险公司管理层的每日工作，他们明白浮存金的价值，糟糕的承保亏损将会吞噬它的价值。

那我们诱人的浮存金将会如何影响内在价值？当伯克希尔计算账面价值的时候，所有的浮存金都作为负债被扣除了，就好像我们明天就要兑现债务，并且再也无法补充回来。但把浮存金当做一种严格意义上的负债是错误的，它实际上应该被看做一笔循环基金。2013 年，我们一共赔付超过 500 多万笔保单总计 170 亿美元——这减少了浮存金。同时，我们每天都承接新保单从而增加浮存金。如果浮存金是无成本并且是长期存在的，我相信对伯克希尔来说确实如此，那这项负债的真实价值就远比账面负债小得多。

我们资产账面上记录的，对应保险公司的 155 亿“商誉”部分地抵消了负债账面价值的高估。实际上，这些商誉代表着我们为保险公司产生浮存金的能力所支付的价格。然而商誉的账面成本，和它的真实价值毫无对应关系。比如说一家持续产生大额承保亏损的保险公司，其商誉应该为零，无论其历史成本是多少。

幸运的是，伯克希尔的情况不是那样。查理和我相信，我们保险公司的真实商誉——我们愿意为购买一家能产生类似质量的浮存金的保险公司所支付的价格——远超过账面上记录的历史成本。浮存金的价值是我们认为伯克希尔的内在价值明显超过账面价值的一个原因——一个重要原因。

伯克希尔优越的经济特性之所以存在，是因为我们有一群卓越的经理人经营我们拿手的业务，并且这些业务模式基础强健并且难以复制。让我将给大家介绍一些主要的公司。

首先，浮存金规模排在第一的是伯克希尔.哈撒韦再保险集团，由阿吉特·杰恩领导。阿吉特对其他人都不愿意承保，或者没有足够资本进行承保的风险进行承保。他的公司集能力、速度、果断，以及最重要的，保险专业智慧于一身。他从未让伯克希尔暴露于与我们的资源不相称的风险之下。实际上，我们比多数大保险公司在规避风险方面都更加谨慎。举例来说，如果保险行业因某项巨灾遭遇了 2500 亿美元的亏损——这是历史上所发生过最大规模亏损的 3 倍——伯克希尔当年整体上依然能够实现盈利，因为它有如此多的利润来源。我们一直会攥满现金，等待巨灾冲击市场这样的好机会。而其他的大保险公司和再保险公司则可能会出现大额的亏损，有些甚至将面临破产。

从 1985 年开始，阿吉特已经创立了一个浮存金 370 亿美元，实现巨额累计承保利润的再保险公司，这是一项任何其他保险公司的 CEO 都难以望其项背成就。阿吉特的大脑就想一个创意工厂，无时不刻搜寻着任何可以扩展他现有业务的机会。

去年 6 月一项新业务成行，阿吉特组建了伯克希尔.哈撒韦专业保险公司（“BHSI”）。这是我们首次进入商业保险领域，全国主要的保险经纪人和企业风险管理人都非常认可我们。这些专业人士明白，在财务稳健方面没有任何其他保险公司可与伯克希尔相比，这保证了它们未来多年的任何合法索赔都会得到及时的全额赔付。

BHSI 由 Peter Eastwood 领导，他是一名经验丰富、受人尊敬的保险人。Peter 组建的豪华团队已经为许多世界 500 强企业提供了大量承保，当然也包括小一些的公司。BHSI 将会成为伯克希尔的重要资产之一，一块在未来几年内贡献数十亿美元的财富。如果大家在年会上碰到 Peter 的话，向他致以伯克希尔式的问候。

我们还有另外一驾再保险马车，它属于通用再保险，由 Tad Montross 掌管。

最起码地，一家优秀的保险公司必须遵守四项原则。它必须（1）理解所有可能导致保单形成损失的风险敞口；（2）保守地衡量风险敞口实际形成损失的概率以及可能的损失规模；（3）设定合理的保费，平均来看，要能在覆盖潜在的损失成本和运营成本后实现承保利润；（4）愿意在收取不了合意的保费时放弃保单。

很多保险公司顺利通过前三条，但在第四条上不及格。它们无法在它们的竞争对手也争抢的业务上回头。古话说，“别人这么干，我也得这么干”，这在很多行业都造成了麻烦，但这在保险行业造成的麻烦尤其多。

Tad 非常明了保险行业的四条军规，他的业绩证明了这一点。在他的领导下，通用再保险的巨额浮存金比免费的资金还要诱人，并且我们预计这种情况依然会继续。我们尤其对通用再保险的国际人寿再保险业务充满热情，从 1998 年我们收购公司以来，这项业务持续增长并不断盈利。

当初我们买下通用再保险时，公司问题缠身，许多评论员——甚至在短时间内包括我，都认为我自己犯下了巨大错误。不过事情过去很久了。现在，通用再保险是一块珍宝。

最后，是盖可，63 年前让我开始入行时投资的保险公司。盖可由托尼·莱斯利掌管，他 18 岁就加入了公司，到 2013 年，已经服役 52 年。1993 年 Tony 当上了 CEO，公司从那一刻开始起飞。

1951 年 1 月我第一次接触到盖可的时候就被公司无与伦比的成本优势所震撼。这项优势至今依旧保持并且是公司最最重要的资产。没人喜欢买车险。但是几乎每个人都喜欢开车。必不可少的车险成了大多数家庭的主要开支。便宜对他们来说非常重要——而只有低成本的保险公司能为他们提供这样的车险。

盖可的成本优势是其市场份额年年上升的原因。它的低成本优势是其它竞争对手难以逾越的、持久的护城河。我们的小蜥蜴(9)一直在宣传盖可如何为大家省钱。最近公司进行了新一轮的运营成本削减，它的传说还将继续。

(9)GEICO.com 主页上，客服的卡通形象是一只“小蜥蜴”http://www.geico.com/1995 年，我们买下盖可剩余的一半股份时，比可辨净资产多花了 14 亿。这被记作“商誉”，并且在财报上的数值一直不变。但是随着盖可的业务增长，它的真实商誉也不断增长。我认为这个数值现在接近 200 亿。

除了我们的三家主要保险公司外，我们还有一些小保险公司，它们的大部分专注于保险行业的一些细分领域。整体上，这些公司一直为我们贡献承保利润。另外，正如表格数据显示的那样，它们也提供了大量浮存金。查理和我感谢这些公司和它们的经理人们。单位：百万美金

保险公司承保利润年末浮存金2013201220132012伯克希尔再保险1,29430437,23234,821通用再保险28335520,01320,128盖可保险1,12768012,56611,578其他保险公司3852867,4306,598合计3,0891,62577,24073,125

简单的说，保险卖的是对未来的承诺。“顾客”现在付钱，保险公司承诺未来某些事件发生的情况下付钱。

有时候，承诺在未来几十年都有效。（比如大家 20 来岁时买的寿险。）因此，保险公司的赔付能力和赔付意愿非常的重要，哪怕赔款的需要刚好赶上经济危机。

伯克希尔的信誉是无人能比的，最近几年的事实更加证明了一点，一些全球最大、最富经验的保险公司正在试图摆脱它们巨额的长寿风险，尤其涉及到石棉的保单。它们希望将这些负债转移给再保险公司。但是如果选择了错误的再保险公司——那些将会陷入财务困境或者运营不良的再保险公司，对原保险公司来说意味着将赔付责任转回自己脚下的风险。

毫无例外，所有寻求帮助的大保险公司都会联系伯克希尔。实际上，2007 年 Lloyd’s将上千笔 1993 年前的确定将会索赔的保单出售给了我们，同期的保单里还有不确定数量但是绝对是大额的索赔未来基本一定会赔付，这是创纪录的一笔交易。（对，我们会接收几十年前的保单并对 1993 前发生的事件承保。）

伯克希尔因为 Lloyd’s 的交易最终的赔付额今天还不得而知。但是可以确定的是，伯克希尔一定会赔付上限为 150 亿内的一切有效索赔。没有任何其他保险公司的承诺能给予Lloyd’s 伯克希尔所提供的安心。公司的 CEO 拿着 Lloyd’s 的保单说：“某某（Lloyd’s的原承保人）希望晚上能安心睡觉，我们想我们已经给他送去了世界上最好的床垫。”

伯克希尔优秀的经理人团队，良好的财务稳健性，还有多元化的业务，构成了它在保险行业独一无二的护城河。这样的构成是伯克希尔股东们的巨大财富，并且随着时间推移，它会变得越发值钱。

受管制的、资本密集型业务

“虽然公用事业充满管制，我们还是有机会进行一些投资。一旦我们决定投资，一定是大手笔。”——1999 年年报

这个版块主要有两家公司，BNSF（伯灵顿北方圣特菲铁路公司）和 MidAmercian Energy（中美能源），它们有一些重要共同特点区别于我们其他的公司。所以，我们在这里把它们单独归为一类进行讨论，并在 GAAP 会计报表中单独列示它们的合并资产负债表和营收表。

它们的一个重要特征是，两家公司都有巨额的长期受管制的资产投资，这些资产部分由大额长期债务支持，伯克希尔并不承担相关的债务责任。它们实际上并不需要我们的信用支持，因为它们具备良好的盈利能力，即使在恶劣的环境下也能覆盖它们的债务利息。比如在去年疲软的经济中，BNSF 的利息覆盖倍数是 9:1。（我们对覆盖倍数的定义应该是税前利润/利息，而不是 EBITDA(息税折旧摊销前利润)/利息，一项我们认为被普遍使用的错误指标。）

在中美能源，有两个因素确保它在各种情形下都具有还本付息的能力。第一个因素与其他公用事业企业相同：抗周期的盈利能力，这源于公司垄断地提供社会必需的服务。第二个因素则只有少数公用事业公司才具备：多元化的利润来源，这保护我们不会因为监管部门的某一项措施而遭受重创。收购了内华达能源（NV Energy）以后，中美能源的利润来源进一步扩大了。同时，由于伯克希尔的股东背景，中美能源和它的分支机构可以以显著低于同行的利率借债。这种优势即有利于我们也有利于我们的顾客。

每天，我们的两家公司都在驱动着美国经济：

BNSF 承担了全国 15%（以吨-英里衡量）的城际间货运量，包括公路、铁路、水路、航空以及管道运输。BNSF 的吨-英里运量超过其他任何公司，这个事实意味着 BNSF 是全国经济循环系统最重要的大动脉。2013 年它依然保持着其龙头地位。

和其他铁路公司一样，BNSF 还以一种非常节约能源和环境友好的方式在运输着货物，它运输一顿货物 500 英里只需一加仑柴油。卡车实现同样的运力大约要使用 4 倍的能源。

中美能源的电力设施为 11 个州的零售客户服务。没有任何公用事业公司服务范围比我们更广。另外，我们是再生能源方面的领导者：9 年前开始涉足，到目前我们已经占全国风力发电量的 7%，未来还会更多。我们在太阳能上的份额——虽然大部分还在建设当中，甚至更高。

中美能源之所以能进行上述投资是因为它留存了所有利润。事实上：去年中美能源迄今为止累计留存的利润超过美国任何其他电力公司。我们和监管部门都把这看作一项重要的优势——一项还会持续 5 年、10 年、20 年的优势。

等我们的在建项目完工后，中美能源的可再生能源投资将达到 150 亿。只要这些投资的预期回报合理，我们都喜欢这样的投资。在这方面，我们给予了未来的监管极大的信任。

我们的信心来源于过往的经验，也来源于社会在交通和能源方面会一直需要大量投资的认识。政府为了自己的利益将会合理对待资本提供者，以保证有持续的资金来满足必须的公共项目。从我们自身的利益出发，我们愿意去争取监管者和它们所代表的人民的认可和批准。

去年一份消费者对 52 家控股公司和它们的 101 家电力公司满意度调查的结果，是我们投资于未来这一决心的有力证明。我们的中美能源排名第一，95.3%的被调查者表示“非常满意”，并且没有一个被调查者表示“不满意”。调查中垫底的公司，仅有 34.5%的满意度。

我们现有的三家公司在被中美能源收购以前的调查中排名远低于现在。优异的消费者满意度在我们扩张的时候发挥着重要作用：我们希望进入地区的监管部门愿意看到我们的到来，因为他们知道我们是负责任的公司。

预见到消费者的需求增长，我们的铁路板块也在兢兢业业的工作。你听说的任何关于我们国家基础设施建设的怨言，都不适用于 BNSF 和铁路行业。美国的铁路系统从未有过今天这样良好的状态，这是行业巨额投资的成果。当然我们也没闲着：2013 年 BHSF 在铁路上投资了 40 亿，是折旧额的两倍，也是有史以来最高的单年投资额。我们可能在 2014 年投资更多。就好像预见到未来交通需求的诺亚一样，我们明白必须未雨绸缪。

领导我们两家重资本公司的是中美能源的 Greg Abel，还有 BNSF 的 Matt Rose 和 Carl Ice团队。他们三人都是卓越的经理人，应该受到我和大家的感谢。

下表是中美能源和 BNSF 的业绩数据：



Ron Peltire 在继续打造家庭服务公司，中美能源的房地产经济业务。去年他进行了四次收购，最主要的是对 Fox&Roach 的收购，一家总部位于费城、全国最大的地区性经纪公司。家庭服务公司现在有 22,114 名经纪人（各地区的名单见 112 页），比 2012 年增加 38%。

家庭服务公司还拥有 Prudential and Real Living 67%的特许经营权业务，它正在更名为伯克希尔.哈撒韦家庭服务公司。大家很快就会在“待售”的房屋广告上看到我们的名字。

制造、服务和零售业务

“看那间超市”，沃伦指着内布拉斯加家具超市说，“那真是个好公司。”“那你为什么不买下它？”我说。“它是家私有企业”沃伦说。“哦”，我说。“我一定会买下它的”，沃伦说，“总有一天”。——Supermoney，作者 Adam Smith(1972)

我们在这部分的业务种类繁多。我们将通过一个合并的资产负债表和营收表来了解整个部门。



符合美国通用会计准则（GAAP）的收入和支出数据列示在 29 页。上表中的运营成本剔除了一些并购会计项目，是不符合 GAAP 准则的（主要是某些无形资产的摊销）。我们列示这些数据是因为查理和我认为调整后的数字比 GAAP 下显示的数字更准确地反映了整块业务真实的成本和利润。

我不打算逐一解释所有的调整——有些是细微并且晦涩的——但是认真的投资者必须要理解不同无形资产之间的本质区别：一些无形资产的价值随时间消耗殆尽，但是另外一些的价值从不耗减。比如说软件，其摊销额是真是的成本支出。但对于某些无形资产，例如对客户关系，购买法会计准则下的摊销则显然不是真实的成本。GAAP 会计准则并不对这两者进行区分。尽管从投资者的角度看，它们完全不同，但在会计上计算利润是它们都会被记作成本。

在 29 页列示的 GAAP 会计准则的数据下，该部门 6.48 亿美元的摊销费用被计入了成本。我们大致认为其中的 20%是“真实”的——这也是我们上面的表格包括的部分——其他的则不是。这种差别因为我们做了非常多的收购而变得影响巨大。我们未来进行的收购越多，这样的差别还会越来越大。

当对应的资产没摊销完之后，相应的账面成本也就没有了。但这通常需要 15 年，哎，我的继承人才能享受到摊销完之后报表上增加的利润了。

我们报告的折旧，才是真正的成本支出。对其他任何公司来说也是这样。当华尔街人士用 EBITDA 作为估值指标时，捂紧你的钱包。

当然我们公开的财报依然会遵循 GAAP 会计准则。但是请认清现实，记得把我们报告的摊销加回来。

这个版块的公司销售的产品从棒棒糖到喷气式飞机，无所不包。有些公司有非常好的经济特性，它们无杠杆条件下的税后有形资产回报率从 25%到 100%多。其他一些产品的回报率介于 12%-20%。但也有少数公司回报率很糟糕，这是我们在资产配置上所犯下的严重错误。我并没有受到误导：我只是错误地估计了公司或者其所在行业的经济形势。

幸运的是我们犯得错误一般是小型的收购。我们的大型收购都运行的很好，有些甚至非常好。但以上不会是我犯得最后一个错误。并非事事都如我所料。

把整个板块看作一个公司的话，这家公司业务非常优秀。2013 年它们运作 250 亿的净资产，大量的现金和极低的杠杆，实现了 16.7%的税后收益。

当然，如果出价过高，买入一些具有良好经济特性的公司也可能成为一笔糟糕的投资。我们大多数的收购里都支付了远超有形净资产的溢价，这些成本反映在财报巨额的无形资产数据中。不过总体来说，我们收获了与投资额相称的回报。而且，这些公司的内在价值，远超它们的账面价值。需要说明的是，在保险板块和受管制的行业板块，内在价值和账面价值之间的差距更加巨大。那里才是真正的大赢家所在之处。

这个版块内的公司太多，我们不能一一道来。而且它们现有和潜在的竞争对手都能看到这份报告。公开某些公司的数据将会对它们不利。所以，对伯克希尔来说，规模不是非常大的公司我们仅按要求披露信息。不过，在 80-84 的内容里（不在此书里），大家可以找到更多详细内容。

我还是忍不住要像大家汇报一下内布拉斯加家具超市在德克萨斯扩张的最新进展。我把它拿出来说，是因为它对伯克希尔来说不仅仅是新开了一家店那么简单，虽然相比伯克希尔2250 亿的资产规模来说这微不足道。我和 Blumkin 家族合作 30 多年了，我为这家新店而兴奋，一家真正德克萨斯式的超市，它开在达拉斯市区北面的 The Colony。

明年内布拉斯加家具商城建成以后，它将会在 433 英亩的地基上拥有 180 万平方英尺的零售和仓储空间。可以在 www.nfm.com/texa 查询项目的进展情况。内布拉斯加家具商城已经拥有全国销售额最大的两家店铺了（分别位于奥马哈和堪萨斯市），两家的年销售额分别达到 4.5 亿左右。我预计德克萨斯的新店将会刷新上述纪录。如果大家住在达拉斯附近，欢迎大家来看看。

回想起 1983 年 8 月 30 日，那天刚好是我的生日，我拿着自己起草的 1 页半不到的收购意向书去见 B 夫人（Rose Blumkin）。B 夫人在没有改动一个字，在没有投资银行家和律师在场的情况下接受我的收购协议（这是专业人士觉得在天堂才会发生的事）。虽然公司的财务报告并没有经过审计，我也毫不担心。B 夫人告诉我实际情况，她的话对我来说足够了。

那时候 B 夫人 89 岁了，后来一直工作到 103——绝对是我们风格的女强人。大家看一看 116-117 页（不在此书中）上内布拉斯加家具商城从 1946 年以来的财务报告。内布拉斯加家具商城现在所有的一切都从当初 72,264 美元净资产、50 美元的现金，以及 B 夫人、她的儿子 Louie、孙子 Ron 和 Irv 难以置信的天才衍化而来。

故事里最秒的地方是，B 夫人从来没上过学。而且她从俄国移民到美国时甚至连英文都不会说。但是她热爱这个接纳它的国家：家庭聚会时他们经常应 B 夫人的要求合唱上帝保佑美国。有抱负的经理人应该好好学习让 B 夫人成功的那些朴素却稀有的品质。每年都有超过40 所大学的学生们来拜访我，我以带领他们参观 FM 作为开场。如果他们吸收了 B 夫人的经验，他们不需要向我学任何东西。

金融和金融产品

“Clayton 的贷款规模不用几年就会达到 50 亿美元，它们信用质量良好，将会产生巨额利润。”——2003 年年报

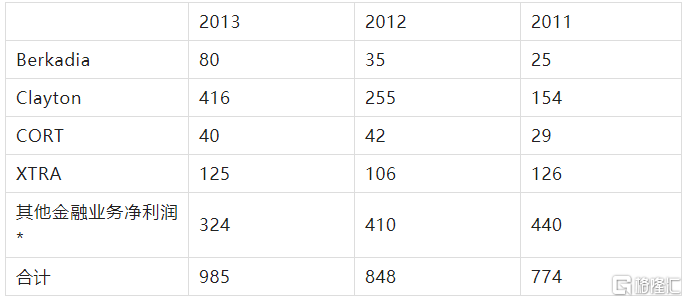
这是我们最小的业务版块，包括两家租赁公司，XTRA(拖车租赁)和 CORT(家具租赁)，以及 Clayton Home，国内领先的预置房生产商和金融租赁商。除了这些 100%拥有的子公司外，我们还有其他一些金融资产以及 Berkadia Commerical Mortgage 公司 50%的权益。

Clayton 被归入这个版块，是因为它有 326,569 笔抵押贷款，合计 136 亿美元。近几年，由于预置房销量的下跌，公司大部分的盈利都来自于抵押贷款业务。

但是 2013 年，新房的销售开始回升，制造和零售两部分的利润恢复。Clayton 依然是美国最大的房屋建筑商：2013 年它建造了 29,457 套房屋，占全国新建住宅总数的 4.7%。公司的 CEO，Kevin Clayton 成功领导公司度过了房地产市场的衰退。现在他的工作——一定比之前轻松多了——就是在 2014 年实现盈利。

CORT 和 XTRA 也是各自行业中的佼佼者。Jeff Pederson 和 BillFranz 依然会维持它们的领先地位。我们支持他们购置设备扩大租赁规模的计划。

下面是这个版块的税前收入：单位（百万美金）



\*不包括资本利得或损失

投资

“我们的股票投资……大约比他们的账面价值（投资成本）要低 1700 万美元……但我们相信，几年以后，整个组合的价值将会远超投资成本。”——1974 年年报

下面列出了我们市值前 15 的股票投资：



\*此处为实际投资成本，等于计税基础，GAAP 准则下的成本在某些情况下因减记和增计而不同。

\*\*不包括伯克希尔下属公司养老金投资的持股。

伯克希尔有一项重要的股票投资没有列在表上：在 2021 年以前的任何时候，我们都可以以 50 亿美元购买美国银行 7 亿股股票。截至年底，这些股票价值 109 亿。我们倾向于在购买权到期前行权购买。大家应该了解，美国银行的投资是我们的第五大股票投资，并且我们非常看好。

除了股票以外，我们也会大额投资债券。通常我们业绩都不错。但也并非时时如此。

大家应该没有听说过 Energy Future Holdings 这家公司。请相信你们是幸运的；我宁愿自己也没听过这家公司。它是 2007 年为杠杆收购一家德克萨斯的电力公司而成立的。权益投资者提供 80 亿美元同时借入大量债务实现收购。债务中的大约 20 亿由伯克希尔提供，我没有咨询查理的情况下做了这个决定。这真是个巨大的错误。

尽管天然气价格大幅上涨，EFH 还是注定要在 2014 年申请破产。去年我们以 2.59 亿卖出了我们的债权。持有债权期间，我们收到了 8.37 亿现金利息。所以我们税前一共亏了 8.73亿。下次我一定会先问问查理。

我们的一些公司——主要是电力和天然气公司——在经营中会使用衍生工具。除此之外，我们近年来都没有投资衍生品，原有的头寸也逐步到期。已经到期的衍生品给我们带来了数十亿美元的利润，和中期浮存金一样。虽然不是百分之百确定，我们预计资产负债表上剩下的衍生品同样会给我们带来利润。

关于投资的一些思考

最聪明的投资，是把它当做生意一样看待。——《聪明的投资者》，作者本杰明·格雷厄姆

引本·格雷厄姆的话作为本章开头非常恰当，因为我对投资的理解很多都归功于本。后面我会讲一些本的事情，我还会讲到股票投资。但是让我先讲两个很早以前非股票投资的投资的例子吧。虽然两笔投资对我个人财富的影响并不大，但它们却具有启发意义。

事情发生在内布拉斯加。1973 到 1981 年间，中西部农场价格疯涨，原因是对通货膨胀的预期和一些小型农村银行宽松的贷款政策。后来泡沫破灭了，价格下跌了 50%多，这摧毁了借债的农场主和他们的债权人。那次泡沫中爱荷华和内布拉斯加倒闭的银行数量是刚过去的大萧条中倒闭的五倍。

1986 年，我买下了奥马哈北部，距 FDIC 50 英里的 400 英亩农场。花了 28 万美元，比几年前银行贷给农场主买地的金额小的多。我对经营农场一窍不通。但是我儿子喜欢农场，我从他那里了解到玉米和大豆的产量，还有对应的运营成本。根据这些估计，我计算出农场的正常回报大约 10%。我还考虑到，产量会逐步提高，并且作物的价格也会上涨。两个预期后来都被证明是对的。

我并不需要特别的知识来判断投资不会没有底部，同时可能有可观的上升空间。糟糕的产量和价格当然偶尔会令人失望。但这又怎么样呢？同样也会有些好的异常的年份，并且我不用迫于压力出售资产。现在，28 年过去了，农场的利润翻了三倍，价值是我们当初投资额的五倍。我依然对农场一窍不通，而且最近才第二次去到那片农场。

1993 年，我做了另外一小笔投资。当我还是 Salomon 的 CEO 的时候，老板 LarrySilverstein 告诉我纽约大学旁边 Resolution Trust 集团的一块零售物业打算出售。同样，当时泡沫破裂——RTC 被迫拆分出售资产，那些遭殃的储蓄机构当初乐观的贷款政策导致了现在的愚蠢行为。

这里的分析同样简单。和农场的情况类似，该物业当时无杠杆的收益率是 10%。但是考虑到 RTC 糟糕的管理，空置的店铺出租以后收入还会增加。更重要的是，它的最大租客——约占 20%左右的出租面积，仅仅支付每平方尺 5 美元的租金，而其他租客的平均租金是 70美元。它的租约将在 9 年内到期，到时盈利必然可以大幅上升。物业的位置也是非常理想的：纽约大学绝不会搬走。

包括 Larry 和我的朋友 Fred Rose 的团队买下了这个物业。Fred 是一位经验丰富，高水准的房地产投资者，而且他的家族将会管理这个物业。他们接手了。旧的租约到期后，利润翻了三倍。年租金回报现在达到了当初投资额的 35%。另外，我们最初的按揭贷款在 1996年和 1999 年两次进行了重置，这让我们获得了相当于初始投资额 150%的特别租金回报。我至今还没去看过这块物业。

农场和纽大物业的收入未来几十年还会继续增加。虽然他们的收入不会突然激增，但两笔投资都是我和我的孩子、孙子可以一辈子持有的稳固并且令人满意的投资。

我讲这两个故事是为了阐明投资的基本道理：

获取满意的投资回报不需要成为专家。当然如果大家本身不是专家，那就要认识到自己的能力圈，并遵从一个合理的规律。保持简单，不要揠苗助长。当有人承诺让你赚笔快钱时，立即答复“不行”。

关注你说考虑投资的资产未来的产出。如果大家觉得难以估计一项资产的未来盈利，那就忘了它，放弃它。没有人能估计所有的投资回报。无所不知也是不需要的；大家只需要理解自己的行为就可以。

如果大家关注的是资产未来可能被接手的价格，那么这就是投机。投机没有什么不好。但是我知道我不能总是投机正确，我也怀疑那些声称自己可以持续投机成功的人。置硬币时第一轮有一半人会赢；但是这些人如果继续不断玩下去都不会有赢家。另外，一项资产近来持续升值绝不是一个买入的理由。

在两笔投资上，我都只考虑资产的产出，而不是它们每天的估值。最后的赢家是把精力用在球场上的人，而不是紧盯着计分板的人。如果大家周末不看股价的时候可以放轻松，那么试着工作日的时候也这样做。

总结宏观形式，听信别人的宏观或者市场都是浪费时间。实际上，这甚至是危险的，它会模糊大家对真正重要的事实的看法。（每当我听到电视评论员流利地分析着市场的下一步走势，我就会想起 Mickey Mantle(10)犀利的评论“你不坐到直播间里去都不知道原来棒球比赛这么简单”。）

(10)米奇·查理斯·曼托（Mickey Charles Mantle，1931 年 10 月 20 日－1995 年 8月 13 日）是 1974 年被选入名人堂的美国职棒球员。他生涯 18 个球季都效力于纽约洋基队，赢得 3 座美联 MVP 以及入选 16 次明星赛。曼托参加过 12 次世界大赛并拥有 7 枚世界大赛冠军戒指。1995 年曼托因肝癌去世，享年 63 岁。（维基百科）

我的两笔投资分别在 1986 年和 1993 年做出。接下来经济、利率、或者股市在下一年——1987 和 1994 年——会如何发展对两笔投资都没有影响。我已经不记得当时的报纸头条和专家的意见。但是庄稼依旧在内布拉斯加生长，学生们一样到纽大上课。

我的两笔投资和股票投资有一个重要的区别。股票每分钟都有报价，但是我至今也没有见过农场和纽大物业的市场报价。

疯狂波动的股价本该成为股票投资者的一项巨大优势——对其中部分投资者来说是这样。毕竟如果有一个喜怒无常的人每天给我报价，买入或者卖出农场——并且价格在短期内随着他的心情忽上忽下，那我不就可以从它疯狂的行动中赚钱吗？如果他的报价低的可笑，而我又有些闲钱，那我就会买入农场。如果他的报价高的要命，那我就把自己的卖给他然后去种地。

股票投资者，经常让其他同伴善变的，并且通常不理性的行为所影响。因为有太多关于市场、经济、利率和股价走势的评论，一些投资者认为应该听听专家的建议——更糟糕的是，认为应该根据他们的建议买卖。

那些拥有一片农场或者一项房产时可以安静持有几十年的人，经常因为置身于源源不断的股价波动中和评论员们“别光坐着，你得做点什么”的鼓动而变得头脑发热。对这些投资者来说，流动性从一项绝对的优势变成了诅咒。

“闪电暴跌”或者其他一些市场的极端波动不会伤害投资者，就好像一个飘忽不定、爱说大话的邻居不会影响我的农场投资。本来涨涨跌跌的市场对那些真正的投资者来说是好事，如果他有现金在价格跌破价值时购入的话。恐惧的顶点是投资的好朋友；一路上涨的市场才是投资的敌人。

在刚刚过去的 2008 年金融危机中，我从没想过要卖掉农场或者纽大的物业，即便一段严重的衰退即将到来。如果我拥有一项长期前景不错的业务 100%的权益，光是考虑卖掉它的想法都非常愚蠢。那我为什么要考虑卖掉那些优秀业务的小比例持股？确实，它们中一些会令人失望，但是作为整体而言它汇报会非常不错。真的有人相信美国无与伦比的物质资本和人力资本将会毁于一旦吗？

查理和我买股票的时候，我们把它都当作获得部分权益的投资看待，我们的分析和买下整个公司的分析类似的。首先我们要考虑是否能够估计公司未来 5 年，或者更长时间内的盈利。如果答案是可以，那我们就会在对应估计区间下限的价格上买入股票。如果我们不具备估计未来盈利的能力——经常是这样——那我们就去考虑其他投资。合作 54 年来，我们从来没有因为宏观或者政治环境的因素，或者因为其他人的看法放弃过有吸引力的投资。实际上，这些都不是我们做投资决策时会考虑的因素。

认清自己“能力圈”的半径，并且呆在能力圈里面非常重要。即便做到了，有时候我们还是会犯错误，无论买股票还是收购公司。但是这样不会带来灾难，就像一个持续上涨的牛市诱导大家根据价格走势买股票，或者因为需要有所行动的欲望买股票那样。

对多数的投资者而言，研究公司的前景并非生活的重点。于是，他们可能认为自己并不具备足够的知识来理解公司和预测未来的盈利能力。

我有一个好消息告诉这些非专业人士：一般投资者并不需要那些技能。总体而言，美国公司长期以来都表现很好，并且还会欣欣向荣（当然一定会有起起伏伏）。20 世纪的一百年里，道琼斯指数从 66 点涨到了 11,497 点，分红不断提高。21 世纪一样会有巨额的回报。

非专业投资者的目标不应该是挑出优胜企业——他和他的“帮手”都做不到，而是应该配置一个夸行业的组合，整体而言其回报必定不错。一个低费率的标普 500 指数基金就可以实现这个目标。

以上就是非专业投资者所需的“做什么”。“何时做”也同样重要。主要的风险是，胆小投资者的或者投资新手可能刚好在市场剧烈波动前入场，并且在出现浮亏时幻想破灭。（记住巴顿·比格斯(11)的话：“牛市就像性爱一样，在结束之前达到高潮。”）解决时间问题的办法是，在一个较长的时间内逐步买入，并且无论利空满天还是股价新高都不卖出。遵守这些规则，“盲投”并且保持多元组合和低费率的投资者一定会获得满意的回报。实际上，认识到自身不足的简单投资者长期将会战胜那些哪怕只是忽略了一个弱点的专业投资者。

(11)巴顿·比格斯，在美国整个投资界的声誉和影响力几乎可与索罗斯、朱利安等一班金融大鳄匹敌。多次被《机构投资者》杂志评选为“美国第一投资策略师”，著有《对冲基金风云录》。（百度百科）

如果“投资者”市场时常买卖他们的农场，产量和庄稼的价格都不会增加。唯一的结果就是农场所有者的最终收益由于咨询和交易费用显著下降。

无论是机构还是个人，都会被赚取咨询和交易费的中介结构不断怂恿，不停地交易。对投资者来说，这些费用总和非常巨大，它吞噬了利润。所以，忽略那些建议吧，保持最低的交易成本，并且像持有农场那样持有股票。

我的钱将会投到指数基金里，因此我还得再为此说两句：我在这里所建议的和已经写在遗嘱中的内容是一致的。遗赠将会把现金配置到为我妻子设立的信托当中。（我必须使用现金进行个人遗赠，因为我所持有的全部伯克希尔股票将在我去世后的十年内会分配给一些慈善组织。）我对信托公司的要求非常简单：持有 10%的现金购买短期政府债券，另外 90%配置在低费率的标普 500 指数基金上。（个人推荐先锋集团的基金。）我相信遵守这个策略，信托的长期业绩常会战胜大多数的聘请了高费率管理人的投资者——无论是养老金、机构还是个人。

现在回过头来说说本·格雷厄姆。我大多数的投资分析都是从本写的《聪明的投资者》当中学到的。1949 年我买到这本书，从此我的投资生涯完全改变。

在阅读本的书以前，我在投资的世界四处游荡，尝试每一种投资方法。很多我读到的方式曾吸引我：我试着自己画图，用市场标记预测股价走势。也曾坐在交易大厅里盯着交易带，听评论员的评论。这些都很有趣，但是我始终被找不到归宿的感觉困扰。

而本的理论完全不同，它逻辑清晰，容易理解（不用任何希腊语或者复杂的公式）。对我而言，最重要的观点在新版本的第 8 章和第 20 章。（1949 年的原版章节划分和后来不同）。正是这些观点指导着我今天的投资决策。

这本书还有另外一些有意思的事：后来的版本里有一则附录，描述了一项让本大赚一笔的不具名投资。本 1948 年写第一版的时候进行了这项投资——拥抱自己吧——这家神秘的公司就是盖可保险。如果不是本在盖可还是萌芽时期就认识到它的优越特性，我和本的财富经历都会大不相同。

1949 年版的书还推荐了一家铁路公司，每股 17 美元而净利润 10 美元。（我敬佩本的原因之一是他敢使用当时并未验证的例子，如果未来并不如他所言他可能会被嘲笑。）如此低的估值部分是由于当时的会计准则要求铁路公司将其下属公司的留存利润从报告的利润中剔除。

被推荐的股票就是北太平洋铁路公司，它主要的下属公司是芝加哥、柏林顿和昆西铁路。这些铁路现在成为了 BNSF 的主要部分，BNSF 由伯克希尔全资拥有。当我读到那本书时，北太平洋铁路公司市值 4000 万美元。现在，它的继承者（当然增加了很多资产）每 4 天就能赚 4000 万。

我已经不记得买《聪明的投资者》第一版花了多少钱。不管是多少，它都证明了本的格言：价格是你付的数字，价值才真正是你所得到的。在我所有的投资当中，买本的书应该是最划算的一笔（不包括我的两次结婚证）。

地方和国家的财政问题在加剧，很大程度上是由于政府承诺了它们支付不起的养老金。公民和政府官员通常低估了承诺和和支付能力之间的冲突导致的财务困境。不幸的是，养老金的计算至今对大多数美国人来说都是一个迷。

养老金的投资策略也是造成上述问题的原因之一。1975 年，我写了一份备忘录给时任华盛顿邮报董事长的 Katharine Graham，当中讲到了养老金和投资策略的重要性。这份备忘录被抄录在 118-136 页。

接下来的数十年，大家于将会读到很多关于公共养老金计划的消息——坏消息。我希望我的备忘录有助于大家理解立即采取补救措施的必要性。

股东年会

伯克希尔公司 2013 年度股东大会召开时间是 2014 年 5 月 4 号，星期六，地点是在Century Link 中心。年会将由我们天才的总导演 Carrie Sova 负责。我们伯克希尔公司总部整个团队都会全力支持她；我们这帮人自己独立操办股东年会，比专业活动策划者做得更好，当然，也更省钱。

早上 7 点开始入场，7 点半我们将举行我们公司的第 3 届报纸投掷国际挑战赛。投掷目标将设在一个克莱顿公司制造的移动房屋（Clayton Home）的门廊,从投掷线起到门口的精确距离为 35 英尺。我所以少年时代做报童时，曾经投掷过 50 万份报纸，所以我自认为自己投掷报纸的功夫非常好。来向我挑战吧：任何人只要把报纸投掷得比我离门口更近，我就会给他买一个 Dilly Bar 雪糕。比赛用的报纸有 36 至 42 页厚,你必须自己折叠(不准橡皮筋捆绑)。

8:30，伯克希尔最新制作的年会电影开始放映。一个小时后，9:30，我们将开始进行提问回答，并将一直持续到下午 3:30 为止(中间短暂休息在 CenturyLink 中心的摊位上有午餐供应)。问答环节结束之后，短暂休息一下，我和芒格在 3:15 将正式召集大家召开年度股东大会。如果你要在年会当天的提问回答期间离开会场的话，请在芒格讲话的时候离开。

当然，离开会场的最好理由是去购物。为了帮助各位更好地进行购物，与股东年会会场相邻的 194,300 平方英尺的大厅里，我们摆满了伯克希尔下属公司生产的各种商品。2012年年会期间各位股东做得很棒，很多产品的销售都创下历史新高。在去年年会召开的 9 个小时里，我们销售了 1062 双 Justin 靴子（每 32 秒卖出 1 双靴子），12,792 磅喜诗巧克力，11,162 把 Quikut 小刀(每分钟销售 21 把)，6,344 双 Wells Lamont 手套，这可总是热门商品。今年，我和芒格将要比赛销售瓶装番茄酱。自然，有芒格头像的瓶装番茄酱将会大幅打折促销。但是，如果你捧场的话，有我头像的瓶装番茄酱还会卖得比他多。这对我很重要，千万不要让我丢面子。

我们下属的跑鞋公司 Brooks，将会再次为伯克希尔股东年会推出一款特制纪念版跑鞋，仅在年会上供应。买好这款跑鞋，第二天就穿上，参加我们的“伯克希尔 5 公里”长跑活动，时间是周日早上 8 点，从 CenturyLink 中心开始起跑。参赛的所有细节详见参会指南（the Visitor’s Guide），你将会收到你的股东年会入场凭证的同时会收到这本指南。参加长跑的人将会发现自己身边跑的人群中有很多是伯克希尔公司的公司经理人、董事、员工。

盖可将设一个展台，有来自全美最优秀的保险顾问为您服务，他们随时准备为您提供汽车保险询价。在大多数情况下，盖可将会给您一个股东特别折扣(通常是 8%)。我们开展业务的 51 个行政区域中有 44 个都批准了这个特别优惠。(额外提示：这个折扣不可以与其他优惠累加使用，比如给予特定群体的优惠)。把你现有保险的详细情况带过来，看看我们能否帮你多省点钱。我相信，我们至少可以帮助你们中一半人省下更多的保险费。

你一定要到书虫书店的展区看看，这家书店将会提供超过 35 种的图书和 DVD，有几本是最新出版的。其中一本新书是 Max Olson 编辑的致伯克希尔股东的信，从 1965 年开始至今。这本书包括一个索引，我觉得特别有用，按照人名、公司、主题分别注明页码。我还要推荐我儿子霍华德写的新书《四十次机会》。你一定会喜欢这本书的。

如果您是一个会花大钱的大款,或者是你很希望成为这样一个大款，请在周六中午到下午五点参观位于奥马哈机场东侧的 Signature 航空馆。那里将会展出我们下属的 NetJets公司的私人专机编队，肯定会让您心跳加速。坐着大巴来，坐着私人飞机回。享受一下生活。

随同附上的股东大会资料中有个附件，告诉您如何获取参加股东的凭证，凭此才能参加股东年会和其它活动。在伯克希尔股东大会召开的周末，航空公司有时会提高机票价格。如果你从很远的地方过来，可以比较一下飞到肯萨斯与奥马哈的价格。飞到肯萨斯，再开车到奥马哈，只需要 2 个半小时左右，也许这样可以帮你省掉一大笔钱，尤其是你本来就打算在奥马哈租车的话。省下来的钱，一定要在会场上购物花掉噢。

内布拉斯加家具商场位于 72 街上，在 Dodge 街和 Pacific 街之间，占地 77 英亩，在这里我们将会再次举办“伯克希尔周末专场”特惠促销活动。2013 年，这家商场在年会期间销售收入为 4020 万美元，打破了以前的历史最高记录，增长了 12%。同时也在星期六创下了 820 万美元的最高单日销售记录，卖出了接近 100 万张床垫。

要得到伯克希尔股东的特别优惠，你必须在 4 月 29 日周二到 5 月 5 日周一之间购买，并出示参加股东年会的凭证。这次特惠促销包括了几个非常著名的超级大牌厂家的产品，一般情况下它们严禁打折销售，但考虑到这是一个我们股东的周末特别活动，所以特别破例一次，只为参加股东大会人士提供优惠折扣。我们特别感谢他们的支持。内布拉斯加家具商城在周一至周六早上十点到晚上九点营业，周日是早上十点到晚上六点营业。周六下午五点半到晚上八点，内布拉斯加家具商城将会举行野餐会，邀请所有参会人士加入。

在波仙珠宝店，我们将会再次召开两场股东专场优惠活动。第一个活动将是一场鸡尾酒会，在 5 月 2 日周五下午 6 点到晚上 9 点举行。第二个活动是一个大型聚会，在 5 月 5 日周日早上九点到下午四点举行。周六，我们将会一直营业到下午六点。最近几年，我们在股东年会期间三天的销售额就远远超过整个 12 月份的销售额，而 12 月份通常是珠宝店生意最好的一个月。

在星期天下午 1 点 15 分，我本人将会亲自在波仙担任售货员。不管你选择什么商品，都可以向我要求一个“疯狂巴菲特”特别优惠价格。随着我变得越来越老，我给的价格也越来越荒谬可笑。所以请大家快来占我的便宜吧。

整个周末波仙珠宝商店都会人群拥挤。因此为了你的方便考虑，股东优惠价格将会从 4月 28 日周一一直持续 5 月 10 日周六。在此期间，请出示你的股票年会入场凭证或券商出具的持股证明，以证明你本人是伯克希尔公司的股东。

在波仙外面的商场里，美国两届象棋比赛冠军 Patrick Wolff 将会蒙上双眼，接受所有人的挑战，当然挑战者们不用蒙眼，而且他是一个人一次同时和 6 个人进行对奕。就在附近，著名的达拉斯魔术师 Norman Beck 将进行精彩表演。另外，我们将邀请两位世界级桥牌顶尖高手 Bob Hamman 和 Sharon Osberg，在周日下午与我们的股东们进行比赛。千万别和他们俩赌钱。

我的朋友邢延华(Ariel Hsing)将会再次出现在波仙外面的商场里，接受乒乓球挑战，去年她在奥运会乒乓球比赛场面的表现让所有美国人尤其是我本人感到骄傲。

我第一次遇见刑延华，她只有 9 岁，但是那时我跟他打乒乓球一分都拿不到。现在她已经是普林斯顿大学的大一新生，也是美国女子乒乓球比赛冠军。如果你不介意让自己感到难堪，就来和她打上一盘，检验一下你的球技如何。比赛将在下午一点钟开始。我和比尔·盖茨带头挑战，我们要努力让她手下留情。

5 月 4 日，周六，Gorat's 餐厅和 Piccolo’s 餐厅将会再次仅对伯克希尔公司股东开放。Gorat's 餐厅会从下午 1 点营业到晚上 10 点，Piccolo’s 餐厅将会从下午 4 点营业到晚上10 点。这两家都是我特别喜欢的餐厅，周日晚上我会在两家餐厅都吃上一顿。请记住，要在 Gorat's 订餐，请在 5 月 1 日(但不要提前)拨打电话 402-551-3733。要在 Piccolo’s 订餐，电话是 402-342-9038。在 Piccolo’s 餐厅，要显得你有品位，就得要上一大杯根啤作为甜点，要小杯不是男子汉。

今年我们将再次邀请同样的三位财经记者引领年会问答环节，他们通过电子邮件收集股东提交给他们的问题，向我和芒格进行提问。这三位记者和他们的电子邮件地址分别是：财富杂志记者 CarolLoomis：cloomis@fortunemail.com；CNBC 记者 BeckyQuick：BerkshireQuestions@cnbc.com；纽约时报记者(AndrewRossSorkin：arsorkin@nytimes.com。

每一个记者将会从邮件收集到的众多问题中进行筛选，选出 6 个他（她）认为最有趣和最重要的问题来现场提问。他们告诉我，如果你的问题符合以下条件：十分简洁，不是最后一刻才提交，问题和伯克希尔相关，每封电子邮件提出的问题不超过两个，那么符合以上条件的问题被选中的机会最大。（在你的邮件中，请告诉记者，如果你提出的问题被他们选中，您是否希望提到你的名字。）

2012 年我们邀请了一个由三名追踪伯克希尔公司的分析师组成的提问团队。今年的保险行业分析专家将是 Barclays 公司的 JayGelb。负责提问与我们非保险业务相关的问题将是来自 Ruane,Cunniff&Goldfarb 的 Jonathan Brandt。

我们希望能够再次在分析师团队中加入一位公认看空伯克希尔公司的分析师。我们希望那些看空并做空伯克希尔股票的分析师来信申请（请附上你的做空持仓证明）。这三位分析师将会各自提出他们自已对关于伯克希尔的问题，分析师、记者和听众将会交替提问。

我和芒格认为，所有股东都应该有渠道能够在同一时间知悉伯克希尔公司的最新信息，而且应该有足够的时间分析这些信息，这也是我们为什么总是努力安排在周五股市收盘之后或者周六一早才公布公司财务信息的原因，这也是我们为什么选择在周六召开股东年会的原因。我们不会与大型机构投资者或分析师进行一对一交流。我们的希望是，记者们和分析师们将会提出一些好的问题，能够让我们的股东们更加充分了解自己所投资的公司。

我和查理事先不知道任何与在会上提出的问题有关的东西。我们知道，记者和分析师会选择一些难以回答的问题，而这正是我们所希望的。总的来说，我们希望至少能够回答 54个问题，三个记者和三个分析师每个人提问 6 个问题，现场听众提问 18 个问题。如果还有一些剩余的时间，我们将会回答现场听众更多的问题。听众提问者将会在 8 点 15 分进行抽签决定，15 个提问用的话筒分别放置在会场不同的区域和主要的分会场。

我有非常充分的理由，我会定期高度赞扬我们下属公司负责经营管理的经理人取得的成就。他们都是真正的全明星，管理企业就像这是他们家族唯一持有的资产一样。我相信他们的这种心态，和那些大型上市公司管理层全心全意为股东谋利益的态度完全相同。大多数经理人根本没有任何财务需要让自己继续工作；他们在企业经营上打出本垒打得到的快乐完全不亚于收到一大笔薪酬支票。

可是，和这些下属公司经理人同样非常重要的是，在总部办公室和我一起工作的 23 名男女同事。这个只有 23 人的团队高效处理各种事务：美国证监会和其他监管部门要求提供的大量文件，制作多达 23000 页的联邦收入所得税申报文件，还有州收入所得税和海外收入所得税相关申报文件，回应股东和媒体的无数个询问，寄送年度报告，筹备全美规模最大的上市公司股东年度大会，协调董事会活动，他们的活动名单还可以列举出来很多很多其它活动。

他们态度愉悦地处理这些企业事务，而且效率之高简直令人难以置信，让我倍感轻松和快乐。他们的努力并不仅局限于伯克希尔公司相关的活动，他们还需要和 48 所大学打交道（这 48 所大学又是从 200 名申请大学中筛选出来的），每年这些大校将会选送一些学生到奥马哈，与我共同度过一天的时间，向我提出各种问题。他们还要处理我收到的各种请求，安排我的旅行，甚至还要去帮我买午餐的汉堡包和法式炸薯条（当然要沾上番茄酱）。没有一个 CEO 像我做得这么舒服了；我真的感觉像是天天跳着踢踏舞去上班。

在这封信就要结束时，我想这是一个合适的时机，忽略掉我们“不要任何图片”的一贯原则，让大家看一看我们这些非常杰出人总部办公室员工。下面这张照片，是我们圣诞午餐的合影。只有我和芒格两人是无法做成伯克希尔公司这么大的事业的，还包括你在这张照片上看到的，在伯克希尔公司总部办公的所有同仁。他们是真正创造奇迹的工作者。

下个年度致股东的信我们将会回顾伯克希尔公司过去 50 年，并且展望未来 50 年。我诚挚的邀请各位，在 5 月 3 日来到奥马哈，参加我们的股东大会，共享我们的投资人大聚会。

董事会主席

沃伦·巴菲特

2014 年 2 月 28 日

## 2014年巴菲特致股东的信

2014年伯克希尔的净值增长了183亿美元，公司A类和B类股的每股账面价值增长8.3%。在过去的50年中(即现任管理层上任以来)，公司每股账面价值已从19美元增至146,186美元，年均复合增长率折合为19.4%。①

①注：本文所述每股数据均为A类股数据，B类股对应数据为A类股的1/1500。

在本管理层任期之内，我们始终在以标普500指数的年度变化衡量伯克希尔每股账面价值，概因账面价值指标尽管略显粗略，但毕竟是评判公司内在价值的有用跟踪指标。在本管理层接手的最初岁月中，公司账面价值与内在价值之间并无如当今所见的差距。其原因在于，当年伯克希尔的大部分资产都是可随时反应其当前市值的有价证券。在华尔街地界，有关资产账面价值的计算总是要遵循“市值”原则。

如今公司的重点已转向持有或经营大型企业。其资产价值远超过基于成本所测算的结存价值。但不管这些企业的价值获得了多大提升，其中资产价值却从未向上调整。因此伯克希尔本身的内在价值和账面价值之间的鸿沟日渐拉大。

鉴于此，我们在首页中的表现指标表中增列了新的数据，即伯克希尔股价的历史变动。在此必须强调，市场价格从短期来看是有其缺陷的。股价的月度甚至年度变动都可能是非理性的，因此无法衡量企业内在价值的变化。但如果从长期看，股价和内在价值总是趋于吻合。伯克希尔的副主席、我的合伙人查理-芒格以及本人均对此深信不疑：在我们看来，伯克希尔股价在过去50年里所录得的1,826,163%涨幅大致是本公司内在价值变化的公正反应。

伯克希尔过去一年表现

在过去一年，伯克希尔在几乎所有方面都取得了不俗成绩，仅有一处例外。重点成绩如下：

伯克希尔旗下最大的非保险企业，即“强力五家”，在2014年录得了创历史记录的124亿美元税前利润②，较2013年增加16亿美元。这强力军团具体为伯克希尔.哈撒韦能源公司(前身为中美能源)、BNSF、IMC(本人曾称其为ISCAR)、路博润和玛蒙集团。②注：除非另有注明，本文及所附“五十周年”系列信件中所有盈利数据均为税前数据。

在这五家之中，只有伯克希尔.哈撒韦能源公司是十年之前就在旗下的“老成员”当年年盈利只有3.93亿美元。我们是用全额现金收购的方式将其余三家收入旗下，在收购第五家BNSF时，我们用现金支付了70%的收购额，并采用增发伯克希尔股票的方式支付余款。为此公司股本扩大了6.1%。换言之，公司在过去十年从这五家公司获得了年均120亿美元的回报，但公司的股本仅仅出现了略微的摊薄。这样的结果才符合我们的目标：即不仅要增加整体盈利，而且还要增加每股营收。

如果美国经济在2015年继续复苏，我们预计来自“强力五家”的盈利也将继续增长。鉴于集团业已完成和正在进行的“补强收购”，来自五家的盈利增幅有望达到10亿美元。

2014年的坏消息也来自这强力五家，但与盈利无关。在过去一年，BNSF的服务令许多客户失望。这些运输企业都有赖于铁路线的顺畅运营，铁路线的运营不畅将严重损害其业务。

到目前为止，BNSF依然是伯克希尔最重要的非保险类子公司，为改善其运营表现，我们将在2015年投入60亿美元。该投入超出铁路经营企业单年度投入历史最高额将近50%，因此无论从收入、盈利还是减值准备各项比较指标看，这样的投入都堪称空前。

当然去年天气状况尤为恶劣，而恶劣天气客观上会引发铁路运营的各种问题，但我们将竭尽所能将铁路服务水准提升至行业领先水平。这当然不是一朝一夕之功：铁路扩建升级工程难免会影响到现有的运行。但可喜的是，对铁路的大力投入在近期已初显成效。BNSF去年最后一季度的运营数据较全年数据出现了明显的改善。

我们所持有的诸多小型非保险类企业在去年总共录得51亿美元利润，较2013年的47亿美元有了较大增长。与旗下强力五家类似，来自这些企业的盈利也有望在2015年继续增长。在这类企业中，有两家企业盈利在4亿-6亿美元；有六家企业盈利在2.5亿-4亿美元；另有七家盈利在1亿-2.5亿美元。此类企业的数量和盈利都将增长。这类企业的成长没有终点线。

伯克希尔的庞大保险产业在2014年继续实现了承保盈利，这也是连续13年保持承保盈利，此外保险浮存资金规模也继续扩大。在过去12年时间里，我们的保险浮存资金规模从410亿美元增长至840亿美元，尽管这些资金的所有权并不在公司，但我们却将其投资来为伯克希尔创造盈利。尽管浮存资金的营收和规模并不纳入伯克希尔的盈利，但庞大浮存资金的存在却可使我们持有大量资产并产生可观投资收益。

同时，我们在12年间实现了240亿美元的承保盈利，包括2014年实现的27亿美元。而这一切的开端就是我们在1967年以860万美元对国民赔偿保险公司的收购。

在查理和我探寻新的并购机会的同时，我们的许多子公司也在有条不紊地开展“补强收购”。去年这方面的成果尤为丰硕：我们签订了31项补强收购协议，预计耗资总额将达到78亿美元。这些并购交易的单个规模在40万美元至29亿美元不等。但其中最大的一项收购，即对金霸王(Duracell)收购案，预计要等到今年下半年才可完成。Duracell在收购完成后将归入玛蒙集团。

查理和我都鼓励补强收购，只要价格合理(大部分并购的要约价格并不合理)。这些并购对象所投资的业务正好与我们的现有业务配套，并购之后将由我们的专业管理团队接管。这意味着我们无需大费周章去整合即可获得盈利回报，对于这样的天然搭配我们总是乐见其成。在未来，我们将继续开展大量的补强并购。

两年之前，我的好友豪尔赫-保罗-雷曼(Jorge Paulo Lemann)邀请伯克希尔参与其3G资本集团对亨氏集团的收购。对此我毫无犹豫地表示同意：当时我就知道，无论从个人关系角度还是财务投资角度看，本次合伙必然顺利舒心。最后事情发展也大致如此。

在此我必须承认，由董事长毕林(Alex Behring)和首席执行官贝尔纳多-赫斯(Bernardo Hees)搭档管理亨氏集团要远远好过让我赤膊上阵。即便当他们的业绩远远超越同侪，他们还是为自己设定了严苛标准并且从不自满。

我们还将与3G资本继续合作。有时我们只是扮演财务投资人的角色，例如在最近汉堡王对Tim Hortons咖啡连锁店的收购案中。当然我们青睐的方式还是成为永久股权投资者(当然在某些案例中，股权投资者也要为并购出资)。但不管具体并购结构如何，我们对与豪尔赫-保罗和合作感到十分高兴。

伯克希尔也和玛氏及Leucadia保持了良好的伙伴关系，我们也将与这些伙伴或其他伙伴结成新的合作关系。但不管是作为纯粹的财务投资者还是股权伙伴，我们都希望所参与的任何交易都是友善和谐的。

10月份，我们签署了收购Van Tuyl汽车经销网络，该网络有78家汽车经销商且运营良好。在若干年前，我曾与该公司的所有者拉里-图伊尔(Larry Van Tuyl)有过一面之缘。当时他决定说，如果某天他要卖掉公司，那么他希望买家就是伯克希尔。本次收购在近期已经完成，现在我们也算是“汽车人”了。

拉里和他的父亲塞西尔(Cecil Tuyl)用了62年时间来建立起这样的产业，他们的策略就是让所有的本地管理人员都成为最后的股东和和合伙人。这样的策略帮助该公司应对了无数的风雨挑战。Van Tuyl目前是全美第五大汽车经销集团，单位经销商的销售额远超行业平均。近年来，Jeff Rachor正辅佐拉里，这样的搭配还将持续。

目前全美国有17000家汽车经销商，而经销商所有权的变更总是要获得汽车制造商的同意。伯克希尔所要做的，就要是要让汽车制造商支持伯克希尔去收购更多的汽车经销商。如果我们做到这一点，我们能以合理的价格去收购更多的汽车经销商，那么我们的汽车经销业务规模将很快会在Van Tuyl每年90亿美元销售额的基础上出现爆发式的增长。

在收购完成Van Tuyl之后，如果旗下企业都算作独立企业，那么伯克希尔目前已持有《财富》500强企业中的“九家半”(亨氏集团算半家)。这意味着我们还有490家半等着去收购。此言既出，驷马难追！

2014年，我们的子公司总计在生产设备上投入了创纪录的150亿美元，超过折旧费用两倍多。其中大约有90%的资金是用在了美国国内。尽管我们会开展海外投资，但公司发展机遇的主矿脉还是绵延在美国。我们深信，与依然潜藏在地下的宝藏规模相比，目前所开采的宝藏仅为沧海一粟。苍天垂青，查理和我生来就是美国公民，我们对此如天赐之福般的“美国人优势”永怀感念。

伯克希尔的年终员工总数，如果将亨氏集团的包括在内，达到了340499人，这比一年前增加了9754人。在此更要自豪指出，公司总部人数并未增加(依然停留在25人)。诸位不必惊慌。

去年伯克希尔对“四大投资对象”均有增持，即美国运通、可口可乐、IBM和富国银行。我们增持了IBM的股票(持股比例从2013年底的6.3%上升至去年底的7.8%)，此外我们在可口可乐、美国运通和富国银行的持股比例也有了增加。我们在可口可乐公司的持股比例从9.1%增加到了9.2%，在美国运通的持股比例从14.2%增加到了14.8%，在富国银行的持股比例从9.2%增加到了9.4%。在此千万不要小看百分比中小数点后面位数的变化：四家企业加总，我们对其持股比例每上升0.1个百分点，伯克希尔每年就可多拿到5000万美元的盈利。

这四家企业的业务成熟，其管理层能力出众且注重股东利益。对于伯克希尔来说，我们宁可去参股一家伟大的企业，也不愿意去绝对控股一家泛泛之辈。所谓宁要鲜桃一口，不要烂杏一筐。

如果按照伯克希尔对四大投资对象的年终持股比例看，四大投资对象企业在2014年所产生的常规经营利润中应有47亿美元属于我们(三年之前是33亿美元)。但在盈利报告中，我们仅仅将获得的分红计算在内，即去年获得了16亿美元的分红(三年前的分红是8.62亿美元)。但在此不可混淆：未记录在本集团盈利报告中的31亿美元与纳入盈利报告的资金同样可观。

四家企业所留存的利润通常会用来回购自身股票，这意味着我们不费一分一厘就可增加未来的盈利分成。或者这四家企业也会用留存利润开展新的投资，通常这些投资会取得成功。不管如何，最终在这四大投资对象中的整体每股盈利都会随着时间的推移而不断提高(尽管2015年可能会充满挑战，因为美元走强不利于这四家企业的国际化业务)。如果这些预期的增长都可实现，那么伯克希尔的分红也将随之增长，更为重要的是，我们在这些企业的未兑现资本也将增值(截至去年底，我们在这四家企业中的未兑现资本收益已经达到420亿美元)。

我们在资本配置方面的灵活性，即我们愿意将大量资金投入到不直接控制的企业中，这使得我们与某些企业相比具有了强大的优势，因为那些企业只愿意投资于能直接经营的产业，从而捆住了自己的手脚。我们对直接经营和财务投资的灵活姿态为资金的妥善使用加上了双保险，汹涌的伯克希尔现金流总能找到用武之地。

我曾说过，我在生意上的经验对我的投资有所帮助，而我的投资经验反过来又让我成为更好的生意人。二者的经验是互通的。有一些真理只能通过实践才能彻底领悟。(弗雷德-施韦德(Fred Schwed)佳作《客户的游艇在哪儿？》中有一副彼得-阿诺(Peter Arno)的漫画，画中懵懂的亚当看着好奇的夏娃，文字说明是“有一些事情无论通过文字还是图片都无法让一位处女彻底明白”。如果你没有读过施韦德的书，我们年会上有卖。此书的智慧和幽默真是无价之宝。)

除了阿诺的“确定的事情”，我认为还需要两项单独的技能：对投资品的估值以及企业管理能力。因此我认为我们两位投资经理多德-库姆斯(Todd Combs)和泰德-威施勒(Ted Weschler)有能力至少管理我们的一项业务。几个月之前一个很好的机会让他们可以做到这一点，因为我们同意收购两家业务上很有特点的公司。这两家比我们一般收购的公司规模要小一些，加起来净有形资产大约1.25亿美元，年收益1亿美元。

我要求多德和泰德各担任一家公司的董事长。以董事长的角色，他们的用武之地非常有限，就像我在我们较大的子公司中那样。这种安排为我分担了一点工作，更重要的是，可以让这两位已经出类拔萃的投资者更加优秀。

2009年底，在“大衰退”的阴霾中，我们同意收购伯灵顿北方圣达菲铁路公司(BNSF)。这是伯克希尔历史上规模最大的一笔收购。当时我将这笔交易形容为“全副身家赌美国经济前景”。

类似的押宝对我们来说并不是头一遭。早在1965年，巴菲特合伙人公司收购伯克希尔控股权就是类似的赌注。同样，根据充分的理由，查理和我向来认为，“赌”美国继续繁荣下去是确定性非常高的事情。

如果不信，你去问问在过去238年中，有谁是通过押注美国衰落而成功的？将我们国家的现状与1776年对比一下，你简直不敢相信自己的眼睛。就我的有生之年来讲，美国的人均产出翻了6倍。我的父母在1930年绝对想象不到他们的儿子今天所看到的世界。虽然那些悲观主义传教士没完没了地说美国存在这样那样的问题，我没有看见他们中哪个真的希望移民到国外(虽然我能够想到几个而且很乐意为他们购买单程机票)。

我们市场经济的动力机制仍将继续发挥它的魔力。要收获总要经历挫折，不可能一帆风顺。人们会时不时抱怨政府。但确定无疑的是，美国的明天会更好。

在这种有利形势下，查理和我希望通过以下途径提升伯克希尔的每股内在价值：(1)持续改善我们众多子公司的基本盈利能力；(2)通过补强型收购进一步提升它们的盈利；(3)从我们投资对象的增长中获益；(4)当伯克希尔股价大幅低于内在价值时进行股份回购；(5)偶尔进行大规模收购。我们还会尝试通过增发伯克希尔股份让你的收益最大化，不过这种做法就算有也是偶尔为之。

我们都知道，搭积木关键在于基础稳固。一个世纪之后，BNSF和伯克希尔.哈撒韦能源公司仍将继续在美国经济中扮演重要角色。住房和汽车仍将是大部分家庭生活的中心。保险无论对企业还是个人都将依然不可或缺。展望未来，查理和我看到伯克希尔仍将大有用武之地。我们对受托管理伯克希尔深感荣幸。

企业内在价值

虽然查理和我经常提到内在企业价值，我们却无法准确地告诉你伯克希尔股票的内在价值是多少(事实上任何其他股票都是如此)。不过，在2010年的年度报告中，我们提出了内在价值的三大要素，其中之一是定性的，另两个是定量的。我们认为这三大要素是合理估算伯克希尔内在价值的关键。本报告在123-124页完全复制了这部分讨论。

下面是两个定量要素的最新估算：2014年我们的每股投资增长8.4%至140123美元，除保险和投资之外的业务利润增长19%至每股10847美元。

从1970年到现在，我们的每股投资以19%的复合年率增长，我们的盈利增长率是20.6%。如此一来，在随后的44年中，伯克希尔股价以与两个价值衡量标准类似的速度增长也就不足为奇了。查理和我希望看到两部分都能够增长，但我们主要的精力放在提升运营利润上面。这正是为何去年我们选择用Phillips 66和Graham Holdings的股票来换取运营业务，并通过类似的手段从宝洁手中收购金霸王(Duracell)，后者将在2015年完成交易。

现在，让我们审视我们经营的四大领域。它们的资产负债表和收入特点彼此都存在巨大差异。因此我们将它们作为四个业务分别表述，这也是查理和我看待它们的方式。(虽然它们共处伯克希尔一个屋檐下拥有极其重要和持久不衰的优势。)

保险业

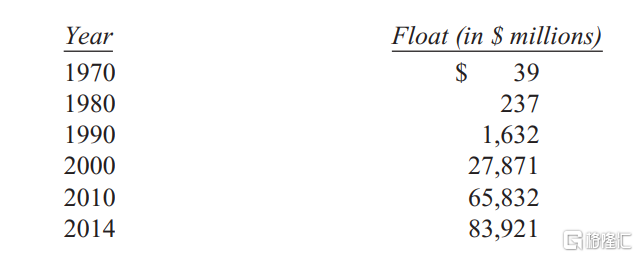
首先是保险业务，这是公司核心业务。自1967年以来，保险业务一直是公司业绩增长的关键引擎。当时我们以860万美元的价格收购国民赔偿保险和国民火灾保险。这笔收购对于公司的意义十分深远，虽然过程十分简单。

我的朋友--这两家公司的实际控股股东杰克-林格沃特(Jack Ringwalt)来到我的办公室表示希望出售公司，15分钟后我们就达成一致。杰克的公司并没有接受外部公司的审计，我也没有对此做出任何要求。这是1)因为杰克是个诚实的人，2)如果收购过程过于繁琐的话，他可能就会放弃交易。

(在完整年报的128-129页，我们复制了当年的签约合同。)收购合约就这样完成了，双方都没有律师到场。这笔交易是伯克希尔最成功一笔交易，至今为止国民赔偿保险的美国通用会计准则(GAAP)净值达到1110亿美元，超过了全球其他任何一家保险公司。

公司介入财产意外险的一个重要原因是其独特的金融特性。保险公司可先收取保费，然后支付赔偿金。在极端情况下，比如工伤赔偿，保险公司支付的持续过程可能会数十年之久。这种先收钱后赔钱的模式可让保险公司拥有大量现金，也就是所谓的浮存金。

公司可利用浮存金进行投资并获取收益。尽管个人保单处于不断变化的状态，但是整体浮存金的规模通常都会和保费保持相对稳定的比例。因此长期来看，我们的业务和浮存金都保持持续增长。以下是1970-2014年公司浮存金的规模：



对公司而言，浮存金进一步的增长将是一大难题。不过从好的方面来看，盖可和我们新的保险业务都会保持理想的增长速度。国民保险的再保险业务保单大幅减少导致浮存金在下降。但即便我们的浮存金下滑，其速率也会十分平缓，每年下滑不会超3%。保险业务的特性决定了我们拥有的现金资源肯定可以满足短期的偿付需求。这个优势是伯克希尔长盛不衰的关键。

如果我们的保费收入超过了费用和最终偿付金的总额，我们将获得承保利润。这增加了我们的保险浮存金产生的投资收入。当获得这种利润时，我们喜欢使用这白赚的钱，更棒的是，这让我们获得额外收益。

不幸的是，所有保险公司都想实现这一快乐的目标。这产生了激烈竞争。竞争常常让整个财产保险行业以巨额损失进行运营。这个损失实际上就是保险行业为持有浮存金支付的成本。尽管保险公司享受着浮存金带来的好处，但竞争几乎会确使保险公司的收入继续惨淡。和美国其他行业的公司相比，保险公司在有形净资产上获得的回报较低。美国长期的低利率让浮存金获得的利息收入有所减少，因此加剧了行业的利润下滑问题。

正如在报告第一部分所说的那样，伯克希尔现在已连续12年在承保盈利的状况下运营。这段期间内，我们的税前利润达240亿美元。展望未来，我相信我们将在许多年内继续在盈利的情况下承销保单。这是我们保险经理每日都关注的事。这些经理知道浮存金是有价值的，但不佳的承销结果可能会抵消掉浮存金带来的收益。虽然所有的保险公司都会提这一点，但在伯克希尔把这一点视为圭臬。

那浮存金将如何影响我们的内在价值？当我们计算伯克希尔账面价值时，浮存金的总额被作为负债减掉，就好像我们明天就要将其全部支付，而无法补充。不过，将浮存金严格视作负债是错误的。它应该被看作一种循环基金。每天，我们支付旧的索赔和相关费用--2014年，我们向600万索赔人支付了227亿美元--这减少了我们的浮存金。但同时，我们每天获得新的业务，收取保费增加浮存金。

如果我们的循环浮存金没有成本且可以长期持久，那该负债的真正价值会显著低于会计上认定的价值。永远拥有1美元--因为新业务会替代旧的索赔--和拥有明天就将失去的1美元是两件完全不同的事。然而，在GAAP下，这两种类型的负债被认为是相同的。

155亿美元的“商誉”资产是对这被夸大负债的一种抵消。这些商誉资产在我们购买保险公司时产生，这增加了账面价值。这种商誉体现了我们为保险公司获得浮存金能力支付的价格。然而，商誉并没有实际价值。举例来说，如果一个保险公司维持高额的、长期的承保损失，任何账面上的商誉资产都应被视作是毫无价值的，无论原始成本是多少。

幸运的是，伯克希尔并不是这样。查理和我相信，我们保险公司的商誉存在真正的经济价值，且远超其历史价值。当我们收购类似保险公司时，我们会很乐意为它们的浮存金支付费用。目前会计制度下，这种价值永远不会进入账面价值。但我可以保证这是真的。这就是我们相信伯克希尔内在商业价值远高于其账面价值的一大原因。

伯克希尔吸引人的保险经济模式之所以存在，都是因为我们拥有杰出的经理。他们以严格的操作运营难以复制的商业模式。让我来向你们介绍几个主要业务部。

首先，浮存金最高的是由Ajit Jain管理的伯克希尔.哈撒韦再保险集团。Ajit对别人不敢兴趣或没有资本接受的风险提供保险。他的操作结合了能力、速度和果断。更重要的是，他的思维方式在保险界独一无二。然而，他从来没有将伯克希尔暴露在不适合我们资源的风险之中。

事实上，我们在避免风险上远比其他大型保险公司要谨慎。举例来说，如果保险业因天灾而遭受2500亿美元的损失--这一损失大约为保险业经历过最大损失的3倍--伯克希尔作为一个整体依然将在该年度获得高额利润，因为其业务线非常广泛。我们依然将拥有充足现金，并将在波动的市场中寻找大的机会。而其他的主要保险公司，或是再保险公司将损失惨重，甚至濒临破产。

Ajit的承销能力无人能及。他的大脑是一个创意工厂。他一直在寻找新的业务加入目前的组合中。去年，我向你们介绍了他建立的伯克希尔.哈撒韦专业保险公司(简称“BHSI”)。这将我们带入了商业保险领域。我们在该领域立刻获得了美国主要保险经纪和公司风险经理的欢迎。

BHSI现在由彼得-伊斯特伍德(Peter Eastwood)领导。他是一个富有经验的承销人，在保险行业受人尊重。在2014年，彼得扩大了他富有才华的部门，进军国际业务，扩大了保险业务条线。我们重申去年的预计，BHSI将会成为伯克希尔的重要资产，将在未来数年产生数十亿的业务。

我们还有另一个强大的再保险公司通用再保，该公司由塔德-蒙特罗斯(Tad Montross)管理。本质上，一个稳健的保险公司需要遵守四大规则，它必须：

(1)理解所有会让保单发生损失的风险；

(2)谨慎的评估风险发生的可能性及其可能造成的损失；

(3)设定保费。平均而言，保费需要高于可能发生的损失及运营费用的总和；

(4)愿意在无法获得合适保费的情况下放手。

许多保险公司都遵守前三条规则，却忽视了第四条。他们无法拒绝竞争对手正在积极争取的业务。老话说：“别人在做，我们就必须做”，这个问题在许多行业都有所体现，但保险行业尤为突出。

塔德遵守了这四条戒律，而这体现在了他的业绩表现上。在他管理下，通用再保的巨额浮存金表现一直好于零成本，我们预计这种情况将大体将继续。我们对通用再保的国际人寿再保险业务尤其满意。自我们1998年收购该公司以来，该业务就一直稳定增长且保持盈利。

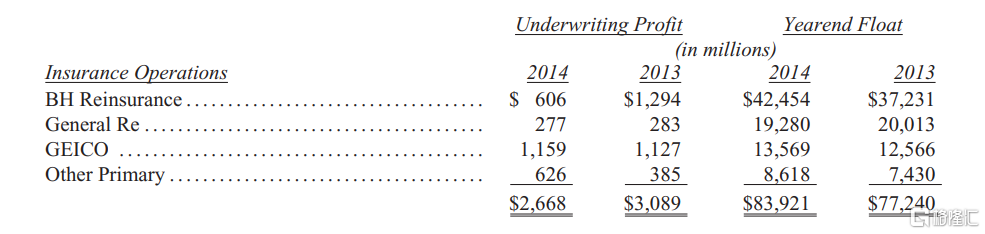
我们购买通用再保后不久，它受到一些问题的困扰。这让不少评论员--包括我自己一度相信我犯了一个巨大的错误。这一天已过去很久了。通用再保现在是块宝石。

最后，还有盖可。GEICO由托尼-莱斯利(Tony Nicely)管理，他18岁就加入公司，到2014年已为公司服务53年。托尼在1993年成为公司CEO，之后该公司表现亮眼。没有比托尼更好的经理了。

当我1951年第一次听说盖可的时候，我被该公司相对于其他保险巨头巨大的成本优势震惊了。当时我就明白，盖可将获得成功，因为它值得成功。没人喜欢买车险，但几乎所有人都爱开车。因为开车而需要的保险是许多家庭的一笔大支出，而储蓄对家庭来说很重要--只有低成本的保险公司才能提供这些。事实上，至少40%在读这封信的人可通过投保盖可省钱。所以，暂停阅读，登录GEICO.Com或拨打800-368-2734。

盖可的成本优势是让该公司持续扩大市场份额的主要原因(1995年伯克希尔.哈撒韦公司刚收购盖可的时候，它的市场份额是2.5%，而2014年我们的市场份额达到10.8%)。盖可的低成本成为了一道竞争对手无法逾越的壕沟。我们的吉祥物“壁虎(Gecko)”不知疲倦地告诉美国人盖可如何为他们省钱。我不得不说，Gecko有一种让人产生好感的品质，即它工作不需要报酬。不像任何一个人类发言人，他从不被自己的名誉冲昏头脑，也从不提醒我们它干得多么出色。我喜欢这个小家伙。

我们除了拥有三个主要的保险公司，我们还有一些其他的小公司，他们大部分都还在保险业的某个角落辛勤地耕耘。总体而言，这些公司成长非常好，稳定地创造着承保利润。过去十年中，他们从承保业务赚得了29.5亿美元收入，同时浮存金从17亿美元增长到86亿美元。查理和我都非常珍惜这些公司和他们的经理人。



简单来说，保险业是销售承诺。“客户”现在付钱，保险公司承诺如果未来某件不希望发生的事情发生了，就向客户付钱。有时候这些承诺可能几十年都不会兑现(想象一位客户在20多岁买了一个人寿保险)。因此，保险公司履行承诺的意愿和能力都很重要，即便是在付款期遇上经济危机。

伯克希尔在履行承诺方面无人可比，这一点在近几年已被世界上各个最大最资深的财产保险公司认可。这些公司都希望从规模巨大、时间超长的负债中摆脱出来。也就是说，这些保险公司希望将这些负债“割让”给再保险公司，因为大多数这些负债都是由于索赔出现的损失。因此，他们需要一个好的再保险公司：如果一个再保险公司不能履约，原先的保险公司就会有风险。因此，如果一个再保险公司自己陷入资金困难，对那些负债累累的保险公司就构成很大威胁。

去年，我们签下一个高达30亿美元保费的保单，这奠定了我们在行业的领先地位。我相信这个保单只逊于我们自己在2007年拿下的劳埃德公司保单，其保费高达71亿美元。

事实上，我知道历史上只有8笔财险和意外险保单的单笔保费超过10亿美元。没错，全都是伯克希尔卖的。其中有些合约要求我们50年甚至更久之后赔付。当保险公司需要这种类型的赔付承诺时，伯克希尔是唯一能兑现的公司。

伯克希尔伟大的经理人，卓越的金融能力，及许多独特的商业模式在保险业中形成门槛，绝无仅有。这些优势是伯克希尔的巨大财富，长远来看会为股东们创造更大的利益。

## 2015年巴菲特致股东的信

致伯克希尔·哈撒韦公司的股东们：

伯尔希克·哈撒韦公司2015年的净资产为154亿美元，公司A类和B类股票的每股账面价值增长6.4%。在过去的51年时间里（即现有管理层接手公司开始），公司股票的每股账面价值从19美元增加至155501美元，年复合增长率为19.2%。

在我们接手伯克希尔的前几十年，伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值与企业内在商业价值大致相等，后者也是真正重要的东西。这两个数据存在相似之处是因为我们的大多数资产部署在有价证券，我们需要定期重新评估市场的报价（如果出售股票会有更少的税收）。按照华尔街的说法，我们的大部分资产是“按市价计算的”。

然而，到了1990年代早期，我们的重点已经转向企业的完全所有权，即减少了资产负债表数据的相关性。因为适用于控制公司的会计准则不同于评估公司有价证券的准则，造成损失的账面价值通常被记下来，但带来盈利的却未曾重估。

我们已经有过这样的经历：我做了一些愚蠢的投资，但我为那些公司经济信誉投入的资金在之后被注销，此举降低了伯克希尔的账面价值。同时，我们也有一些成功的投资，其中一些是非常大的，但却没能提高公司资产的账面价值。

随着时间的推移，相较于我们认可的处理方式，这种不对称的会计处理必然扩大了公司内在价值与账面价值之间的差距。在今天，我们不断增长但却未记录的盈利清楚的表明伯克希公司的内在价值远远超过其账面价值，这就是为什么我们将股票回购的价格上限提高到票面价值的120%。在这个水平线上，回购对于伯克希尔剩余的股东而言，会快速提高每股的内在价值。

我们拥有的企业价值增加却未重估，解释了为什么伯克希尔公司列在首页上的市场价值变动收益，超出了我们账面价值变动收益。

企业内在价值

尽管查理和我经常谈论企业内在价值，我们还是无法告诉你们伯克希尔哈撒韦公司股票的确切价值（而且，事实上，对任何股票都是如此）。但是我们可以做一个合理的估计。我们在2010年的年度报告中提出了三个因素，我们相信其中一个定性的因素是我们对伯克希尔哈撒韦公司的内在价值进行估计的关键。关于这个问题的讨论会在113-114页进行完整的再现。

在这里对两个定量的因素进行更新：2015年我们的每股现金和投资增加8.3%，至159794美元（包括我们拥有的卡夫亨氏股份在市场的价值），而且我们从许多生意中赚钱——包括保险承销收入——每股收益增加2.1%至每股12304美元。在第二个因素中，我们从我们持有的投资中剔除股息和利息，因为他们会产生重复计算的值。在计算我们的收入时，我们扣除所有的企业开销、利息、折旧费、摊销和少数股东权益，但不扣除所得税。也就是说，我们计算的是税前收入。

我在上面的段落中使用斜体，是因为我们第一次加入保险承销业务收入。当我们最初介绍伯克希尔哈撒韦公司两个支柱性定量因素的估值时，之所以没有计算在内，是因为我们保险业务的结果深受灾难覆盖范围的影响。如果没有飓风和地震，我们会获得丰厚的利润。但是一场大灾难就会产生亏损。为了保守的阐述我们的商业收入，我们一贯假定保险业务会盈亏平衡，从而在第二个因素的年度计算中忽略保险业务所有的收入和损失。

今天，我们的保险业务很可能更稳定，因为相比于十几二十年前，我们让大型灾难变得不那么重要，极大地拓展了作为我们主要收入来源的业务线。参照这部分的第二段，去年，保险承销收入在我们每股12304美元的收益中贡献了1118美元。在过去的十年中，保险承销收入平均每年达到每股1434美元，而且我们预计在之后的大部分年份中都会赢利。但是你应该认识到，保险承销业务在任何一年都有可能无利可图或是大赚。

自1970年以来，我们的每股投资以18.9%的年均增长率增长，收入（包括在第一年和最后一年的保险承销业务收入）的增长率达到23.7%。伯克希尔哈撒韦公司的股票价格在接下来的45年，增长速度与我们两种因素测量的值非常相似并不是巧合。查理和我喜欢通过这两个领域去理解收益，但是我们的主要目标是建立关于营业利润可复制的模型。

现在，让我们用我们的操作方法去检查4个主要部门。与其他部门相比，它们每个都有截然不同的资产负债表和收入特点。我和查理会视他们为四个独立的业务（尽管把他们放在同一屋檐下有重要和持久的经济优势）。我们的目的是为您提供我们在你们的位置上会希望获取的信息，就像你们是报表经理而我们是缺席股东。（别激动，我们并没有考虑和你们互换职务）。

受监管的资本密集型业务

我们的主要业务有两块：BNSF and BHE，它们存在共同的优点，而他们的这些特质又和我们其他的业务不一样。所以我们把他们的各项统计数据从我们GAAP准则下的资产负债表和收益表中分离出来，在这封信中单独来谈。

它们的一个主要的共同特点就是对长期的、受监管的资产进行大量投资。这些资产部分由大规模长期债务支撑，但是不是伯克希尔担保。这些资产不需要我们进行信贷支持，因为即使经济情况不好，它们的盈利也能弥补他们的利率负债。例如，去年，在铁路经济不景气的情况下，BNSF的利息保障比率超过了8:1（我们对于利息保障比率的定义是税前收益/利息，而不是税息折旧及摊销前利润/利息，尽管后者才经常被人使用，但是我们认为这种方法存在很大的问题）。

与此同时，在对于BHE，有两个因素能够保证公司在任何情况下都能够支付债务支出。第一个在很多的公共事业项目中十分常见：抗衰退收益，这些来自于这些公司提供的独家额外服务。第二个只有我们其他几个少数的公共事业项目所享有，即收入来源多样化，这样可以让我们免于因为一个单一监管机构而遭受损失。我们获得的大部分收益，很多是由于强大的母体公司所拥有的巨大优势带来了一些补充，这样就让BHE和它的一些有用的分公司降低了他们的债务成本。这些让我们和我们的的顾客获得了很大的收益。

众所周知，去年BHE和BNSF这两家公司花费了116亿美元在修建和装备上，对美国的城市内部结构做出了重要的贡献。只要它们能够承诺合理的收益回报，那么我们很愿意做这样的投资。不过前提就是，我们对未来的规划有绝对的信心。

我们的这种自信心，不仅来自于我们自身过去的经验，而且来自于我们对社会清晰的认识——社会永远都会需要这种对于交通和能源的巨大投资。确保资金稳定流入一些重要的项目，对政府部门很有利。同时，做这些项目的投资对我们而言也是十分有利的，它可以让我们赢得政府及人民的信任。

低廉的价格是让这些支持者们高兴的重要原因。在爱荷华州，BHE的平均零售价是5分/千瓦时，Alliant，该周的另一个主要的有用能源，均价是9.3美分。这里有一些来自附近州的可进行比较的价格数据：内布拉斯加州9美分、密苏尔州9.3美分、伊利诺斯州9.7美分、明尼苏达州9.7美分。国家的平均价格大概是10.4美分。我们的底价为我们工薪阶层的顾客增加了一些额外的收益。

对于BNSF而言，它的价格很难和一些主要的铁路公司去进行比较，因为他们在运输货物和运输里程上和其他公司存在着巨大的差异。然而，为了提供未加工的措施，去年我们的收益低于3美分每吨每公里，然而其他四个主要的美国铁路客户的电子运输费用至少比我们高40%，从4.2美分到5.3美分不等。

BHE和BNSF公司已经成为美国能源友好型产业的领头羊。在风力发电产业上，没有哪个州能够超过爱荷华州，去年我们生产的风电相当于我们铁路顾客所用电量的47%。（新增的风电项目将会让这个指数在2017年达到58%）。

BNSF，和其他一等铁路公司一样，仅仅用一加仑的柴油可以让一吨的货物移动500米。这比卡车的能源利用率高了4倍！而且，更重要的是，铁路运输减少了高速公路的拥堵情况和严重堵车所带来的巨大开销。

这里是BHE和BNSF的一些主要数据：





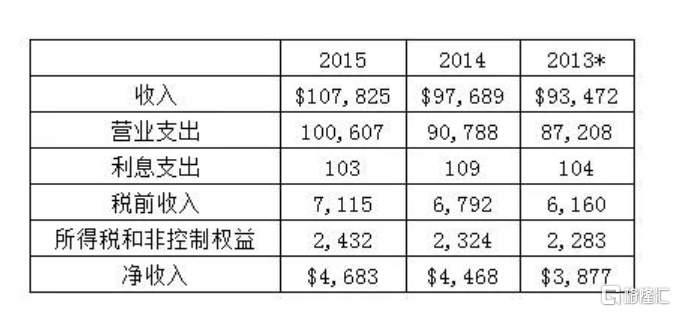
我目前希望在2016年BHE能增加税后收益，但是BNSF收入在降低。

制造业、服务业和零售业

我们要详细地谈谈伯克希尔的这部分业务状况。让我们来看一看该业务部门的资产负债表和损益表。



资产负债表12/31/15（单位：百万美元）



损益表（单位：百万美元）

已经重申了不包含马蒙集团租赁业务的2013年收入，现在这部分业务收支已计入了金融和金融产品部门。

我们根据一般会计公认原则得出的收支信息在第38页。相比之下，上表中的营业支出不是根据一般会计公认原则计算的，因为它没有包括某些收购记账项目（主要是一些无形资产的摊销）。我们这样做是因为查理和我认为经过这样调整后的数字比一般公用会计原则数据更能精确反映表中所有业务的实际收支情况。

我不会一一解释每一个调整细节，其中有些调整很微小，也很难解释。但是专业投资者应该能理解无形资产的特殊性质。有些无形资产会随时间减值，而有些则完全不会。比如拿软件来举例，软件资产就有切切实实的摊销费用。相反地，针对其他一些无形资产形成的费用，比如按照收购会计核算原则而产生的对诸如客户关系之类的无形资产进行的摊销，就明显不能反映其真实资产状况。公认会计原则对这两种费用不加以区分，在计算利润时把这二者都计入了支出。然而从投资者的视角来看，这两种费用完全不一样。

第38页中会计公认原则数据显示，该部门有11亿美元的摊销费用被作为费用入账。我们可以说其中只有“20%”是实际发生的费用，其它全不是。因为我们进行了大量收购活动，所以这个曾经不存在的“非实际”费用如今变得十分庞大。随着我们进行更多的收购，非实际摊销费用也肯定会进一步增加。

第55页列示了按一般会计公认原则计算的无形资产现时状况报表。我们现在有68亿美元的可摊销无形资产，其中41亿美元将在未来5年内摊销。当然，最终这些“资产”都会摊销殆尽。一旦全部摊销完，就算实际利润没有什么变化，报表反映的利润却会增加。（这是我给我的继任者的一份礼物。）

我建议你最好忽视一部分按一般会计公认原则计算的摊销费用。但这么做会让我害怕，因为我知道现在企业管理者告诉股东忽视一些费用项目几乎已成了常态。其中最常见的一个例子就是“股份补偿。”这个费用项目名称中有“补偿”两个字，如果补偿不算费用的话，那还有什么能算费用？如果收入计算不包括真实费用和经常性费用，那还有什么费用能包括进去？华尔街分析师也经常这样做，用这些管理层提供的忽视“补偿”的费用去做分析。也许是这些分析师不太懂，或者他们怕与管理层关系搞坏。又或者他们就是玩世不恭，认为其他人都这么做，为什么自己不顺应潮流呢。不管原因是什么，这些分析师向投资者传递这些误导性信息是有罪的。

折旧费是一项更复杂的费用，但几乎总是真实的实际费用。毫无疑问伯克希尔也有折旧费。我希望我们能在保持业务竞争力的同时尽可能减少折旧费支出，我花了51年才想出来该怎么做。诚然，我们的铁路业务的折旧费支出下降速度比铁路业务正常运转所需资本支出的下降速度慢得多，这也导致了会计一般公认原则下收入账面数据比实际高。（这个现象在整个铁路行业都存在。）如果有CEO和投资银行家用未折旧前的数据向你推销，例如未计利息、税项、折旧及摊销前的利润，那么他十有八九就在故意忽悠你。

当然了，我们公布的收益报告还是要遵循一般公认会计准则。要了解真实准确信息，你一定要记得把我们报告中的大多数摊销费用加回到利润额上去，然后还要减去一些以反映柏林顿北方圣塔菲公司少计的折旧费。

让我们回到我们的制造业、服务业零售业业务，这些业务涉及的公司的产品从棒棒糖到喷气式飞机等什么都有。其中有些公司经济状况十分好，其无抵押有形资产净值收益率能达到税后25%至100%。其他一些公司则可以达到12%-20%的良好收益水平。但也有少数几家公司收益水平相当糟糕，这是我在做资本配置工作中犯的一些严重错误。这些错误大部分都是由于我在评估这家公司或其所属行业的经济动态时出的差错，现在我的这些错误让我们付出了代价。有时候我在评估现任经理和未来经理候选人的忠诚度和工作能力时出错还会更多；真的，没骗你。如果我们幸运的话，这种情况只会在我们极小部分的业务中发生。

如果把这个部门中的公司视为一个单一的主体，那么其业绩是相当杰出的。它们在2015年拥有平均256亿美元的净有形净资产，其中包括大量过剩现金和少量负债，并在此基础上获得了18.4%的税后有形资产净值收益率。

当然了，为一家经营经济状况很好的公司支付过高收购价格一定是一项糟糕的投资。我们已经为我们的大多数公司所拥有的净有形资产支付了大量的溢价，其成本反映在我们数额庞大的商誉和其它无形资产项目上。但总的来说，我们这样部署资本的方式为我们带来了很好的资本回报。等到2016年内我们对金霸王公司和Precision Castparts的收购完成后，我们还会看到更多的资本回报增长。

我们在该业务部门拥有太多公司，所以我不能一一对它们全都评价一番。而且，这些公司现有的和潜在的竞争对手都可以读到这份报告，如果他们对我们的数据有太多了解，那这只会对我们的公司不利。因此，对于那些在评估伯克希尔时不具有规模重要性的业务，我们只按照规定进行披露。不过，在第88至91页你可以找到我们很多业务的详细数据。

金融和金融产品业务

我们的三项租赁业务是由CORT（家具）、XTRA（半拖挂车）和马蒙（主要业务包括油罐车、冷藏车、联运式罐式集装箱和吊车）三家公司构成。这三家公司都是行业领导者，在美国经济走强之际都取得了很大的收益增长。我们在这三家公司拥有设备上的投资比他们的任何一个竞争者都要多，这让我们获得了回报。发挥自身长处是伯克希尔经久不衰的优势之一。

Kevin Clayton旗下Clayton Homes公司再次取得了行业领先业绩，成为美国第二大活动房屋制造商。去年该公司卖出了34,397套房屋，占全美活动房屋销售量的45%。2003年我们买下Clayton时，它的市场占有率只有14%。

活动房屋让美国低收入人群实现了买房梦，Clayton卖出的46%的房屋都是通过我们的331家自营商店销售的，其它大部分销量是通过1395家独立零售商卖掉的。

Clayton盈利的关键是其所拥有的128亿美元的按揭贷款。其中35%贷款来源于活动房屋，37%来源于零售业务，大部分余额来源于独立零售商，其中有些会卖我们的房屋，还有一些只卖我们竞争对手的房屋。

从借方角度讲，Clayton是所有出借方中最可靠最长久的。有了伯克希尔的支持，Clayton能在2008年至2009年净金融危机期间稳定源源不断地向房屋购买者提供按揭贷款。在那段期间，Clayton确实也用其宝贵的资金向那些没有卖Clayton房屋的经销商提供了按揭贷款支持。那段时间我们为高盛集团和通用电气公司提供的资金支持占据了各大媒体头条；伯克希尔在背后默默向Clayton注入的资金让许多美国普通人拥有了自己的房子，同时也让许多非Clayton房屋经销商活了下来。

我们在Clayton房屋零售店都用了简单明了的宣传语，不断提醒消费者他们可以选择多种消费渠道，我们向消费者建议最多的就是让他们去当地银行申请贷款。同时我们从消费者也得到了他们确实收到了我们的提醒的反馈。

按揭贷款对于借方和整个社会都有极大好处。毫无疑问，导致2008年金融危机进而引发经济衰退的元凶之一就是不顾后果的滥放按揭贷款行为。危机发生之前，一个腐朽的按揭贷款模式往往是这样：（1）比方说加尼福利亚州的一家金融机构放了许多贷款（2）然后这家机构迅速把这些贷款卖给一家比方说是在纽约的投资银行或商业银行，这家银行会把积累许多贷款，把这些贷款抵押作为抵押贷款证券的抵押物（3）随后又把这些证券卖给世界各地不知情的机构或个人。

似乎上述的恶行还不足以引发坏结果，一些异想天开的投资银行有时还在此基础上炮制出第二层融资产品，这些产品的价值主要依赖于那些初次发行债券的垃圾部分。（如果华尔街声称他们发明了什么新产品，你可要当心！）上述这种情况就好像是要求投资者读几万页麻木无聊的散文，然后再评估要买的这支证券。

上述的贷款发放人和粉饰证券的银行真的都不要脸，他们的眼里只有钱。许多贷款屋主都指望着这笔贷款，而贷款发放人心里却打着另外的算盘。当然了风险最大的信贷产品会产生最大的收益。狡猾的华尔街销售员们依靠向顾客推销他们不懂的产品就能年入百万（同样地，为什么分级机构能够对比他们更复杂的机构进行评级呢？然而他们就这样做了）。

Barney Frank可能是2008金融危机期间最懂金融的国会议员了。最近他在评价2010年《多德弗兰克法案》时说，“我发现在该法案在执行过程中有一个巨大缺点，那就是监管者没有把风险自留强加给所有住房抵押贷款。”今天，一些立法者和评论家还在建议要让贷款发放方承担1%至5%的风险自留，以保障贷款发放方、贷款人和担保人的利益一致。

在Clayton，我们有100%的风险自留。我们每发放一笔贷款，就会一直持有它（除了少数有政府担保的贷款）。我们如果放贷不慎，那么我们自己承担代价。这笔代价着实不小，比我们的房屋原始销售利润都要多。去年我们取消了8，444笔活动房屋按揭贷款的抵押品赎回权，为此我们共计损失了1.57亿美元。

我们在2015年发放的贷款平均每笔是59，942美元，对于传统放贷者来说数额很小，但对于许多低收入贷款人来说意义非凡，他们能依靠这笔贷款获得一栋体面的房子，平均每月只需支付552美元的本息。看看我们在年会是那个展示的房子照片吧，多漂亮。

当然了，有些贷款人可能会失业，会离婚或者是去世。也有人会遭遇其它经济问题。遇到这种情况我们会损失钱，我们的贷款人会失去首付款。即便如此，但是我们的FICO评分、我们的贷款人的收入和他们在经济危机期间的偿还贷款情况都要比其它同类按揭贷款要好，而那一类按揭贷款的贷款人的收入往往是我们的贷款人的收入的好几倍。

贷款人对于拥有一个家的强烈的渴望是我们持续经营房屋按揭贷款业务的主要原因之一。同时我们可以浮息债券和短期固息债券为这些按揭贷款融资。最终我们在近年来极低的短期利率和按揭贷款收入之间操作范围越来越大，这就会催生固定利率。（有时候我们仅仅只购买长期债券然后以短期方式进行融资，那么我们也能得到类似的结果）

一般情况下，短期借入并以固定利率长期借出，是风险较高的行为，然而我们旗下克莱顿房产公司（Clayton）的营运模式却正是如此。过去几年来，几家以此模式运作的金融巨头纷纷不堪重负、关门大吉。而我们伯克希尔公司采取自然抵消策略，我们现金等价物的业务额始终维持在200亿美元以上，以此赚取短期利率。更多情况下，我们的短期投资额介于400亿至600亿美元之间。假如我们将600亿美元用于投资少于25%的股票，那么短期利率将会急剧上涨，我们便可以从中获利，这与我们投资在克莱顿的130亿美元抵押贷款组合相比，前者的赚头远大于后者所需承担的较高融资成本。在银行业务中，伯克希尔将保持一贯的资产高度敏感性，并会因此从上升的利率中获得收益。

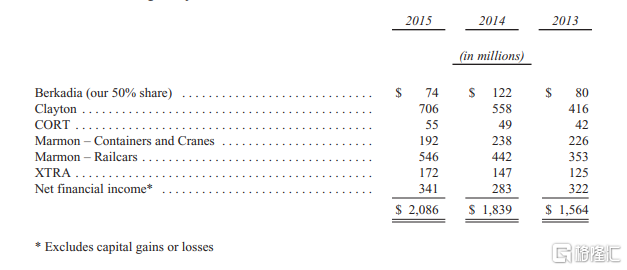
现在我来谈谈令我引以为傲的一项业务，此业务需要谨慎守法地运作。当年的经济大萧条导致抵押贷款放贷商、服务商、包装商受到了极为严苛的监管，还遭受了巨额罚款。

这些监管显然波及到了克莱顿，其抵押贷款业务频频遭到检查，检查内容包括贷款发放、服务、汇集、宣传推广、法令遵循、内部管控等环节。至于联邦政府方面，我们要接受联邦贸易委员会、住房与城市发展部、消费者金融保护局等政府部门的监管。不胜枚举的各种州立法律也制约着我们。在过去2年里，联邦政府及来自25个州的相关机构常常造访克莱顿，以65种五花八门的理由调查其抵押贷款业务。调查结果如何？这段时间里我们总共被罚了3.82万美元，退还给顾客704678美元。此外，在过去的一年里，尽管我们不得不取消2.64%的活动房屋抵押品赎回权，但95.4%的借款者已接近年终还款期限，还清贷款后，他们的房产就不再背负抵押债务了。

美联集团（Marmon）的汽车零件业务扩张迅速，截至去年年底，已拥有13.322万个单位的零部件，自去年9月30日向通用电气公司购入25085台汽车后，其业务量便实现了显著增长。倘若将我们的各项业务比作一列火车，那么奥马哈市就是引擎，最后一节车厢位于缅因州的波特兰市。

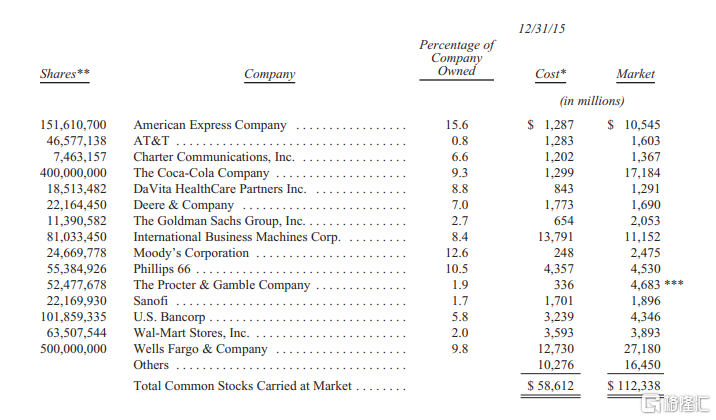
截至去年年底，我们97%的轨道车已租出，其中15-17%的车辆需每年重新续租。尽管这些铁路油罐车听上去像是满载原油的货轮，但实际上只有7%的车辆用于运载原油，我们承运的主要是化工产品以及精炼石油。当列车从你面前徐徐驶过，请仔细寻找我们油罐车上的UTLX或者Procor标志。当你看到那个标志时，请挺起你的胸膛，作为股东，你也是那辆车的主人之一。

下图为此部分业务的收益概况：



投资

下图为截至去年年底，我们投资的普通股中市场价值最大的15家公司。卡夫亨氏公司（Kraft Heinz）并未列入排名，因为我们实际上拥有公司控制权，根据“权益法”，我们对其盈亏需承担责任。



* 此为我们的实际买入价，且为课税基础；在某些情况下，一般公认会计原则中的“支出”科目不尽相同，在运用该原则时，账面价值依据需要而相应提高或降低。

\*\* 不包括伯克希尔子公司名下养老基金所持有的股票。

\*\*\* 此金额依买卖合同约定。

表格中并未体现伯克希尔大量持股的另一家公司：在2021年9月之前，我们能够以50亿美元的价格随时买下美国银行的7亿支股票。截至去年年底，这些股票价值118亿美元。我们打算在约定到期日前再购入这些股票，如果我们乐意的话，还可以将占6%份额的这50亿美元美国银行股票用于优先投资这笔交易。同时，各位必须认识到，实际上，美国银行是我们持有普通股数额第四大的公司，而且我们十分看重这家公司。

重要的风险

和所有的上市公司一样，美国证券交易委员会要求我们每年都要在公开文件中登记自己的“风险因素”。然而，我并不记得阅读公开文件中的“风险”因素对于我评估业务有多大帮助。这并不是因为这些风险认定不真实，而是通常真正的风险因素是我们没有认知到的。

除此之外，公开文件中的风险因素也不是为了评估而提供的：1）真实发生威胁事故的概率；2）如果发生事故，将付出多大的成本；3）可能造成损失的时机有哪些。

50年后才可能浮现出来的问题可能会成为社会问题，但这并不属于如今的投资者们需要考虑的问题。

伯克希尔涉足的行业领域比我知道的其他任何公司都要多。我们的所有工作都拥有一些不同的问题和可能。列举容易评估难：我、查理还有我们其他的执行总裁计算各种可能带来的时机、成本和可能性的方式有很大的区别。

我可以举一些例子。我们从一个最显而易见的威胁开始吧：BNSF相较于其他铁路，未来十年很可能将失去大量的煤炭业务。而未来的某个时刻（虽然在我看来这不会太远了），无人自驾车可能会让政府雇员保险公司（Geico）的保单数量大规模萎缩。当然，这些趋势也会影响到我们的汽车经销商。印刷报纸的发行量还将继续下降，这是我们在收购时就非常清楚的事情。目前，可再生能源对我们的公共事业企业起到了帮助作用，但如果电力存储的能力得到实质提升，那么情况又将大有不同。在线零售已经威胁到了我们的零售企业的经营模式和消费品牌。这些都还只是我们面对的负面可能性的一小部分——但即便对商业新闻再漫不经心的人，也早已意识到了这些负面因素。

然而，这些问题都不会对伯克希尔的长远发展起到什么关键性的影响。1965年我们刚接手公司时，一句话就能概括当时的风险：“我们所有的资本都投到了北方的纺织公司里头，但纺织业注定将持续受损，直至消亡。”然而，这种发展趋势，并没有成为公司的丧钟。我们只是适应了它，未来也是如此。

每天，伯克希尔的经理人都在思考，他们该如何与这个变换不息的世界抗争。正如我和查理每天都在孜孜不倦地关注着，哪些领域值得我们源源不断地投入资金。在这一方面，我们比那些只涉足一个行业的公司更有优势——毕竟他们的选择更为有限。我一直坚信伯克希尔拥有足够的金钱、能力和文化，来突破上文提到的、或者其他的种种逆境，并形成愈发强大的盈利能力。

然而，伯克希尔有一个非常明确存在又非常持久的危险，让我和查理也感到束手无策。这也是我们的国民所面临的主要威胁：那就是入侵者口中针对美国“成功的”网络、生物、核能和化学袭击。这是伯克希尔与全美所有企业共同面临的危机。

对任何给定的年份而言，这种大规模杀伤袭击的概率都非常小。上一次《华盛顿邮报》头条报道美国投掷原子弹的新闻，已经是70多年前了。之后多年，我们常常与毁灭性的打击擦肩而过。对于这个结果，我们得感谢于我们的政府，当然，还有运气。

然而，短期内的小概率事件放到长远中看，就会变成必然。（如果某一年发生某一事件的概率为三十分之一，那放眼一个世纪，该事件至少发生一次的概率就会是96.6%。）更坏的消息是，总有个人或组织、甚至可能是国家，希望对我们的国家制造巨大的伤害。而他们达成这种目的的能力正在呈指数增长。可见，“创新”也有其阴暗面。

美国的公司和投资者无法摆脱这种风险。如果大规模破坏事件在美国发生，那么所有股票的投资都会濒临毁灭。

没有人知道“后一天”会是什么样子。然而，在我看来，1949年爱因斯坦的这句评价如今依然恰当：“我不知道第三次世界大战会是怎样,但是第四次世界大战时,人们手中的武器将是木棒和石块！”

我之所以会写这篇文章，是因为今年的年度会议上，我们讨论了关于气候变化的代理提案。赞助商希望我们能提交一份报告，具体阐述气候变化可能会对我们的保险业务带来怎样的威胁，以及我们将如何应对这些挑战。

在我看来，气候变化很可能为我们的星球带来一个严峻的问题。我之所以说“很可能”，而不说“一定”会带来这个问题，是因为我没有相应的科学能力做出这个判断，并且我至今记得大多数“专家”们对千年虫问题的可怕预言。不过，如果所有人都认为这一结果大有可能，而即便立刻采取行动，能够成功制止危机到来的可能也非常小的话，不管是我还是谁，再要求100%确凿的证据来证明伤害即将到来，那也是非常愚蠢的。

这个问题与针对上帝是否存在的帕斯卡赌注有惊人的相似之处。帕斯卡曾经提出，如果有很小的可能上帝真实存在，那么以上帝确实存在的标准行事就是有意义的——因为这么做的回报可能是无限的，但不这么做却要冒着很痛苦的风险。同样，哪怕只有1%的可能这个星球真的面临一场巨大灾难，时机延误就意味着再无回寰的余地，那现在的无为就是真正的鲁莽。这可以叫做诺亚方舟法则：如果方舟对于生存可能是必不可少的，那么不论现在的天空有多么晴朗，应当立即开始建筑方舟。

代理提案的赞助商会认为气候变化将对伯克希尔带来巨大威胁也是可以理解的，因为我们是一家巨大的保险公司，覆盖了各种类型的风险。他们或许会担心，气候变化会使财产损失大幅上升。事实上，如果我们要为未来10-20年写下固定价格的保单，那么这种担忧是非常有必要的。但是，保单通常以一年为期来写，每年都会针对新暴露的问题重新定价。损失增加的可能性能够被及时转化到增长的保费中。

1951年，我刚开始对政府雇员保险公司（Geico）产生热情。该公司年均单个保单的损失为30美元。想象一下，如果我那会儿预测2015年损失成本将达到每单约1000美元，你会作何反应？你会问，如此暴涨的损失赔偿会不会造成灾难性的打击啊？好吧，答案是否定的。

过去几年中，通货膨胀导致了汽车维修和其他人身事故费用的激增。但这些增加的费用都及时反映到了增加的保费中。因此，与设想不同，在损失成本上升的过程中，保险公司的价值反而增加了。如果损失的成本一直维持不变，那现在伯克希尔旗下一家汽车保险公司的年均业务额将是6亿美元，永远无法达到如今230亿美元的庞大规模。

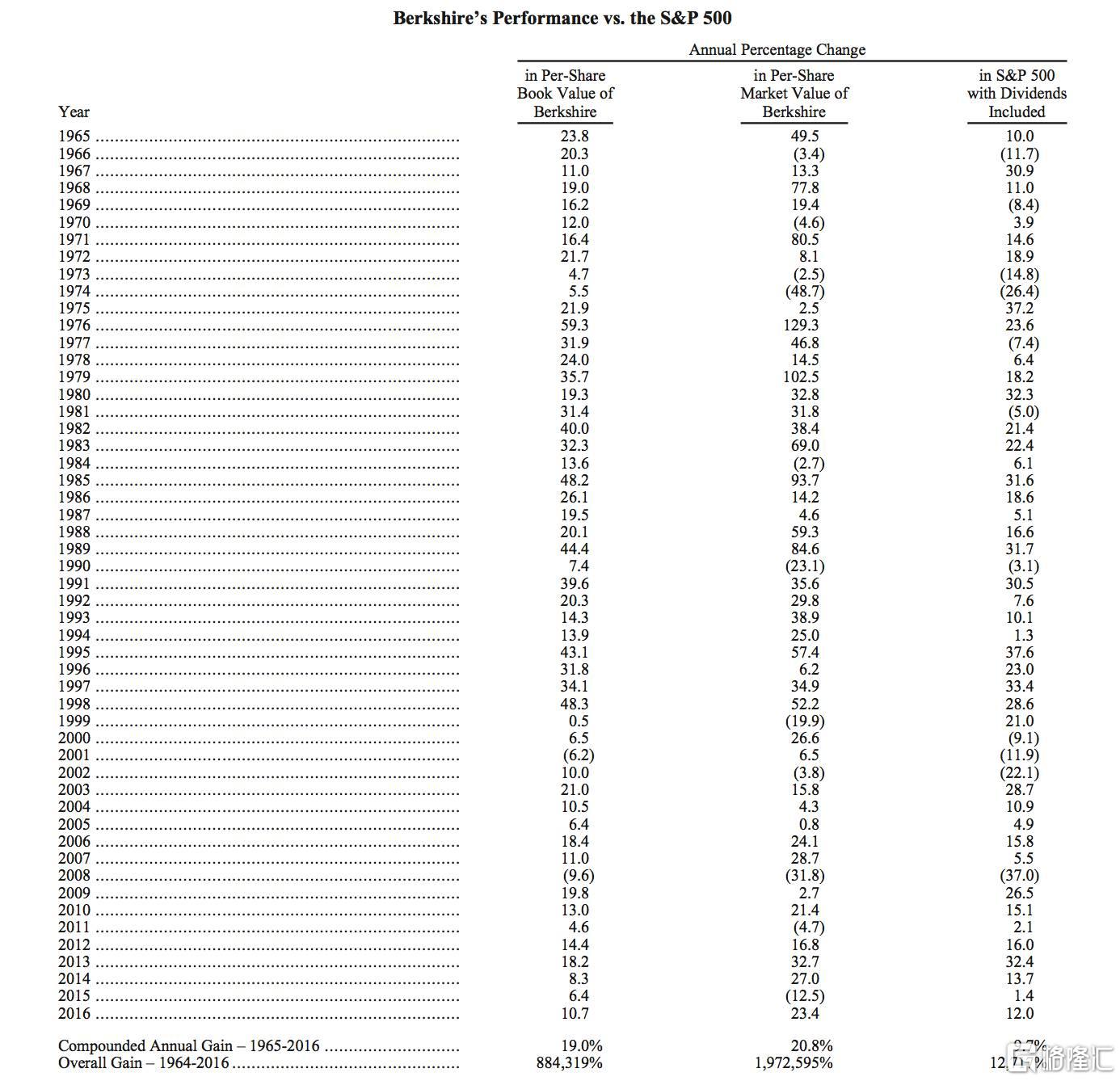
到目前为止，气候变化并没有带来更加频繁或损失更大的飓风或其他保险覆盖的气候事件。因此，最近几年美国的超级巨灾保险在持续下降，这也是我们放弃这一块业务的原因。如果超级巨灾变得更加频繁或损失更加惨重，那伯克希尔旗下的保险公司只会将这一块业务做得更大，也更有利可图。

作为公民，气候变化让你辗转反侧是在情理之中，如果你的房子地势比较低，想要搬家也是人之常情。但单单作为一个大型保险公司的股东，气候变化不应该是你担心的事情。

## 2016年巴菲特致股东的信

致伯克希尔哈撒韦公司的股东：

2016年伯克希尔·哈撒韦公司净值大增275亿美元，公司A级和B级股票每股账面价值的涨幅都达到了10.7%。在过去的52年时间里(自现有管理层接管公司之后)，公司每股账面价值已经从19美元涨至172108美元，综合年增幅达到19%。



伯克希尔公司业绩同标普500指数历年以来的对比（第一列为伯克希尔每股账面价值年度增幅，第二列为伯克希尔每股市值年度增幅，第三列为标普500指数含股息在内的年度增幅）

在这52年里的前半段时间里，伯克希尔·哈撒韦公司的净值基本相当于企业自身的固有价值，其中原因正是由于公司大多数资源都以市场化债券的方式存在(这种债券的价值通常情况下会被重新估值。如果它们被出售，卖家所需负担的税赋较少)。在华尔街，伯克希尔·哈撒韦的资产负债表都采用逐日结算的办法进行统计。

到了20世纪90年代早期，我们关注的焦点转移至对其他企业的完全持有，这一策略使得公司经营情况和资产负债状况的联动机制被实质性地解除了。

值得注意的是，上述联动机制的解除主要原因在于被称为GAAP的会计准则的实施。这一要求企业必须遵守的准则，同此前我们利用市场化债券对企业价值进行管理的办法较为不同。

特别强调的是，我们所拥有的企业在遭遇亏损情况愈发明显之时，其作为一个“失败者”的价值需要被业绩报表中被“减计”。相反，作为“胜利者”的企业价值从来不会被多估。

我们已经经历过两种后果：在合并案已经基本敲定时，当我说同意时，公司对其他企业的收购往往会出现意料之外的结果。我们会做出一些十分低调的收购决定，而我给出的收购价格要比被收购企业的实际价格高出很多。这样一来伯克希尔·哈撒韦的账面价值就会出现减计的情况。

在过去我们所实施的一系列收购行动中也出现过一些赢家，其中有少数是规模较大的企业，但他们业绩却并未出现减计的情况。

我们对上述不对称的会计准则并无反对。然而当经历过一段时间之后，伯克希尔·哈撒韦公司的实际价值和账面价值之间就会出现一定的差异。今天，我们所投资的成功产品为公司带来了大规模、持续增长且无记录的业绩增长，由此公司的实际价值已经远远超过账面价值。

上述情况在伯克希尔·哈撒韦公司所投资的地产和伤亡保险公司以及其他大规模投资对象中都存在。

随着时间的流逝，伯克希尔·哈撒韦股价向着公司的实际价值发展，这也就解释了为何在52年之后公司的市值远远超过账面价值。

我们希望达成的目标是：

伯克希尔·哈撒韦公司副主席、我的搭档Charlie Munger和我都预测公司每股正常的收益能力将会呈现每年增长，受目前美国经济疲软的影响，现阶段伯克希尔·哈撒韦的实际收益将会有所下跌。

与此同时，尽管公司在美国市场投资的大部分企业都业绩良好，但包括保险在内的一些大型投资对象都会出现收益下降的情况。

我们的工作就是帮助公司业务实现大踏步的增长。作为你们投资的管理人，伯克希尔·哈撒韦的董事会成员一定会竭尽全力保护所有的投资收益。

2015年和2016年内，伯克希尔·哈撒韦均夺得美国企业美元收益保有量第一名的桂冠，其收益要比排名第二的企业多出数十亿美元。

在一些时候，公司的盈利能力曾经出现衰弱。查理和我没有能够将公司收益过度放大的能力，而在面对阻碍投资收益增长的障碍时，我和他将会采取适当的措施加以应对。

每隔大约十年时间，经济环境就会出现恶化。但随之而来的也有挣钱的良机，这时候我们是绝不会无动于衷的。

早些时候，我已经解释过伯克希尔·哈撒韦从一家通过投资行为获得大部分利益的公司逐渐转移至通过持有公司而使得后者价值提升的过程。

尽管行事谨慎，我还是犯过错误。1993年时我花了4.34亿美元收购Dexter Shoe，然而这家公司的价值迅速归零。然而事情变得更加糟糕，我在购买Dexter Shoe时使用了我所持有的伯克希尔·哈撒韦股票，我把25203股交给了Dexter Shoe的持有者，这些股份截止2016年底价值已超过60亿美元。

1996年初我们收购了GEICO一半的所有权，这是一笔现金交易，由此伯克希尔·哈撒韦对GEICO的投资方式从投资组合转变为全持有经营。在这之后GEICO也逐渐成长为我所认为的全球顶级的地产和伤亡保险业务企业。

不幸的是，我在1998年晚些时候完成对GEICO的收购之后竟愚蠢地使用伯克希尔·哈撒韦的股份去收购General Reinsurance公司。在早期出现了一些问题之后，General Reinsurance成为我们所投资的对象中表现优异的保险企业。

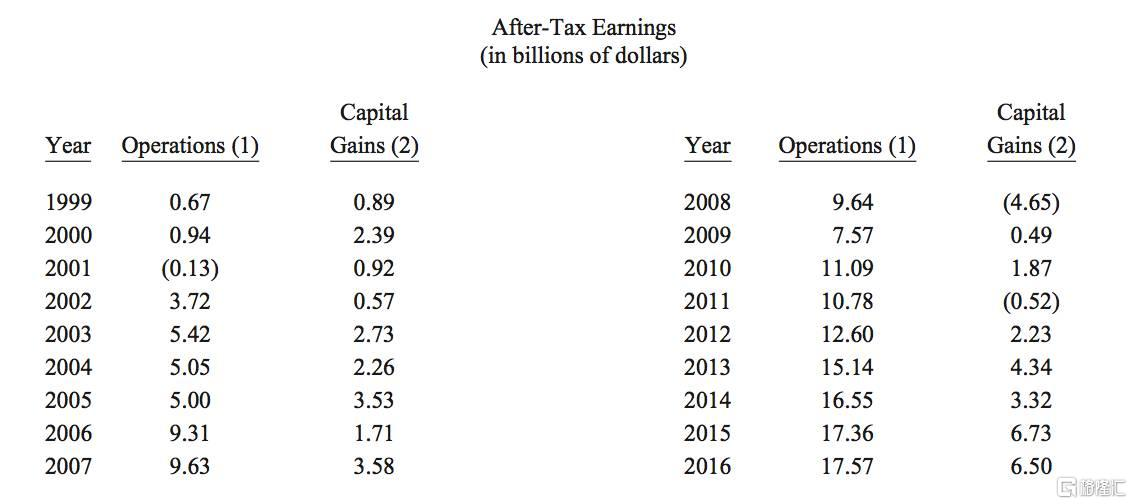
我在收购General Reinsurance时为筹集资金发行了272200股伯克希尔哈撒韦股票，这是我犯的一个严重错误。上述行动使得伯克希尔·哈撒韦的流通股股份增长了21.8%。我的错误行为使得公司股东的付出要比他们获得的更多。

2000年初期，我购买了MidAmerican Energy76%的股份来补偿伯克希尔·哈撒韦在General Reinsurance交易中的亏损。MidAmerican Energy是一家管理层拥有丰富经验的的公用事业公司，他为我们带来了蕴含盈利和社会意义的商机。

对MidAmerican Energy的收购也是采用的现金方式，在此基础上：1、继续加强我们保险投资方面业务发展；2、对非保险领域的企业进行积极的收购进而实现投资的多样化；3、使用内部产生的现金来进行交易。

在1998年之后的时期，伯克希尔·哈撒韦债券和股票的投资组合持续扩大，由此也为我们带来丰厚的投资回报。上述回报为我们在收购其他企业时提供了坚实的资金保障。尽管方式不寻常，但伯克希尔·哈撒韦在资金获得方面采用的双管齐下的方式为我们在投资决策时提供了实实在在的优势。

以下是我们自1999年业务重新定向以来的金融交易记录。在这18年里，伯克希尔·哈撒韦公司流通股股价仅涨了8.3%，而大多数的增长发生在我们收购伯灵顿北方圣太菲铁路公司时。我很高兴地说发行股票很有意义。



伯克希尔1999年业务重新定向以来的金融交易记录

我们的预期是投资将继续产生大量收益，尽管就时间而言是完全随机的，并且这将为我们后续的收购活动提供大量的资金。与此同时，伯克希尔·哈撒韦优秀的首席运营执行官们(主管)将致力于增加他们所管理的各项业务的收益，有时候他们会采取补强型收购方式来促进增长，通过避免增发伯克希尔公司股票，改善性收益的任何增长都将转化为每股收益。

我们为促进正常化每股收益大幅增长所采取的措施也得到了贯穿于我们整个管理生涯的美国经济活力的帮助。如果要用一个词来总结我们国家的成就，那就是奇迹。从240年前的零起点开始，美国人已经将人类创造力、市场系统、富有天赋和野心的移民以及法律法规融合在一起实现了超出我们先辈们梦想的富足。

你们不需要是经济学家，就能了解我们的系统运作得多好。看看你们周围，看看这7500万套自有住房、肥沃的农田、2.6亿辆汽车、超高生产力的工厂、健全的医疗中心、人才济济的大学，它们都意味着美国人从1776年贫瘠的土地、原始社会结构和贫弱的生产力起点至今获得的纯利。白手起家的美国人们已经累积了共计90万亿美元的财富。

当然，那些有车有房以及拥有其他资产的美国人们往往为了买这些负债累累，这也是事实。然而，如果一个美国人违约，他或者她的资产并不会消失或者丧失其可用性。通常，所有权会转给借贷机构，之后该机构再转卖一个美国人买家。我们国家的财富仍然完好无损。正如格特鲁德-斯泰因指出得那样，“钱总在那里，只是装钱的口袋不断变化”。

总之，这就是我们的市场系统，一个经济上的交警，指挥着创造了美国富足的资本、脑力和劳动力的流动。这个系统还是利益分配过程中的主要因素。此外，政府通过联邦、州和地方税务机关进行的重定向决定了一大部分财富的分配。

我们应该强调一点，早期的美国人既不会比他们之前几个世纪辛苦劳作的人们更聪明，也不会更努力工作。但是这些富有冒险精神的前辈们创造出了一个能够挖掘人类潜能的系统，他们的后辈也能在这个基础上继续创造。

这一经济创新将源源不断地增加我们后代的财富。当然财富堆积过程总会时不时被打断一段时间。然而，它将不会被停止。我将重复过去我已经说过的话，并且在未来也会重复说——现在出生的美国人是美国历史上最幸运的一代人。

美国的经济成就已经为股东们带来了惊人的利润。在20世纪，道琼斯工业平均指数从66点涨至11497点，实现了17320%的资本收益，其中大部分得益于稳定增加的分红。这一趋势将持续下去——截至2016年底，该指数又增长了72%至19763点。

美国企业和一揽子股票在未来将必定更有价值。创新、生产力发展、企业家精神和富足的资本都将有所帮助。无处不在的怀疑论者们可能通过宣传他们的悲观预期而发迹。但是如果他们按照他们宣传的废话行动，那么只有上帝才能帮助他们了。

当然，许多公司将被甩在后面，一些公司将倒闭。这些企业被淘汰是市场活力的结果。而且，未来将偶尔发生市场大幅下跌甚至恐慌，这将对所有股票产生实质性影响。没人能告诉你们这些冲击将何时发生。我做不到、查理做不到，经济学家们也做不到，媒体更无能为力。纽约联储的梅格·麦康奈尔曾贴切地对这一恐慌现实进行了描述：“我们花了很多时间寻找系统性风险，然而事实上它倾向于找我们。”

在这样可怕岁月里，你们应该牢记两点：首先，大范围的恐慌是作为投资者的你们的朋友，因为它会提供物美价廉的资产；其次，个人恐慌是你的敌人。这是毫无必要的。那些避开高的成本和不必要成本、持有许多大型、适当筹资的企业股票并坐等较长一段时间的投资者们将必定能够获得不错的收益。

至于伯克希尔公司，我们的规模使我们不大可能创造出卓越的业绩：随着资产增加，未来收益将下滑。但是，伯克希尔旗下的好企业以及该公司坚不可摧的财务实力和以股东利益为出发点的企业文化应该能创造出良好的业绩。我们不会满足于更少。

概括下伯克希尔自己的回购政策：我被授权以低于账面价值的120%购买大量伯克希尔的股票，因为我们的董事会已经总结出按照这一价格水平购买能够给持续股东带来即时且实际的利益。我们估计，120%的账面价值远低于伯克希尔的内在价值，因为内在价值的计算并不精确，所以这一价差是恰当的。

赋予我这一权限并不意味着：我们将维持股价处于120%比率的水平。如果这一水平达到，我们将试图把“以增值价格进行有意义购买”这一愿望和“不要过度影响市场”这一目标融合在一起。

迄今为止，回购我们的股票被证明是很难的事情，因为我们已经明确描述了我们的回购政策，也已经表达了我们的观点“伯克希尔的内在价值远高于120%的账面价值”。如果是这样，那也没关系。查理和我更愿意看到伯克希尔·哈撒韦股票以和内在价值相差无几的价格出售，而并不希望它们以不合理的高价或者太低的价格出售。拥有对他们的购买行为感到后悔的股东并不有趣。而且，折价买断合伙人的股权也不是令人满意的赚钱方式。尽管如此，市场环境也可能创造出“回购将使持续和退出股东同时受益”的情况。如果是这样，我们将做好行动准备。

这一部分的最后一个发现：随着回购话题越来越热门，一些人们已经接近于称之为反美的，认为它们是转移了生产所需资金的企业罪行。根本不是这样——美国企业和私人投资者们都拥有大量资金，期望其被有效利用。这些年我并没有看到任何诱人的项目因资金缺乏而夭折。

然而，我却看好我们自己的发展前景。伯克希尔无与伦比的财务实力允许我们在投资上更加灵活，而不仅仅局限于那些财险公司通常采用的投资方式。我们拥有许多投资选择，这是我们的一大优势，而且它们也提供给我们许多机会。当其他同类公司受到限制时，我们的选择却增加了。

更重要的是，我们的财险公司拥有卓越的承保业绩。伯克希尔现在已经连续14年实现承保盈利，期间我们的税前收益已经达到了共计280亿美元。这样的成绩并非意外事件——我们所有的保险经理们每天都密切进行严格的风险评估，他们都知道尽管流动资金很有价值，其优势也可能被糟糕的承包业绩埋没。所有保险公司都口头表达过这一观点。而在伯克希尔，这是一个信仰，就像旧约圣经那样的。

因此我们的流动资金如何影响内在价值呢？当分析师们计算伯克希尔·哈撒韦的账面价值时，我们全部流动资金就被当作债务进行扣除，就好像我们明天就要将这笔钱付出去，可能无法填满那样。但是将流动资金视为典型债务是一个重大错误。它应该被视为周转资金。每天，我们支付旧的赔偿金和相关费用，2016年超过600万份索赔申请，总金额270亿美元，这无疑减少流动资金。当然可以肯定的是，我们每天签下新的保险合同，从而增加了流动资金。

如果我们的周转金是零成本且长期的，我相信它将是这样的，这一负债实际值就远低于会计意义上的负债值。欠下将永远不会离开房子的1美元与欠下明天就将出房门且不能被取代的1美元，是两码事。然而这两种类型的负债在美国通用会计准则下被平等对待。

按照流动资金规模排名第一的是伯克希尔哈撒韦再保险集团，由阿吉特·杰恩掌舵。阿吉特所保的风险是其他任何人都不愿意或者没有资本承担的。他的运作结合了能力、速度、决断力和保险行业独有的思维方式。然而他从未令伯克希尔陷入和我们的资源相比不适当的风险中。

确实，伯克希尔·哈撒韦在规避风险方面比大多数的大型保险公司都更为保守。例如，如果保险行业因一些重大灾难要承受2500亿美元的损失，那么伯克希尔还有可能在当年实现盈利。我们的许多非保险利润流将弥补其损失。此外，我们拥有大量的现金，渴望在可能已经一团糟的保险市场创下新的业绩。与此同时，其他大型保险公司和再保险公司将陷于亏损中，即使没有破产。

当1986年某个周六，阿吉特迈进伯克希尔的办公室时，他并没有任何保险行业的经验。然而我们当时的保险经理麦克-戈登伯格将我们薄弱且陷入困境的再保险部门交给了他。自那以来，阿吉特已经为伯克希尔股东创造了数百亿美元的价值。

我们还有另一个再保险强队在通用再保险公司，在最近以前一直由塔德·蒙彼利埃管理着。在通用再保险公司工作了39年后，塔德于2016年退休了。塔德在各个方面都是佼佼者，我们对他感激万分。与阿吉特一起工作了16年的卡拉·莱圭尔是通用再保险公司的现任首席执行官。

实际上，良好的保险业运营需要坚持四大原则。它必须：1、了解所有可能引起一份保单发生损失的风险；2、保守评估可能造成损失和代价的任何风险的可能性；3、设置在支付未来损失和运管成本后仍能盈利的保费；4、如果不能获得恰当保费愿意放弃。

许多保险公司都能通过前三大考验，却在最后一个上栽了跟头。他们不能拒绝其竞争对手迫切想要签下的业务。传统的“其他人都在做，所以我们也必须做”观点在任何行业都造成了麻烦，但这些麻烦都不足以和它在保险业制造的麻烦相比。塔德从不听信于草率承保的无意义理由，卡拉也将如此。

最后是GEICO保险公司，这家公司66年前在我的心中燃起了火焰，该火焰至今一直燃烧着。该公司由托尼·奈斯利管理着，他18岁就进入这家公司，到2016年已有55个年头。

1993年托尼成为GEICO公司首席执行官，自那以后公司蓬勃发展。没有比托尼更好的管理者了，他将他的杰出、奉献和稳健等品质融入了这份工作。(这些品质是继续取得成功的关键，就如同Charlie所说的，宁可要一个160IQ的经理，也不要一个看起来是180IQ的经理。)和阿吉特一样，托尼也为伯克希尔创造了数百亿美元的价值。

在1951年初访GEICO公司时，我就被这家公司所拥有的巨大成本优势所震撼。我很清楚地知道，这家公司将取得成功，因为它值得。那时GEICO公司的年销售额是800万美元，2016年该公司每三个小时就能实现800万美元销售额。

汽车保险是大多数家庭的主要开支。储蓄对他们很重要——仅低成本的运作能够实现这点。实际上，至少40%读了这封信的人们能够通过与GEICO公司签订保单来存钱。那么别读了，现在就行动打电话800-847-7536来投保吧。

GEICO公司的低成本创造出了一条竞争者们难以逾越的鸿沟。其结果是，这家公司的市场份额年年都在增长，截至2016年底，它已经占据了保险业约12%的市场份额。1995年，伯克希尔取得对该公司的控制权时，其市场份额仅为2.5%。与此同时，其员工数量也从8575人增至36085人。

从2016年下半年开始，GEICO公司业绩增长显著加快。期间，整个汽车保险行业的损失成本正在以令人意想不到的速度增长，而部分竞争对手也因此开始失去了接受新客户的热情。但GEICO公司对于利润空间被压缩的应对措施是加快在新业务领域的努力。未雨绸缪，把握时机。

就像我在这封信件中所言，目前，GEICO公司的业绩仍然处于左右摇摆的情况。不过，当保险价格开始上升时，人们就会购买更多保险，而GEICO公司最终也会成为赢家。

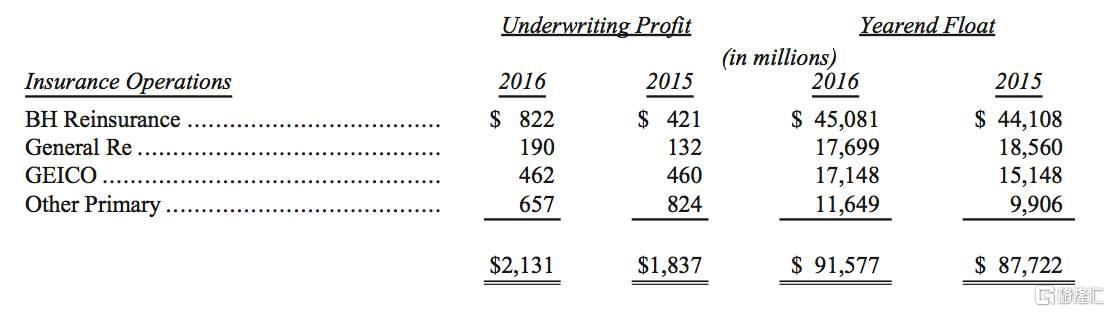
除了三大主要保险业务运行实体之外，我们还拥有一些规模较小的公司，它们的主要从事商业类保险业务。总体来看，这些小公司的业务也是一个规模较大的，不断增长的，而且非常有价值的业务板块。这些小公司持续不断地创造了承保盈利。

据了解，与竞争对手相比，这些小公司通常都表现更出色。在过去14年时间里，这些小公司组成的群体已经为我们赢得了近47亿美元承保盈利——相当于其承保金额总数的13%——而其浮动盈利也从9.47亿美元上升至116亿美元。

在2年多前，我们成立了伯克希尔·哈撒韦专业保险公司(BHSI)，这家公司也是以上小公司群体中的一员。我们做出的第一个决定就是让皮特·伊斯特伍德（Peter Eastwood）来掌管这家公司。

事后证明，这绝对是一个英明的决定：最初，我们预期这家公司将会在成立伊始的数年中出现重大亏损，因为在全球业务实施过程中，皮特·伊斯特伍德首先需要建立与业务相关的人员和基础设施等基本条件。相反的是，在公司成立之初的创业期间，皮特·伊斯特伍德和他的团队就已经为公司贡献了显著的承保利润。2016年时，伯克希尔·哈撒韦公司的业务规模已增加40%，至13亿美元。显而易见，这家公司注定将会成为全球一流财险公司(P/C insurers)中的佼佼者。

以下就是该公司税前承保盈利情况和年终浮动收益情况的细分表：



税前承保盈利情况和年终浮动收益情况的细分表

对于伯克希尔·哈撒韦公司的杰出管理者们来说，他们首先采用的金融实力和一系列的业务模式成为保险行业资产保护的一道护城河，这种保护作用是独一无二的。而对于伯克希尔·哈撒韦公司的股东来说，这种组合优势成为了他们一笔巨大的财富。而随着时间流逝，这种财富价值也将会日趋显著。

此外，作为调整后的资本密集型企业，BNSF铁路公司和伯克希尔·哈撒韦能源公司(BHE)90%的股份由我们控制。它们也是我们控制的两家涉及公共事业领域的企业。在这里，也准备分享将它们从伯克希尔-哈撒韦公司其他业务中区分以后的重要特征。

因此，在这份信中，我们将这两家公司进行了单独区分，并将它们合并后的财务报表也从我们的符合美国通用会计准则(GAAP)的资产负债和损益表中剥离出来。去年，这两家主要企业的收入占伯克希尔-哈撒韦公司整个税后收入的33%。

这两家企业有一个共同的关键特点，就是其拥有的巨大投资，属于长期、可调节的资产。这些资产部分地受到大量长期债务的融资支持，但不需要伯克希尔·哈撒韦公司的信用担保。事实上，这两家公司都不需要我们的信用担保，因为每个公司都有自己的盈利能力。甚至是在经济条件比较糟糕的情况下，它们也能够超越对自己的盈利要求。以去年为例，对于各个铁路运输公司来说，是相对不太理想的一年，但BNSF铁路公司的利息偿付比率超过6:1(我们对偿付比率的定义是，息税前收益和利息之间的比值，而不是EBITDA与利息之间的比值。后者是一个常用的衡量指标，但我们认为有严重缺陷)。

同时，对于伯克希尔·哈撒韦能源公司(BHE)来说，有两大因素确保这家公司在任何外部环境下，都有能力偿付自己的债务。首先是针对所有公共事业，其可以在经济衰退期间保持盈利。因为这些企业提供的是社会基本功能方面的服务，所以社会对它的需求保持着非常稳定的状态。第二个因素是部分公共事业具有一些特定的优势，比如它们有着不断扩大的多元化收益优势。这一优势可以保证伯克希尔·哈撒韦能源公司(BHE)免遭任何单一监管机构带来的严重伤害。这些多样化来源的利润，再加上其母公司拥有的先天优势，可以让该公司及其子公司能够大幅降低债务成本。这一经济因素也让我们和我们的客户从中受益。

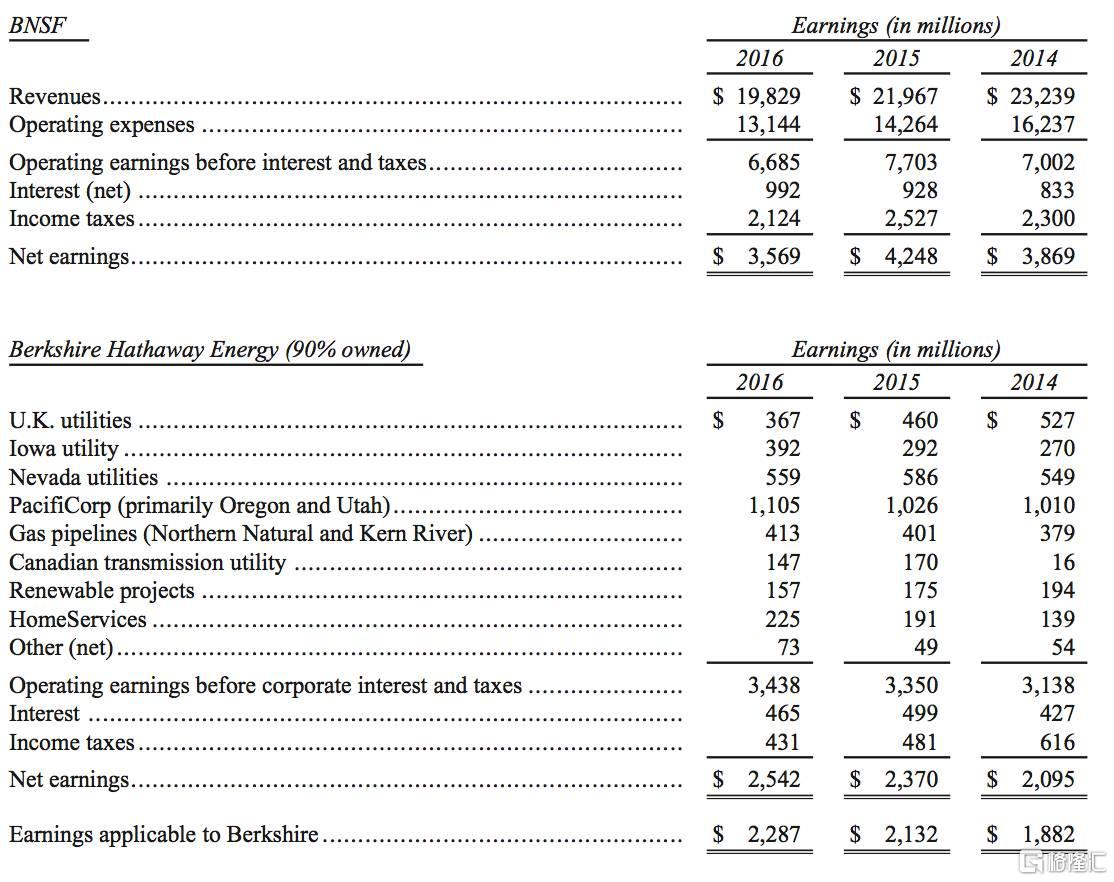
总体来说，去年，伯克希尔·哈撒韦能源公司(BHE)和BNSF铁路运输公司在工厂建设和设备购买方面的投资额为89亿美元。这是以上两家公司对美国基础建设重建做出的一个重大承诺。只要能够保证合理的利润回报，我们就喜欢做这样的投资——在这一方面，我们对政府未来的监管决策给予大量的信任。

我们充满信心是有一定道理的。依据我们过去积累的经验和知识来看，在交通运输和能源领域，社会永远都会需要大规模的投资。从政府的自身利益出发，其对投资者的热心支持将能够确保资金持续不断地进入其基本建设项目。对于我们在业务运行中采取一定方式来获得政府监管部门和其代表者对此的批准，也与我们追求的自身利益相一致。

此外，协议电价比率的增加对该州用户也有利，同样也能够为以上公司带来新的利润。目前，爱荷华州已经吸引了大量高科技企业来安家落户。对于高科技企业来说，一方面爱荷华州较低的电力价格(这一核心数据已经被大量引用)非常有吸引力；另一反面，很多高科技企业的管理层都对新能源的使用充满热情。当谈及风能资源时，爱荷华州可以被称作是美国的沙特阿拉伯。

BNSF铁路公司属于美国国内I类铁路运输企业，其仅使用一加仑的柴油就可以将一吨货物运输到500英里之外的地方。这些经济指标让铁路运输效率超过卡车运输效率四倍以上。此外，铁路运输可以缓解公路运输的拥堵问题——对于政府花在交通设施维护方面的公共财政支出来说——这也是一个主要的节省途径。

总之，无论对美国，还是对伯克希尔·哈撒韦公司的股东们，伯克希尔·哈撒韦能源公司(BHE)和BNSF铁路公司所拥有的资产具有非常重大的意义。以下表格中就是两家公司的关键财务数据：



制造业、服务业、零售业资产负债和盈利情况

这张财务报表中包括了44家向公司总部直接汇报业务的企业。但其中部分企业又受很多个人的投资与管理。例如，Marmon公司有175家独立运行的业务单元，并向很多不同领域的市场提供服务，而伯克希尔·哈撒韦汽车公司在美国国内拥有83家经销商，业务覆盖美国九个州。

这些企业合在一起就像是一个杂牌军。不过，部分企业的营收情况可以通过其未杠杆化的有形净资产来衡量。而且在很多情况下，甚至在100%的情况下，这些企业带来的回报也非常出色。这些企业中，绝大多数是盈利能力良好的实体企业，其产生的利润率在12-20%之间。

不过，需要指出的是，在我的资产配置过程中也存在少量的重大错误——也产生了非常糟糕的回报。大多数情况下，当我最初对这些企业或行业的经济特点进行把握时，错误就会出现。而现在我们也正在为这些错误判断付出代价。在另外一些例子中，我对这些现任管理者，或者即将上任的管理者其忠诚度和能力偶尔会进行评估。我还会犯更多的错误，你可以关注这些错误。不幸的是，查理——从不为错误害羞——只是对很多糟糕想法说“不”。

从单一的实体企业来考虑，以上很多企业在制造业、服务业和零售行业都是非常优秀的企业之一。在2016年期间，这些企业的有形净资产平均值在240亿美元左右。它们持有大量超额现金且几乎没有债务缠身，其资本带来的税后收益在24%左右。

当然，对于一个经济状况非常出色的企业来说，如果其带来过高的服务价格，那么该企业就可能会成为一个比较糟糕的投资项目。对于大部分企业来说，我们已经为其有形净资产付出了相当高的溢价成本。这些成本被详细反映在资产平衡表的信誉和其他无形资产方面。总体来说，在资本回报方面，我们得到了一个体面的回报率。

在这一领域，我们已经进行了部署。在没有经济衰退影响的前提下，以上整个企业群体在2017年的盈利可能会增加。部分原因是Duracell公司和Precision Castparts公司(2016年时买入)将会首次为该群体贡献全年盈利。除此之外， Duracell公司2016年曾经发生过的高额转型成本，本年度将不会再发生。对以上群体中的很多小企业，我们无法一一给出具体的评论。此外，它们的竞争对手(无论是现在还是将来的)，也会仔细研读这份报告。

对我们的少数业务来说，如果外界知悉这些数据，可能会让我们处于不利地位。因此，我们的一些业务在伯克希尔-哈撒韦公司的评估报告中没有给出详细的材料，只是披露了一些需要公开的内容。在本报告的第90-94页中，你可以找到很多有关我们业务的详细内容。但需要知道的是，这个增长是整个伯克希尔·哈撒韦公司层面上的一个增长。任何关注某一个企业或业务增长的做法都是非常愚蠢的。

过去数年里，我一直告诉投资者，在本部分中提供的收入和支出费用数据并不符合美国通用会计准则(GAAP)。对于这一分歧问题，我给出的解释是，GAAP准则关于收购时的会计调整规定，无形资产的摊销需要一定的周期时间，这一周期的平均时间在19年左右。但是从我们的观点来看，大部分的摊销“费用”并不是真正的经济成本。我们在这一领域的目标偏离了GAAP准则，但所给出的数字却反映了一个事实：那就是查理在使用这些数字进行分析和判断。

在本报告的第54页，我们列出了总额为154美元的无形资产，其摊销费用还尚未在年度营收费用中扣除。随着新收购业务的进行，将会产生更多无形资产摊销费用。在第54页，我们还给出了按照GAAP准则计算的收益支出费用，其中2016年无形资产摊销费用为15亿美元。与2015年相比，新增3.84亿美元。我个人的判断是，2016年摊销费用中的20%是“真实”成本。

最终，全部摊销费用将会从相关资产中抵消。当这种情况发生时(通常以15年期为标志)，按照GAAP准则的盈利要求，在我们的报告中，伯克希尔·哈撒韦公司的基本金融业务将不会出现任何实质性的改善(这是我留个继任者的礼物)。现在我描述了被自己认为夸大的GAAP支出费用，而该会计准则带来的失真，也让我产生了一种非常不愉快的感觉。现在所提到的主题内容是GAAP准则所规定的折旧费用，该费用的发生必须要基于一个历史成本。然而，在某些情况下，这种费用严重低估了真正的经济成本。有大量的文字记载了上个世纪70-80年代时，当通货膨胀爆发后所出现的这一现象。

查理和我希望公司管理层在每份财报的备注部分，不论好坏，详细说明会影响符合一般公认会计原则业绩数字的非经常性损益项目的来源。毕竟，我们看公司过去的业绩数字是为了更好地预测公司未来的业绩表现。但是，如果一个公司的管理层经常通过避开实际费用开支而强调调整后每股收益，那我们会感到非常紧张，因为这种不好的行为会传染。一个公司中，如果首席执行官刻意寻找粉饰财务数字的途径，这种态度通常会在公司内部形成一种鼓励底层员工也努力粉饰财务数字的企业文化。如果企业高层的目标仅仅是为了展示一个好看的财务数字，那么保险公司可能会低估赔款准备金的数额，这种行为过去毁灭了许多公司。

查理和我在听到一些分析师大举赞扬那些总能达成预期业绩目标的公司管理层时，都会感到很不安。事实上，公司业务发展是很难预测的，因此公司也很难总是达成业绩预期。因此，企业总会不可避免地出现实际业绩低于预期水平的情况。这种问题出现时，太过于关注股价表现的公司首席执行官就有可能粉饰财务数字。

注意，我曾说过对于许多大型企业最高层的三至四名高管而言，股权补偿应当占高管全部薪酬的20%以上。但是，你们更应当注意的一点是，在伯克希尔·哈撒韦公司旗下各个子公司中任职的数百名高管中，他们获得股权补偿报酬比例与其他公司类似，但是伯克希尔·哈撒韦公司仅仅使用现金来支付这笔报酬。不仅如此，我自然而然地也把所有这些当作股权补偿开支支付给伯克希尔·哈撒韦公司旗下高管的资金都计入公司的经营费用开支项目中。

但是，一些会计人员可能会难掩笑意，立即向我指出在支付给伯克希尔·哈撒韦公司旗下高管的薪资报酬中，20%的报酬可以计入“代替股权补偿而支付的现金”一栏中，因此这笔开支实际上可以不算入“实际”经营费用开支。所以，伯克希尔·哈撒韦公司是不是也可以向股东汇报“调整后”的净利润？

让我们回归现实。如果一个公司的首席执行官想要在披露财务数据时，不计入股权补偿开支，这些公司高管应当向公司股东解释以下两个问题：为什么支付给公司职员的现金等价物不应当计入公司经营费用开支，或者为什么在计算公司净利润时需要将工资开支排除在外？

在上个世纪六十年代中，当时企业粉饰财务数字的情况非常普遍。曾经有这样一个故事，一个公司即将上市，这个公司的首席执行官问备选的审计师：“二加二等于几？“一个审计师回答道：”首席执行官你心里想的数字是多少呢？“而这个审计师最终拿下了这个工作机会。

金融和金融产品

目前，我们公司的租赁和租借业务是由CORT公司(负责家具租赁业务)、XTRA公司(负责半自动拖车租赁业务)以及Marmon公司(主要负责油罐车、货车、联运罐式集装箱和起重机租赁服务)具体运营。这三家公司每一个都是各自细分领域内的龙头企业。

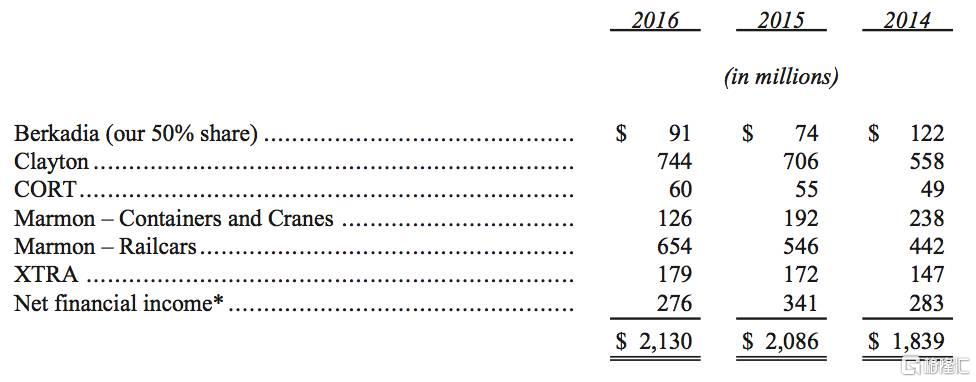
同时，这章节中我们也会讲到克莱顿房屋公司(Clayton Homes)。克莱顿房屋公司大部分营收是从销售活动房屋的业务中获得的，但是公司旗下规模巨大的房屋按揭贷款投资组合贡献了公司大部分的净利润。去年，克莱顿房屋公司成为美国最大的房屋建造公司，共计建成42075栋房屋，占美国新建房屋总数的5%。公平地说，其他大型房屋建造企业建成房屋的实际价值远超过克莱顿房屋公司，因为这些公司主要销售现场建造的房屋，这种房屋的市场价格较高。

2015年，克莱顿房屋公司开始扩大业务规模，买下了第一家现场建造房屋的公司。2016年，克莱顿房屋公司又进行了另外两次类似的收购活动。未来，克莱顿房屋公司还将继续收购其他标的。在2017年中，预计现场建造房屋业务在克莱顿房屋公司房屋销售量中占比将达到3%以上，在销售总额占比将达到14%左右。

尽管如此，克莱顿房屋公司的业务重心将仍然放在建造活动房屋上，目前，在总费用低于15万美元的全美新建房屋市场中，活动房屋占比高达70%左右。而克莱顿房屋公司目前在活动房屋领域的市场份额约为一半，这比2003年伯克希尔·哈撒韦公司收购克莱顿房屋公司时的业绩表现有大幅提升。当时，克莱顿房屋公司在行业房屋销量排名第三，员工数量仅为6731人。如今，算上克莱顿房屋公司新收购的公司在内，整个公司的员工总数已经上升到14677人。未来，克莱顿房屋公司的员工规模还将继续扩大。

同时，克莱顿房屋公司一直以来都坚持帮助有财务困难的房屋按揭贷款者渡过难关的项目。其中，最受欢迎的两个财务支持项目是贷款延期和债务豁免。去年，约有11000名房屋按揭贷款者获得了贷款延期许可，另外克莱顿房屋公司豁免了3800人应还的房屋按揭贷款，总额高达340万美元。当克莱顿房屋公司批准这些项目时，公司不会赚到任何利息或手续费收入。但是，我们发现，过去两年中，93%接受财务支持的住房按揭贷款者仍然居住在自己的住房中。尽管我们再收回抵押房屋资产方面损失了较大一笔钱，去年这方面的损失高达1.5亿美元，但是克莱顿房屋公司提供的财务支持项目最终同时帮助了公司自己和申请房屋按揭贷款的消费者。

一直以来，克莱顿房屋公司和伯克希尔·哈撒韦公司之间维持了非常良好的合作伙伴关系。凯文·克莱顿为公司带来了一流的管理层和企业文化。同时，伯克希尔·哈撒韦公司则为克莱顿房屋公司提供了无可企及的长期支持，即使经济大衰退时期活动房屋建造行业出现较大危机。当房屋建造行业其他领军企业消失后，克莱顿房屋公司不仅仅为自己的经销商提供信贷支持，也为销售竞争对手产品的经销商提供贷款。在伯克希尔·哈撒韦公司内部，我们在收购其他公司时从来不寄希望于两家公司的协同效应，但是，在克莱顿房屋公司这里，我们在收购克莱顿房屋公司后创造了非常重要的协同效应。

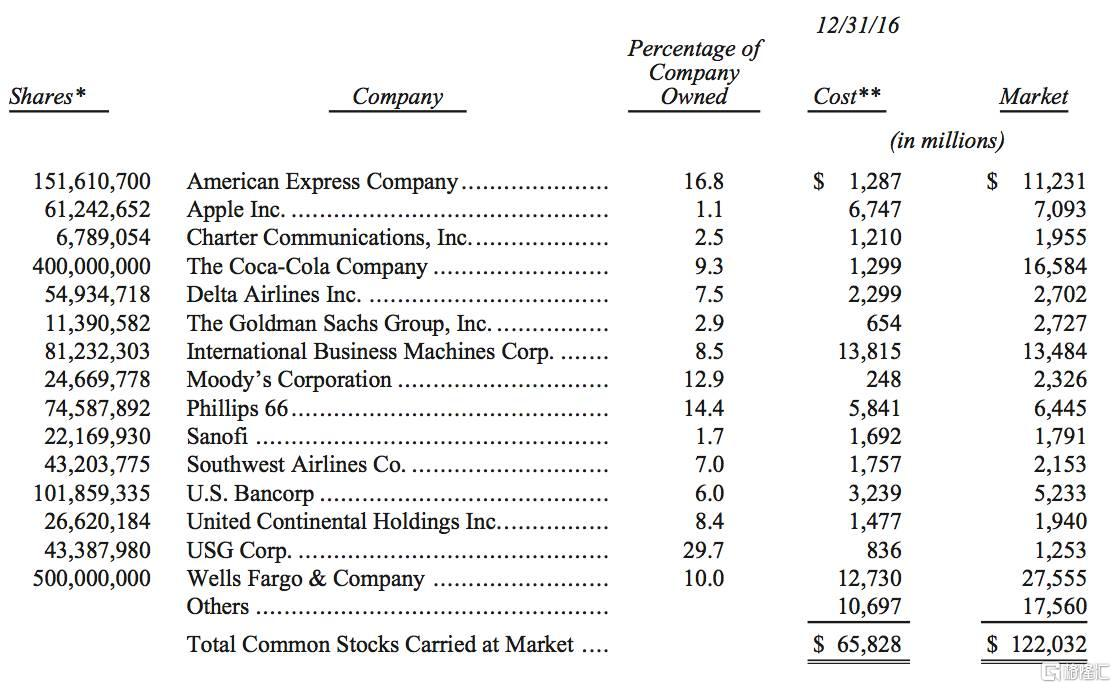


金融行业相关企业税前净利润的情况

投资

以下我们列出了截止去年年底市值最大的十五大普通股投资情况。我们没有列出在卡夫亨氏公司中的持股情况，因为伯克希尔·哈撒韦公司是控股集团的一部分，因此必须使用权益法来披露这一部分投资。

目前，伯克希尔·哈撒韦公司持有卡夫亨氏公司325,442,152股股票，这些股权投资资产列入伯克希尔·哈撒韦公司的资产负债表，按照一般标准会计准则计算，这些股权投资的公允价值为153亿美元，截止去年年底市值为284亿美元。对于这部分股权资产，伯克希尔·哈撒韦公司计入的进账成本为98亿美元。



2016年年底市值最大的十五大普通股投资情况

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。我们非常喜欢这种股票回购，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。

投资者应当明白，伯克希尔·哈撒韦公司账面上持有的总额高达860亿美元的”现金及等价物“中(这部分资产大部分是美国国债)，其中95%的资产是伯克希尔·哈撒韦公司旗下美国注册机构持有的。因此，这些资产都不需要缴纳任何汇回税。不仅如此，剩余现金及等价物在回流至美国境内时，也只需要缴纳小额税费，因为大部分回流的净利润是在企业所得税税率较高的国家产生的，伯克希尔·哈撒韦公司已经为这些资金支付了较高的所得税。当公司将这些海外资金转回美国时，这些已经缴纳的企业所得税可以抵消美国政府征收的税费。

这些说明对于股东很重要，因为许多现金充裕的美国企业手中持有的大部分现金都滞留在企业所得税非常低的国家和地区。这些公司希望美国政府很快大幅下调对回流资金征收的税费。尽管这些企业的想法可能是对的，但是这些企业目前在运用这些资金方面受到诸多限制。也就是说，这些留在离岸市场的资金并不像在美国境内持有的现金资产那样有价值。

不过，尽管大量现金在美国境内是伯克希尔·哈撒韦公司现金资产的一个地理优势，但是另一个问题在一定程度上抵消了伯克希尔·哈撒韦公司的这种现金优势。目前，伯克希尔·哈撒韦公司旗下的大部分现金资产是由公司的多个保险子公司持有的。尽管我们仍然有许多不同的途径来投资这些现金资产，但是如果这些现金资产是由伯克希尔·哈撒韦母公司持有，我们的投资选择将不受限制。

每年，公司可以选择将大量现金从旗下的保险子公司转移至母公司手中，但是这种做法也有自身的局限性。整体来看，伯克希尔·哈撒韦公司旗下的保险子公司持有的现金资产对整个集团而言非常重要，但是如果这些现金能够由母公司持有，这些资产将能够发挥更大的价值。

有时，来自股东或媒体的言论暗示，伯克希尔·哈撒韦公司将永远持有一些股票资产。事实上，我们持有一些股票，只要我还保持健康就不准备卖掉这些股票。但是，我们并没有做出任何形式的承诺，承诺伯克希尔·哈撒韦公司将会永远持有这些可以在市场中自由交易的证券资产。

如果有人没有弄明白这个问题，可能是因为他没有认真读第11条经济学原理。从1983年以来，伯克希尔·哈撒韦公司年报中第110至第111页一直保留了这条原理。这条经济学原理涉及如何控制公司业务发展，而不是控制可以自由交易的证券资产。今年，我又给第11条经济学原理加了一条总结性陈述，以确保公司的股东明白，伯克希尔·哈撒韦公司认为任何市场中自由交易的证券资产都有可能被出售，尽管目前来看公司不太可能出售这个证券资产。

在我们结束投资这一章节之前，我想对股票分红和税费说几句话。伯克希尔·哈撒韦公司与大多数公司一样，一美元的股票分红比一美元的资本利得能够为公司创造更大的净利润。对于那些习惯性将资本利得看做提高税后收益唯一途径的股东来说，这可能有些意外。

但是，我们可以做有关一些企业净利润的简单计算。一个企业每实现一美元的资本利得，需要缴纳35美分的联邦所得税，有时这个企业还要额外缴纳当地的收入所得税。但是，对于从投资美国国内企业中获得的股票分红收入，企业需要缴纳的所得税要低得多，尽管具体的企业所得税税率取决于这个企业的性质。

对一家非保险公司来说(伯克希尔·哈撒韦就是一家非保险公司)，每1美元的股息联邦税率为10.5美分。此外，如果一家非保险公司持有一家被投资公司超过20%的股份，那么每1美元的股息只需缴纳7美分的联邦税。比如，伯克希尔·哈撒韦以母公司的身份直接持有卡夫亨氏27%的股份，从中产生的大量股息适用的税率就是1美元7美分。(股息缴纳低公司税的原因在于支付股息的被投资公司已经对分发的利润缴纳了自己的公司税。)

伯克希尔·哈撒韦旗下保险子公司在股息上支付的税率要比非保险公司缴纳的税率高，虽然这个税率要远低于35%的资本利得税。财产/意外灾害保险公司对获得的大部分股息需要缴纳14%的税。但是如果保险公司持有一家位于美国的被投资公司20%的股份，那么税率会下降到11%。这就是我们今天需要学习的税务课。

许多非常聪明的人打算在证券市场上获得超过平均水平的投资收益，我们将其称为主动投资者。

与他们相对的是被动投资者，按照定义，他们寻求获得市场平均收益。 总的来说，他们的仓位大致接近指数基金的仓位。因此，市场的平衡方，即主动投资者也必须获得市场平均收益。然而，这些投资者承担的成本将高得多。因此，总的来说，在扣除这些成本后，他们总体的投资收益将比被动投资者差。

当大笔年费、巨额业绩报酬以及活跃交易的成本全都加入到主动投资者的费用方程时，其承担的成本就会大幅上涨。由于对冲基金收取了巨额手续费，对冲基金的基金在此基础上再收取手续费，所以对冲基金的基金特别重视该成本问题。组合基金投资于对冲基金。

有很多聪明的人参与到对冲基金的运营。但在很大程度上，他们付出的努力没有任何效果。他们高智商带来的收益并不能超过他们强加给投资者的成本。平均而言，随着时间的推移，相较于投资一组组合基金，投资低成本指数基金的投资者会获得更高收益。

这就是我的观点，现在我把它放进一个简易方程。如果A组(主动投资者)和B组(被动投资者)构成总体投资市场，而且B组扣除成本前的投资收益一定会达到平均水平，那么A组也一定会达到平均投资收益。

成本更低的一组将获胜。如果A组成本过高，其亏空将是巨大的。当然，长期来看，部分有经验的人很有可能超过标准普尔指数的表现。然而，在我的一生中，我早期发现的这类专业人士也不过十个左右罢了，只有他们能完成这一壮举。

毫无疑问，有成百上千的人我从未见过，他们的能力可与我认识的人相媲美。毕竟，跑赢大盘并非不可能。不过问题在于，大多数试图跑赢大盘的经理最终都会失败。也有很大可能请您投资的人会跟其他人一样，不能帮您获得良好的投资收益。比尔·鲁安是真正了不起的人。60年前我就认为，从长期来看，他几乎肯定能提供优秀的投资回报。他说得好：“在投资管理中，投资者的档次划分是从创新者到模仿者，再到众多的无能者。”

像部分业余爱好者一样，一些专业投资人士在短期内也会因为走运而获得高收益，这让寻找罕见的值得为其付出高报酬的高收费经理变得更为困难。如果1000位经理人在年初进行市场预测，则至少有一位经理的预测很可能在未来连续九年里都是正确的。当然，1000只猴子中也有可能出现一个貌似无所不知的预言家。但二者间仍然存在差异：幸运的猴子不会遇到人们排队找它投资的情况。

最后，有三个有关联的事实，使得成功的投资酝酿着失败。首先，良好的投资履历会吸引大量的投资资金；其次，巨额的资金总是保证投资业绩之锚：几百万的资金容易管理，几十亿的资金就不好管了；第三，由于大多数经理人的个人认识，即所管理的资金越多，收取的手续费就越多，所以他们仍然会寻求获得新的投资资金。

这三点对我来说不是什么新鲜事：1966年1月，当时我管理着4400万美元的资金。我给我的有限合伙人写了一封信，信中称：“我觉得资金规模越大越可能损害未来的投资业绩，而不是增加业绩。对我个人的投资业绩而言，这不一定成立，但对您的投资业绩就是成立的。因此，我打算BPL不再接受新的合伙人。我已经通知苏茜，如果我们有更多的孩子，就由她来为他们寻找其他合伙人。”

当华尔街人士管理数万亿美元，收取高昂手续费时，通常是经理人获得丰厚利润，而不是客户。大型和小型小投资者均应坚持投资低成本指数基金。

如果要树立一座雕像，用来纪念为美国投资者做出最大贡献的人，毫无疑问应该选择杰克·博格尔(Jack Bogle)。几十年来，杰克一直敦促投资者投资于超低成本的指数基金。在他的投资生涯中，有大量财富流向了经理人的腰包，而他所积累的财富只占到其中很小一部分。这些经理人向投资者许诺带来丰厚回报，而实际上他们根本没带来回报，或者像我们赌局中的情况，带来的回报几近于无。

早些年，杰克常常被投资管理行业嘲笑。然而，今天他欣慰地获悉，他已帮助数以百万计的投资者用自己的储蓄实现了更高的回报，否则他们获得的收益要低得多。他是他们的英雄，也是我的英雄。

多年来，经常有人请求我提供投资建议，我通常给的建议是，投资低成本的标准普尔500指数基金。值得肯定的是，我的只有中等收入水平的朋友通常都采纳了我的建议。

然而，当我把这一建议提供给超级富豪、机构或养老基金时，他们谁都没有听我的建议。相反，这些投资者会礼貌地对我的建议表示感谢，然后去听收取高额手续费经理的言论，或者许多机构会向另一种称为顾问的超级助手寻求建议。

然而，这些专业人士面临着一个问题。你能想象一个投资顾问会年复一年地告诉客户，不断增加对复制标普500指数基金的投资吗？这样做是职业自杀。然而，如果他们每年都推荐小幅改变管理策略，巨额手续费将流向这些超级助手。这些建议往往是艰涩难懂的胡扯，解释为什么流行的投资“风格”或当前的经济趋势适于进行这种改变。

有钱人习惯性地认为，自己在生活中理所应当获得最好的食物、学校教育、娱乐、住房、整形手术、体育彩票等等。他们认为，用自己的钱买到的东西应该比其他普通大众买到的更优质。

在生活中的很多方面，财富确实可以换来优质的产品或服务。因此，对金融“精英”而言，包括富有的个人、养老基金、大学捐赠基金等，他们很难恭顺地签约投资普通人只需花几千美元也能投资的金融产品或服务。富人的这种不情愿通常很流行，即使有争议的产品(在预期的基础上)明显是最好的投资选择。

我的计算表明，过去十年里，精英寻求优质投资建议造成的浪费总计超过1000亿美元。想想看：对几万亿美元的资产即使收取1%的手续费，加起来也有这么多。当然，并不是十年前将资金投入对冲基金的所有投资者都会落后于标准普尔的回报率。但我认为，我对总亏空的计算是保守的。

公职人员的养老基金遭受了很大经济损失。不幸地是，这些基金中很多都资金不足，部分原因是他们遭受了双重打击：投资表现不佳加巨额手续费。资产由此产生的亏空将由当地纳税人在未来几十年里补足。

人类的行为不会改变。富有的个人、养老基金、捐赠基金等仍然会认为，他们应该获得一些“额外”的投资建议。那些巧妙地利用了这种心理的顾问将变得非常富有。今年的魔药可能是对冲基金，明年可能又是别的什么。

有一句格言预测了夸口作出这些承诺可能带来的结果：“当一个有钱的人遇到一个有经验的人时，有经验的人最终会获得金钱，而有钱的人会带着经验离开。”

很久以前，我的姐夫荷马·罗杰斯(Homer Rogers)是一位佣金代理人，他在奥马哈的牧场工作。我问他是如何诱导农民或农场主雇佣他来帮他们把猪或牛销售给四大罐头食品公司的买家(SWIFT、Cudahy、Wilson和Armour)。毕竟，猪的情况很明确，而买家很专业，他们非常清楚牲畜究竟值多少钱。然后，我问荷马，有销售代理比其他代理做得更好吗？

荷马同情地看了我一眼说：“沃伦，你怎么卖给他们不重要，重要的是你如何告诉他们。”在牧场起作用的东西同样适用于华尔街。

最后，我要向华尔街人士伸出橄榄枝，他们中的很多人是我的好朋友。伯克希尔愿意为协助我们收购的投资银行家支付费用，甚至是高得离谱的费用。此外，因管理的投资跑赢大盘，我们已经为公司内部两位投资经理支付了大笔报酬，我们希望将来能给他们付出更高的报酬。

根据《圣经》(《以弗所书》3:18)，在对华尔街讲“手续费”时，我认识到这简单的三个字所释放出能量的高度、深度、长度和宽度。当这种能量给伯克希尔带来价值的时候，我会欣然签一张大支票。

## 2017年巴菲特致股东的信

伯克希尔在2017年净资产增值653亿美元，A类和B类股票的每股账面价值均增长23%。在过去的53年里（也就是从现在管理层接手以来），每股账面价值从19美元增长到211750美元，年复合增长率为19.1%。\*

本文起始段的表格已是30年来的标准惯例。但是，2017年的业绩却远离一般标准：我们大部分的收益并非来自我们在伯克希尔所完成的任何事情。

650亿级美元的收益仍然是真实可信的——敬请放心。但其中只有360亿美元来自伯克希尔的日常运营，剩下的290亿美元是12月国会修订美国税法带给我们的。

在陈述上述财政事实后，我宁愿立即转向讨论伯克希尔的业务。但是，还不得不说另外一件事，我必须先告诉你们一个新的会计规则：美国通用会计准则（GAAP）在未来的季度和年度报告中将严重扭曲伯克希尔的净利润数字，还会经常误导评论员和投资者。

新规则规定，我们所持有股票的未实现投资收益和亏损的净变化值必须包括在我们向您报告的所有净利润数据中。这一要求将导致我们的美国公认会计准则利润产生非常剧烈和反复无常的波动。伯克希尔拥有1700亿美元的可交易股（还不包括我们的卡夫亨氏股份），在每个季度报告期内，这些持股的价值可能轻易变动100亿美元或甚至更多。

在报告的净利润中包括如此大的波动，会淹没能描述我们经营业绩的真正重要数字。如果出于分析目的，伯克希尔的“盈利”将毫无用处。

新规则加剧了我们在处理已实现收益（或亏损）方面已经长期存在的沟通问题，因为会计准则已迫使我们将这些损益纳入我们的净收益。在过去的季度和年度报告中，我们经常警告您不要关注这些已实现收益，因为它们就像我们的未实现收益一样，是随机波动的。

这主要是因为我们会在看上去明智的时候出售证券，而不是因为我们努力以任何方式影响收益。因此，我们有时会在某一时段内，在我们的投资组合表现不佳时报告实质性收益（表现较好也会如此）。

\*本报告中使用的所有每股数据均适用于伯克希尔A股。B股数字是A股数据的1/1500。

由于有关未实现利得的新规则加重了现行已实现利得规则所造成的扭曲状况，我们每个季度都需要费劲地解释这些调整，以便使你们更好地理解我们的数据。但关于财报发布的电视评论通常是一接收到就转瞬即过，而报纸头条几乎总是关注按照公认会计准则（GAAP）计算的净盈利年比变化。因此，媒体报道有时候强调的是一些让读者或观众不必要恐慌或激动的数字。

我们试图减轻这一问题，方法是延续我们的惯例，在股市收盘后的周五晚、或在周六早间发布财报。那将使你有充足时间作分析，并使专业投资人士有机会在周一市场开盘前发表有见地的评论。不过，我预计那些不懂会计学的股东们还是会大感困惑。

在伯克希尔公司，最重要的是增强我们的常规化每股盈利能力。这一度量标准是我的长期合伙人查理-芒格（Charlie Munger）和我都很关注的，我们希望你们也重视它。我们2017年的成绩单如下：

收购

有四大板块提高了伯克希尔公司的价值：（1）庞大的独立收购；（2）适合我们已有业务的补强收购；（3）在我们许多不同业务部门的内部销售增长以及利润率提高；（4）我们的巨大股票与债券投资组合的投资收益。在这个部分，我们将回顾一下2017年的收购行动。

在我们搜寻新的独立企业时，我们寻找的关键品质是持久的竞争力、有能力且高品质的管理团队、经营业务所需的有形资产净值具有良好的回报率、内部增长带来可观的回报的机会，以及最后一点，合理的收购价格。

我们回顾2017年的并购交易时，最后一条几乎构成了所有交易的障碍，因为一家还不错、但远够不上令人瞩目的企业的价格都达到了历史最高水平。的确，面对一群乐观的收购者，价格似乎无关紧要。

为什么会出现疯狂收购？部分原因是因为CEO的职位自我选择了“勇于尝试者”这一类型。如果华尔街分析师或董事会成员敦促这类CEO考虑可能的收购交易，那就像告诉你家正在成长中的青年人一定要有正常性生活一样。

一旦一位CEO渴望进行交易，他/她绝对不会缺少进行收购的正当理由。属下们会欢呼，憧憬着扩大业务领域，并期待通常随着企业规模扩大而提高的薪酬水涨船高。嗅到巨大利润气味的投资银行家也会鼓掌欢迎。（不要问理发师你需不需要理发！） 如果目标的历史表现不足以证明收购是正确的，也会有人预测出很大的“协同效益”。试算表从来不会令人失望。

2017年有充足的、极其低廉的融资可用，这进一步促进了并购活动。毕竟，如果通过债务融资方式进行收购，即使是一笔高价收购交易通常也能推动每股收益数字增长。与之相比，在伯克希尔，我们是按照全股票交易方式来评价收购交易，因为要知道我们对整体负债的兴趣很低，并且我们知道将我们的很大一笔债务分配给任何一家独立企业，一般都是错误的（更不用说某些特定例外状况，比如说专门用于Clayton‘s公司贷款投资组合的债务，或用于我们受严格监管的公用事业企业的固定资产投入的债务。） 而且我们也从不将“协同效益”考虑在内，并且通常也没有发现有什么“协同效益”。

我们对杠杆的厌恶，使过去多年来的收益受到了影响。但查理和我都睡得很香。我们都认为，拿你拥有的东西来冒险以获得你不需要的东西，这是疯狂的。我们50年前各自经营着一个由几个朋友，以及相信我们的亲戚投资的投资合伙公司时就是这么想的。即使现在已有上百万个“合伙人”加入了我们的伯克希尔，我们今天还是这么想的。

尽管我们最近收购寥寥，但查理和我相信，伯克希尔仍会适时进行大规模采购。 与此同时，我们仍将坚持最简单的指导原则：其他人处理事务的谨慎程度越低，我们越应该谨慎行事。

去年，我们做出的明智的独立决策，就是收购Pilot Flying J（“PFJ”）38.6%的合伙人权益。该公司年销售额约为200亿美元，并且已成为美国国内领先的旅游运营商。

PFJ由杰出的Haslam家族运营。Haslam家族在60年前就开始梦想并开设了一家加油站。现在他的儿子吉米管理着整个北美750个地区27000名员工。伯克希尔与PFJ有一份合同协议，约定在2023年将PFJ的合伙权益增加到80%；Haslam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。

如果您行驶在州际公路上时，请选择PFJ销售的汽油和柴油，与此同时，她的食物也很美味。如果您是长途驾驶，请记住，我们有5200个带淋浴间的房间可供选择。

现在让我们来看看补强收购。其中一些是我不会详细说明的小型交易。然而，也有一些较大的收购在2016年末至2018年初之间完成。

Clayton Homes在2017年收购了两家传统住宅建筑商，这一举措使我们三年前进入的这一领域的存在份额增加了一倍多。通过收购科罗拉多州的Oakwood Homes和伯明翰的Harris Doyle，我预计2018年住宅建成量将超过10亿美元。Clayton的重点仍然是建造房屋，无论是建筑还是融资方面。

2017年，Clayton通过自己的零售业务销售了19,168套房屋，并向独立零售商批发了26,706套房屋。 总而言之，Clayton去年占房屋建造市场的49%，占据这个行业领先份额，大约是竞争对手的三倍——Clayton所取得的成绩已远超2003年刚加入伯克希尔时的13%。

Clayton Homes和PFJ都位于诺克斯维尔，Clayton和Haslam家族也一直是世交。Kevin Clayton对Haslams关于伯克希尔附属企业优势的评价，以及他对Haslams家族的赞赏都促成了收购PFJ交易的达成。

在2016年底前，我们的地板铺装业务Shaw Industries公司收购了美国地板公司（U.S． Floors “USF”），这是一家快速增长的豪华乙烯基砖分销商。USF的经理人Piet Dossche和Philippe Erramuzpe使该公司2017年销售额增长了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。

Shaw的首席执行官Vance Bell最初提议并谈判完成了此次收购，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的重要和持久收入来源的地位。

我已多次向您介绍了Home Services，也就是我们不断增长的房地产经纪业务。伯克希尔在2000年通过收购MidAmerican Energy（现称为伯克希尔哈撒韦能源公司）的多数股权进入该领域。当时MidAmerican主要经营范围是电力领域，而我最初也很少关注Home Services。

但是，该公司每年都增加经纪人，到2016年底HomeServices已拥有美国第二大的经纪业务部门，尽管如此它仍远远落后于领导者Realogy。然而，在2017年HomeServices出现爆炸式增长。我们收购了业内第三大运营商Long和Foster，以及第12大的Houlihan Lawrence以及Gloria Nilson。

通过这些采购，我们增加了12,300名代理，将总数提高到40,950。HomeServices现在已接近在全国房屋销售额中领先，正参与1270亿美元的“双边”销售（其中包括我们上述三次收购的试算额）。需要解释一下这个术语，每次交易都有两方。如果我们既代表买方也代理卖方，那么交易的美元价值将计算两次。

尽管最近进行了多次收购，但HomeServices在2018年仍只可能完成全美约3%的房屋经纪业务。这就让97%溜走了。鉴于合理的价格，我们将继续增加经纪人，他们是业务的根本。

最后，本身通过收购建立的公司Precision Castparts（精密铸件），收购了德国耐腐蚀配件、管道系统和组件制造商Wilhelm Schulz GmbH，请允许我略过作出进一步的说明。我不了解制造业务，也不了解房地产经纪人的活动，也不知晓房屋建筑或卡车休息站。

幸运的是，在这种情况下，我不需要奉献出自己的知识：Precision Castparts的首席执行官Mark Donegan是一位出色的制造业高管，他通晓领域的任何业务都运行良好。对人下注有时可能比投注实物资产带来更大的确定。

现在让我们讨论公司运营，首先是财产-人身伤亡保险，这是我所了解的业务，是51年来推动伯克希尔发展的引擎。

保险

在我讨论2017年的保险业绩之前，让我告诉你们我们如何以及为什么要进入这一领域。我们最初是在1967年初以860万美元收购了National Indemnity和一家较小的姐妹公司。通过收购我们获得了670万美元有形净资产，由于保险业务的天然特点，我们能将这些投入有价证券中。将这一投资组合重新部署到证券，与伯克希尔自己拥有这些证券相比要容易得多。实际上，我们是将成本的净值部分进行“美元交易”。

伯克希尔所支付的净资产之上的190万美元溢价为我们带来了一份通常将产生承保收益的保险业务。更重要的是，保险业务带来了1940万美元的“浮存金”，即属于他人但由我们的两家保险公司持有的钱。

从那以后，浮存金对伯克希尔来说就非常重要。当我们投资这些资金时，我们投资的所有股息，利息和收益都属于伯克希尔。 （当然，如果我们遭遇投资亏损，也会记在我们的账簿上。）

财产和伤亡保险的浮存特性体现在几个方面：（1）保费通常是先付给公司，而损失发生在保单的有效期内，通常是六个月或一年的期限； （2）虽然有些理赔，例如汽车修理，很快就要付钱，但是其他的，比如石棉曝险造成的危害 - 可能需要很多年才能浮现，以及更长的时间来评估和解决； （3）保险赔付有时分布在数十年的时间内，比如我们工人的保单持有人之一所雇佣的一名工人受到永久性伤害，此后需要昂贵的终身护理。

浮存金通常随着保险金的增加而增长。此外，某些专注于医疗事故或产品责任等业务—行话叫做“长尾”的业务—的特定P/C保险商获得的浮存金通常更多，比方说车祸保险与住宅综合保险，这些险种要求保险商几乎立即向索赔者支付维修款项。

伯克希尔多年以来都是长尾业务领域的领导者。尤为特别的是，我们专业从事大型再保险业务，使我们承担其他P/C保险商已产生了的长尾损失。作为我们着重此类业务的结果，伯克希尔的浮存金增长一直都很出色。按保险金额计算，我们现在是美国第二大P/C保险企业；而按照浮存金计算，我们是远超第二名的榜首。

以下是纪录数字：（单位：百万美元）



2017年，一笔大额交易使上述数字大幅攀升。这笔交易使我们承担了AIG公司产生的200亿美元损失的再保险。我们这笔保险的保险金为102亿美元，创世界最高纪录，我们几乎不可能复制这一交易。因此，2018年的保险金总额可能会有所下降。

至少未来几年内的浮存金增长可能会放缓。当我们最终经历下降时，其降幅将是温和的，任何一年最多为3%左右。与银行存款保险或人寿保险中包含退保权不同，P/C浮存金不可撤销。这就意味着P/C保险公司在金融紧张时期不会出现大规模“资金出逃”，这是伯克希尔最重要的特点，我们将其纳入投资决定的考虑因素之中。

查理与我绝不会依赖陌生人的好心来运营伯克希尔，甚至朋友的善意也不行，因为他们也会面临自己的流动性问题。在2008至2009年危机当中，我们喜欢持有短期国债，大量的短期国债，这样使我们不必依赖银行或商业票据等融资来源。我们特意将伯克希尔建设得能从容应对经济不稳定局面，包括这种市场长期关闭的极端局面。

浮存金的消极面是有风险，有时候有巨大风险。保险中看起来可预测的东西都会出现万一。举著名的劳埃德(3.94, 0.02, 0.51%)保险市场为例，该公司在300年的时间里都创造了辉煌业绩。但在1980年代，劳埃德的几个长尾保险业务出现了巨大的隐藏问题，一度使这个传奇性的公司几乎面临灭顶之灾。（我应该补充的是，它确实已全面恢复了元气。）

伯克希尔的保险经理是保守与细致的核保人，他们在长期注重品质的文化中进行运营。守纪律的行为在大多数年份里创造了保险盈利，在这种情况下，我们的浮存金成本比零还要低。实际上，我们因为持有上述表格中的巨额资金而获得收益。

不过，我向你们发出过警告，最近几年以来我们很走运，但保险行业经历的大灾较少期并不是新常态。去年9月就被打回了原形，当时三场巨大的风暴袭击了德克萨斯州、佛罗里达州与波多黎各。

我推测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。每个巨大灾难最初的损失预估总是很低。正如著名分析师V.J.Dowling指出的，保险公司的亏损储备类似于自考自评。忽视，一厢情愿的想法或偶尔存在的彻头彻尾欺诈都可能在很长一段时间内产出有关保险公司财务状况的不准确数据。

我们目前估计，三次飓风对伯克希尔造成的损失约为30亿美元（或税后约20亿美元）。如果这个预估和我对整个行业1000亿美元的损失预估被证实接近准确的话，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在未来美国重大灾害中损失份额的合理预期。

值得注意的是，三场飓风造成的20亿美元净损失只导致伯克希尔的GAAP净值降低了不到1%。在再保险行业的其他领域，许多公司的净资产损失率从7%到15%以上不等。这些公司遭受的损失本来可能会更大：如果Irma飓风再往佛罗里达向东行进一点，那么投保损失很可能会额外增加1000亿美元。

我们认为，每年发生能引发4000亿美元或更多保险赔偿的巨大灾害的概率约为2%。当然，没有人能准确知道正确的概率。但是，我们应该了解，随着时间推移，风险会随着灾难脆弱地区的房屋数量和价值的增长而增加。

没有哪家公司可以像伯克希尔一样做好对4000亿美元级损失大灾害的财务准备。我们在这种损失中的份额可能达到120亿美元左右，远低于我们对非保险业务所期望的年收入。与此同时，许多的也许是大部分的财险和伤亡险公司将会因此破产。我们无与伦比的财务实力解释了为什么，其他保险公司选择到伯克希尔 - 而且只能是伯克希尔 – 来购买大额再保险，以应对很远的未来自己可能不得不支付的大额赔偿。

在2017年之前，伯克希尔连续录得14年的承保盈利，总计达税前283亿美元。我经常说，我希望伯克希尔能在大多数年份获得承保盈利，但也会不时遭受损失。我的警告在2017年成为事实，2017年保险承保业务税前亏损了32亿美元。

本报告后的10-K部分包含了大量关于我们各种保险业务的额外信息。我在这里补充的唯一一点是，在我们的各种财险/伤亡险业务中有一些非凡的经理为您工作。这是一个没有商业秘密、专利或地理位置优势的行业。

重要的还是人才和资本。我们各类保险公司的经理们提供了聪明才智，而伯克希尔提供了资金。

多年来，这封信描述了伯克希尔许多其他企业的活动。有一些信息会和10-K中包含的信息重复或部分重复。因此，今年我只会给你简单介绍一下我们的几十家非保险公司。更多的详细信息请参见K-5至K-22页和K-40至K-50页。

作为一个集团（不包括投资收入），2017年我们保险业务之外运营的税前盈利为200亿美元，比2016年增加了9.5亿美元。2017年约44%的利润来自两家子公司。BNSF（伯灵顿北圣达菲公司）和伯克希尔哈撒韦能源公司（我们拥有后者90.2%的股份）。您可以在K-5至K-10页和K-40至K-44页上查阅有关这些业务的更多信息。

在伯克希尔长长的依据利润排列的子公司名单的最前面，是我们保险领域之外的最大五家公司（但它们是按照首字母顺序排列的）：Clayton Homes（克莱顿房屋）、International Metalworking、Lubrizol（路博润(1.41, 0.00, 0.00%)）、Marmon（玛蒙）和Precision Castparts（精密铸件），它们在2017年实现税前总盈利55亿美元，与这些公司在2016年获得的54亿美元税前总利润相比几乎没有变化。

接下来的五家公司是Forest River， Johns Manville， MiTek， Shaw和TTI，它们的排列方式与前五类似，去年的总利润为21亿美元，高于2016年的17亿美元。

剩下的伯克希尔所拥有的其他业务 - 还有很多 - 但是税前利润变化并不大，2017年为37亿美元，而2016年为35亿美元。

所有这些非保险业务的折旧开支总计为76亿美元，资本支出是115亿美元。伯克希尔一直在寻找拓展业务的方式，并定期招致远超折旧费用的资本支出。我们接近90%的投资都是在美国进行的。美国的经济土壤仍然肥沃。

摊销费用为另外的13亿美元。我相信这个项目在很大程度上并不是真的经济成本。部分抵消这个好消息是BNSF（伯灵顿北圣达菲公司）所认列的折旧费用，就像所有其他的铁路运营商一样，明显低于足以保持铁路一流规格所需的水平。

伯克希尔的目标是显著提高非保险业务的利润。为实现这一点，我们将需要进行一次或多次大规模的收购。我们当然有资源这样做。截至去年底伯克希尔持有1160亿美元的现金和美国短期国债（其平均到期日为88天），高于截至2016年底的864亿美元。这种非凡的流动性只有微薄收益，远超出查理和我希望伯克希尔所拥有的水平。如果我们能将伯克希尔的过多资金部署到更具增长性的资产中，我们将笑得更开心。

投资

下面我们列出了截至去年底市值最高的15大普通股投资。我们排除了卡夫亨氏的持股——325,442,152股，因为伯克希尔只是控股集团的一部分，因此必须以“权益法”考量这一投资。在卡夫亨氏的资产负债表上，伯克希尔所持卡夫亨氏股份的GAAP价值为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。



* 不包括伯克希尔子公司的养老基金所持有的股份。

\*\* 这是我们的实际购买价格，也是我们的计税基础，GAAP“成本”在少数几种情况下将有所差异，原因是GAAP规则下所要求的减记。

表格中的某些股票，要么由托德-寇姆斯（Todd Combs）负责，要么由泰德-韦施勒（Ted Weschler）负责，他们与我一同管理伯克希尔的投资。二人都独立于我，每人管理的资金均超过120亿美元。我通常是在查看每月投资组合总结时才知道他们作出的决定。在二人管理的250亿美元资金当中，包括伯克希尔某些附属公司超过80亿美元的养老金信托资产。如前文所述，养老金投资并不包括在前面的伯克希尔控股公司的财务报表中。

查理和我认为伯克希尔持有的可交易普通股是一种商业利益，而不是根据其“图表”的形态、分析师的“目标”价或媒体专家的意见而进行买卖的股票代码。相反，我们简单地认为，如果投资对象的业务成功（我们相信大多数投资对象都会成功），我们的投资就也会成功。有时候我们的投资回报微薄，偶尔我们的投入会获得巨大回报，有时候我会犯一些代价昂贵的错误。从整体而言，长期来看，我们会收获体面的结果。在美国，股市投资者都是顺心如意的。

从我们的股票投资组合—我们持有的股票可谓是多元化上市企业集团中的“少数股权”—来看，伯克希尔2017年获得了37亿美元分红。这一数字已计入我们的GAAP数据，并记录在我们的季度与年度报告中的“运营盈利”项目中。

不过分红数字远远低估了源于我们所持有股票的“真正”盈利。数十年来，我们在自己的“股东相关的企业原则（Owner-Related Business Principles）”第六条（第19页）中已阐明：我们希望我们投资对象的未分配盈利至少能通过随后资本收益的方式向我们提供等价物。

我们对资本收益（或亏损）的确认将是粗略的，尤其是在我们遵守新的GAAP规则，要求我们不断在盈利中计入未实现收益或者损失时。不过我确信，我们的投资对象—将所有投资对象视为一个集团的话，他们的留存盈利将随着时间推移，转化为伯克希尔的等量资本收益。

我刚刚描述的这种价值增长与留存盈利的关联，在短期内是不可能察觉得到的。股票大涨令人兴奋，似乎脱离了年复一年的潜在价值增长。但从长期来看，本-格雷厄姆（Ben Graham）脍炙人口的格言确是真话：“短期内市场是个投票机，但在长期内它就变成了一台称重机。”

伯克希尔公司本身就极好地说明了短期的价格随机波动，可能掩盖长期的价值增长。在过去的53年当中，伯克希尔通过将盈利进行再投资并让其产生复利的方式创造了奇迹。年复一年，我们砥砺前行。但是，伯克希尔股票仍然经历了4次重挫，以下就是惨案的细节：



这个表格为我反对借钱炒股提供了最有力的论据。因为完全无法预测短期内股票会跌到什么程度。即使你借的钱很少，你的仓位也没有受到市场下挫的直接威胁，但你的头脑也许会受到恐怖的媒体头条与令人窒息评论的影响，从而惊慌失措。一旦心无静气，你就很难作出好的决定。

在接下来的53年里，我们的股票（以及其他公司股票）还将经历表格中出现的类似暴跌。不过没有人能告诉你这会在什么时候发生。就像红绿灯有时会直接从绿灯变为红灯而不会出现黄灯过渡。

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。现在是时候听一下Kipling的If这首歌了：

“如果所有人都失去理智，你仍能保持头脑清醒；

如果你能等待，不要因此厌烦，

如果你是个爱思考的人—光想会达不到目标；

如果所有人都怀疑你，你仍能坚信自己，让所有的怀疑动摇；

你就可以拥有一个世界，这个世界的一切都是你的。”

“打赌”已结束，并且给我们上了一堂很有价值的投资课程

去年，十年赌注进行到90%。在去年年度报告的第24 - 26页我已对2007年12月19日开始的赌博进行了详细介绍。现在，赌博已结束。我有了最后的结论，某些方面，这让我大开眼界。

我之所以下注有两个原因：（1）将我的318,250美元支出实现较大数额回报 - 如果事情按我的预期发展 - 将在2018年初分给奥马哈的Girls公司； （2）宣传我的信念，即我的选择 – 近乎无手续费的标准普尔500指数基金进行投资 - 随着时间的推移，将会取得比大多数投资专业人士更好的回报。

这个问题是非常重要的。美国投资者每年向投资经理支付数目惊人的金钱，还往往会招致很多后续费用。总的来说，这些投资者是否能使他们的资金获得价值？投资者是否真正能从支出获得任何回报？

作为我的投资对赌对手，Protégé Partners选择了五只“基金中的基金”，并预计它将超过标准普尔500指数。这不是特例。这五只基金中的基金涵盖了超过200个对冲基金。

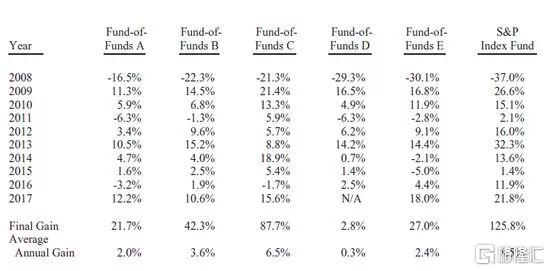
从本质上讲，Protégé作为一家对华尔街十分熟悉的咨询公司，它选择了五位投资专家，后者又聘请了数百名投资专家，每位投资专家管理着他或她自己的对冲基金。这个组合是一个精英团队，充满了才智，激情和自信。

五个基金中的基金的管理人员还拥有另一个优势：他们可以 - 也确实可以 - 在十年内重组他们的对冲基金投资组合，投资新的“明星基金”，同时退出那些表现欠佳的对冲基金。

Protégé的每一位经理都获得很多激励：基金的基金经理和对冲基金经理，都可以获得很大的收益，即使这些是因为市场总体向上而获得的收益。（自从我们掌控伯克希尔以来的43年里，标普500指数的上涨年份远超下跌年份。）

应该强调的是，这些业绩激励是一个巨大而美味的蛋糕：即使这些基金在这十年中造成了投资者资金损失，他们的管理人员却仍然会变得非常富有。因为这些基金每年要向投资者收取大约占2.5%的固定手续费，其中一部分费用给了基金中的基金的五个经理，剩下的给了对冲基金那200多位经理。

以下就是这场赌博的最终结果：



注：根据我与Protégé Partners的协议，这些基金中的基金的名字是不能向公众披露的。我从Protégé处获得了这些基金的年度审计。基金A、B与C的2016年数据被小幅修正。而基金D在2017年被清算，它的年度增长率是根据九年运营时间计算得出。

这五只基金中的基金开端良好，在2008年都跑赢了指数基金，然后房子就塌了。在随后的九年里，这五只基金做为一个整体，每年都落后于指数基金。

我要强调的是，在这十年期间，市场行为并没有任何异常之处。

如果在2007年底对投资“专家们”进行调查，问他们普通股的长期回报率是多少，他们的答案很可能接近8.5%，即标准普尔500指数的实际表现。在当时的环境下，赚钱应该是很容易的。事实上，华尔街的专家赚取了巨大的利润。虽然这个群体赚钱了，但投资他们的人经历了一个“失落的十年”。

业绩有好有坏，但手续费永远不变。

这次打赌让我们得到另一个重要的教训。虽然市场通常是理性的，但偶尔也会变得疯狂。抓住市场机会并不需要大智慧，不需要经济学学位或熟悉华尔街的术语，比如alpha与beta。投资者真正需要的是不要理睬大众的恐惧与贪婪，而要把注意力集中在几个简单的基本面上。愿意被其它人在很长时间里认为没有想像力，甚至愚蠢也是必要的。

最初，Protégé和我均购买了面值50万美元的零息国债，因为打了6.4拆，相当于我们每个人只花了318250美元，十年来这些国债便会按50万美元兑现。

这些国债没利息，但当时是打折卖的，如果持有到期，相当于年回报率为4.56%。Protégé和我当时没有考虑太多，只是想在2017年底到期后，将这100万美元交给获胜的慈善机构。

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——现在仍需要大约五年时间才能到期–——按照票面价值的95.7%销售。以这个价格，他们的年度到期收益率不到1%。或者，确切地说，是0.88%。

考虑到可怜的回报，尤其是与美国股票相比，我们的债券已变成了一种愚蠢 - 真正愚蠢的投资。随着时间的推移，反映美国企业走向的标准普尔500指数，按照市场价值进行适当加权，每股收益（净值）的年收益率远超过10%。

2012年11月，我们考虑到标准普尔500股息的现金回报率为每年2.5%，约为美国国债收益率的三倍。而且这些股息几乎肯定会增长。除此之外，很多标普500公司都保留了巨额资金。这些企业可利用其留存的现金扩大业务范围，或回购其股份。随着时间推移，任何一种方式都会大幅提高每股收益。而且，从1776年以后的情况来看 ，不管现在的问题如何，美国经济都会向前发展。

2012年晚些时候由于债券和股票之间的估值错配，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11200股伯克希尔“B”股。结果就是奥马哈的Girls公司上个月收到了222万2279美元，而不是它最初希望获得的100万美元。

值得强调的是，伯克希尔自2012年以来并没有表现十分出色。但这并不需要十分出色：毕竟，伯克希尔的获利只需要打败收益仅为0.88%的债券，几乎可以不算是一个巨大的成就。

卖掉国债买进伯克希尔股票的唯一的风险是股市在2017年底之前可能会出现大跌。不过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：伯克希尔在2012年末的价格比较合理及伯克希尔在5年内几乎肯定会发生大规模资产积累，这些投资在下赌注前已经确定。即便如此，为了消除转换带来的所有风险，如果在2017年底销售11200股伯克希尔股票没有产生至少100万美元，我同意弥补任何损失。

投资是一种放弃今天消费并试图在未来可消费更多的活动。“风险”是这一目标可能无法实现。

按照这个标准，2012年的“无风险”长期债券是一项长期投资风险远高于普通股的的投资。那时，即使2012年至2017年的年通货膨胀率为1%，也会降低Protégé和我所卖出的政府债券的购买力。

我想我很快会承认，在未来一天、一周甚至一年中，股票的风险都会比短期美国债券风险更大。然而，随着投资者的投资期限延长，假设股票以相对市场利率更合理的市盈率购买，美国股票的多元化投资组合的风险程度会逐渐低于债券。

对于长期投资者来说，包括养老基金，大学受捐赠基金和储蓄基金等，比较投资组合中债券与股票的比率来衡量其投资“风险程度”是一个可怕的错误观点。通常，投资组合中的高等级债券会增加风险。

我们此次赌博的最后一个教训是：坚持做出重大而“容易”的决定，并避免过度交易。在这十年里，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人无疑认真考虑了他们的决定，而且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表格，采访了管理层，阅读了贸易期刊，并与华尔街分析师进行交流。

与此同时，Protégé和我既不倾向于研究，也不依靠洞察力和才华，我们在这十年中只做了一种投资决定。我们只是简单地决定以超过100倍收益的价格出售我们的债券投资（售价为95.7/收益为0.88%），即那些“收益”在随后的五年内不可能增加的债券。

我们出售债券是为了将我们的资金转移到一种单一的证券 - 伯克希尔的股票中，这一证券拥有一个多元化的坚实业务组合。在留存收益的推动下，伯克希尔的价值年增长率不大可能低于8%，即使我们在表现平平的经济环境下也是如此。

在完成这一幼儿园式的分析之后，Protégé和我进行了上述转换并放松下来，我们相信随着时间的推移，8%肯定会击败0.88%，优势极其明显。

董事会主席沃伦-巴菲特

2018年2月24日

## 2018年巴菲特致股东的信

2018年当中，伯克希尔的通用会计准则（GAAP）盈利总计为40亿美元。具体而言，这当中包括248亿美元运营盈利，30亿美元源于无形资产受损的非现金亏损（几乎全部来自卡夫亨氏的持股），28亿美元的来自已售出投资证券的兑现资本利得，以及206亿美元的“亏损”，后者是来自我们依然持有的投资的未兑现资本利得减少。

根据新GAAP规则的要求，我们必须将这最后一项纳入我们的盈利数据。正如我在2017年财报当中所强调过的，无论是伯克希尔的副董事长芒格（Charlie Munger），还是我本人都觉得这种规则是没有道理的，相反，在我们看来，对于伯克希尔而言，这种要求逐日盯市的改变只能造成我所谓的“我们盈利的狂野而变化无常的震荡”。

事实上，我们2018年每个季度的财报可以说都在证明我这种预言的准确性。比如，在第一和第四季度当中，我们分别报告了11亿美元和254亿美元的GAAP“亏损”。第二和第三季度，我们又分别报告了120亿美元和185亿美元的“利润”。然而在现实层面，伯克希尔旗下的诸多企业 “全部”四个季度当中，其实都交付出了具有持续性的，令人满意的运营盈利。就这一年全年而言，这种盈利在2016年的176亿美元高点上又前进了41%。

我们每个季度的GAAP盈利的狂野波动必然还将继续下去。这是因为我们投资组合的规模庞大——截至2018年底，价值近1730亿美元，一天之内就缩水或者膨胀20亿美元乃至更多，完全是家常便饭，但是新规则却要求我们将这种变化当即落实到我们的盈利数字当中。事实就是，在去年第四季度那段股价波动极端剧烈的时期，我们至少有七天的“利润”或者“亏损”都超过了40亿美元。

如果各位股东要问我们能够提供什么建议，回答是，大家最好专注于运营盈利，不要去在意任何其他一种利得或者亏损。我要说的是，大家对伯克希尔的投资的重要性不会因为量度的变化而有实质性的改变。长期而言，查理和我预计这些投资都将贡献出持续的利得——尽管在不同的时间节点，它们看上去可能会很怪异。

长期关注我们年报的人们可能已经发现，这一封股东信的开篇和许多往年都有所不同。在长达近三十年的时间当中，我们在最初的段落里都是主要谈论伯克希尔每股账面价值的变化。可是现在，我们是时候改弦更张了。

事实就是，伯克希尔账面价值的年度变化——在第二页会和大家做一个告别——作为一个指标而言，已经不再像过去那样至关重要了。这是环境的变化使然。首先，伯克希尔已经逐渐蜕变，从一家全部资产主要集中于可销售股票当中的公司变化为一家主要价值来自于运营业务的公司。查理和我估计，这种公司的重塑将以一种不规则的方式继续下去。其次，当下的会计准则尽管要求我们将持有的股票逐日盯紧市场来定价，但是对我们的运营企业，却要求其以远低于当前价值的账面价值来入账，这种错误的影响近年以来变得日益严重。第三，从长期角度看来，伯克希尔很可能会成为一个自身股票的重量级回购者，当股票价格高于账面价值而又低于我们估计的内在价值时，回购就会发生。这种回购背后的计算逻辑非常简单——每一笔交易都会使得每股内在价值提高，同时使得每股账面价值降低。两者交相作用，就会使得记录在案的账面价值日益远离我们的经济现实。

在伯克希尔未来的财务业绩报告当中，我们预计会专注于其市场价格。市场完全可能是极端反复无常的——看看我们第二页列出的54年历史记录，大家就会有一个最直观的印象。不过，若是着眼于长期，伯克希尔的股价确实是我们业务表现的最佳指标。

在继续下面的内容之前，我首先要报告给大家一些好消息，“实实在在”的好消息，是我们的财务报告无法体现的。具体来说就是和我们2018年初的管理层调整有关，贾因（Ajit Jain）被授权负责我们所有的保险业务，而艾贝尔（Greg Abel）则负责整体运营。其实，这样的任命早就该下达了。伯克希尔现在的管理情况要比我独自一人总揽全局时好了很多。这两位都是罕见的天才，而且血液中深深烙印着伯克希尔的DNA。

下面我们就来看看各位的收获。

放眼森林——忘记独木

实话实说，那些汲汲于评估伯克希尔的价值的投资者经常会忽略掉我们为数众多且各不相同的多种业务，即我们的经济“森林”。诚然，我们旗下的这些企业令人目不暇接，要予以明确分析着实是一件令人头痛的差事。这些树木当中也有一些罹患疾病，可能未来十年都难见开花结果，但是许多其他植株，却肯定会长成参天大树，呈现出超乎大家意料的壮美。

幸运的是，对于想要粗略估计伯克希尔内在企业价值的诸君而言，大家不必对每一棵树木都了如指掌。这是因为我们的森林包括了五个主要的“树丛”，每一个都能够有一个大致准确的整体评估。这五个树丛当中有四个，从业务和金融资产的角度看来都和其他的差别明显，这是大家都很容易理解的，而第五个，即我们庞大而复杂的保险业务，则以一种不那么显而易见的方式为整个伯克希尔奉献着巨大的价值，在后文当中，我还将继续为大家做出更详尽的解释。

在我们更近距离地观察这前四个树丛之前，首先要提醒大家，我们的首要目标就是要有效配置我们的资本——购买管理巧妙的企业，后者必须是在部分或者整体的层面，具备良好和可持久的经济特质。当然，这种收购的价格也必须是合情合理的。

有些时候，我们能够通过收购获得符合我们标准的企业的控制权。可是，在更多的其他时候，我们会在许多上市公司身上发现我们寻求的特质，而我们一般会收购其5%到10%的股份。我们这种双管齐下的超大规模资本配置操作在美国企业界也是很罕见的，这有些时候也会让我们获得重要的优势。

近年以来，我们越来越清楚地认识到自己该采用怎样一种合理的方式——许多上市公司的总市值决定了我们要整体收购他们，在资金上根本是不可能的。这种差异之下，我们去年购入了大约430亿美元的可销售股票，同时只卖掉了190亿美元。查理和我相信，我们所投资的企业具有非凡的价值，远远超过那些可以整体收购的选项。

尽管我们近期加大力度购入了诸多可销售股票，伯克希尔森林当中最有价值的树丛依然是我们所控制的（往往都是100%控股，至少也不少于80%）的几十上百家非保险企业。这些子公司去年为我们赚取了168亿美元的盈利。值得一提的是，这里所谓的“赚取”，还是指扣除了“所有”税项、利息、管理层薪酬（无论股票或者现金）、重组支出、折旧、摊销和行政费用之后的净数字。

比如，企业界有些时候会认为，自己公司基于股票的薪酬不该被计为支出。（可是那又该怎么落账，难道算成股东给他们的礼物？）重组支出？也许那只是去年特定的项目，不会重复出现——可事实上，重组对企业而言是家常便饭，就伯克希尔自己，这一路走来就不知道有几十次了，而每一次归根结底都要靠我们的股东来埋单。

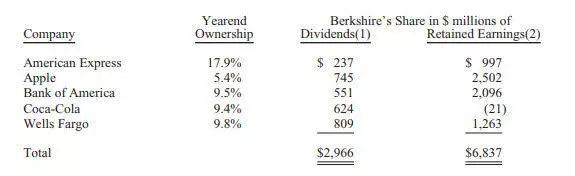
林肯（Abraham Lincoln）曾经有一个著名的质问：“如果你把狗尾巴也算作是一条腿，那么一只狗到底有几条腿？”接下来，他自问自答：“四条，因为就算你说尾巴是腿，也不会使它真正变成腿。”看来，如果林肯要混华尔街，日子肯定好过不了。

查理和我一直都主张，我们收购相关的14亿美元摊销支出（详情参见K-84）其实并不该视为真正的经济成本。只不过，在我们估算自营企业和可销售股票的价值时，还是不能不将这些摊销“成本”列入到GAAP盈利当中。

与此形成鲜明对比的是，伯克希尔的84亿美元折旧支出则是低估了真正的经济成本。事实上，我们许多旗下业务要保持竞争力，需要投入的真实年度开支总额是要超过这个数字的。除了这些“维护”资本支出之外，我们还必须大力投入，寻求成长。整体而言，伯克希尔去年在厂房、设备和其他固定资产方面的投资达到了创纪录的145亿美元，其中89%是在美国本土进行。

伯克希尔以价值论排名第二的树丛，是我们所收集的股票，一般都是购入许多大型公司5%到10%的股权。如前文所说，我们的股票投资总价值到去年年底已经接近1730亿美元，远远超过了最初的投入。如果这整个投资组合以去年年底的价格售出，我们单单联邦所得税就要缴纳大约147亿美元。不必说，在正常情况之下，我们都会将这些股票坚持持有很长的时间。只是，我们最终售出时，总归要引发税负，差别只在当时的税率是多少。

去年，我们的投资为我们奉献了38亿美元的股息，这一收入的总额2019年预计还会增加。只不过，和股息相比，其实这些公司各自保留的年度盈余要重要得多。要知道这个指标的情况，看看我们五个最大投资对象的情况就可以有个初步了解。



（从左到右依次为：企业、截至年底控股权、伯克希尔在每100万美元股息和保留盈利当中所占份额。从上到下依次为：美国运通、苹果、美国银行、可口可乐、富国银行、总计。）

(1) 基于当前年率.

(2) 基于2018年盈利扣除普通股和优先股股息的数字

我们当前所报告的盈利必须基于GAAP原则，后者不允许我们将投资对象的保留盈利计入我们的财务数据。可是，这些盈利对于我们却有着巨大的价值——长期而言，作为一个整体，我们投资对象所保留的盈利最终将为伯克希尔创造出极为可观的资本利得，今天他们再投资的一美元，未来带给我们的将远超过一美元。

从经济视角看来，我们的所有主要持股都可圈可点，这些企业都在使用自己保留的一部分盈利回购自家的股票。我们非常乐于看到这一幕：如果查理和我觉得投资对象股票的价格被低估了，而管理层又决定动用一部分保留盈利来提升伯克希尔持股相应的所有权百分比时，我们会开心地庆祝起来的。

下面是从上表中举出的一个例子：伯克希尔对美国运通的持股量在过去八年时间里一直都保持不变。与此同时，由于该公司回购了股票，因此我们的持股比例从12.6%上升到了17.9%。去年，在美国运通赚到的69亿美元中，伯克希尔分到了12亿美元，在我们为收购该公司股票而支付的13亿美元中占到了96%左右。当盈利增长且在外流通股票总量减少时，股票持有者——随着时间的推移——通常会有良好的表现。

伯克希尔拥有的第三类企业是我们与其他各方共享控制权的四家公司。2018年中，我们在这些企业的税后营业利润中所占份额——卡夫亨氏为26.7%、Berkadia和得州电力传输公司均为50%，Pilot Flying J为38.6%——总计约为13亿美元。

第四类则是，截至年底为止伯克希尔持有价值1120亿美元的美国国库券和其他现金等价物，另有200亿美元的杂项固定收益工具。我们认为，这些储备中有一部分是不可动的，承诺始终会持有至少200亿美元的现金等价物以防范外部灾难。我们还承诺将避免任何可能威胁到我们维持这种缓冲的活动。

伯克希尔永远都将保持一个金融堡垒的身份。在管理方面，我会犯代价高昂的委任错误，也会错失许多机会，其中一些机会对我来说原本该是显而易见的。有些时候，随着投资者逃离股市，我们的股价会大幅下挫。但我永远都不会冒现金短缺的风险。

在接下来的几年里，我们希望将很大一部分的过剩流动性转移到伯克希尔将会永久保有的业务中去。然而，就此而言其近期前景并不好：那些拥有良好长期前景的企业的价格高得离谱。

这种令人失望的现实情况意味着，我们很可能会在2019年中再次扩大对有价证券的持有量。尽管如此，我们仍旧希望能够达成一项“大象”级别的并购交易。尽管我们两人都已是88岁和95岁高龄——我是两人当中比较年轻的那个——但这种前景仍旧会让我和查理心跳加快。（刚写到进行一笔巨额并购交易的可能性，我的脉搏就飙升了。）

我的预期是未来将会购买更多的股票，但这并不是市场决定的结果。查理和我对股市下周或明年的走势毫无概念，这种预测从来都不是我们会从事的活动。相反，我们的想法是专注于计算一家有吸引力的企业的一部分股票是否会比其市场价格更值钱。

我认为，计算伯克希尔的内在价值的大致方式是，将我们四个丰裕的”树丛”的价值加到一起，然后减去出售有价证券所应缴纳的税款的适当金额。

你们可能会问，如果我们出售特定的全资企业，那么伯克希尔将需承担的主要税收成本是否也不该得到税收抵免。忘记那种想法吧：如果我们卖掉任何一家优秀的公司，那都是很是愚蠢的，即使卖出这些公司并不需要缴税。真正的好企业是特别难找的，出售任何你足够幸运才得以拥有的东西是讲不通的。

在计算伯克希尔非保险业务的收益时，所有债务的利息成本都已被扣除。另外，我们对前四个”树丛”的大部分所有权都是由伯克希尔的第五个”树丛”——一批优秀的保险公司——来提供资金的。我们将这些资金称为“浮存金”，并期望随着时间的推移，这种资金将是无成本的——或是可能比这更好。我们将在这封信的稍后部分解释浮存金的特点。

最后，很关键而且长久以来都很重要的一点是：通过将五个”树丛”合并成一个整体的方式，伯克希尔的价值被最大化了。这种安排使我们能够无缝地、客观地分配大量资本，消除企业风险，避免孤立，以极低的成本为资产提供资金，偶尔利用一下税收效率，并将管理费用降至最低水平。

在伯克希尔，整体要大于——是远远大于——各个部分的简单相加。

回购和报告

此前我曾提到，伯克希尔将不时回购自己的股票。假设我们以低于伯克希尔内在价值的价格购买股票——我们的意图当然是这样的——那么回购对那些离开公司的股东和留下来的股东都将是有利的。

诚然，回购的好处对于那些将要离开的人来说是微乎其微的。这是因为，我们谨慎的回购活动将在最大限度上降低对伯克希尔股价的任何影响。但对卖家来说，在市场上多出一个买家是有一些好处的。

对于继续留下来的股东来说，好处是显而易见的：比如说，如果市场将离开的合伙人的权益定价为每美元90美分，那么对继续留下来的股东来说，每股内在价值就会随着公司的每一次回购而增长。显然，回购应该是具有价格敏感性的：盲目购买定价过高的股票对价值具有破坏性，很多做推广的或是永远乐观的首席执行官都漏掉了这个事实。

当一家公司称其打算回购股票时，至关重要的一点是要向所有股东合伙人提供其所需要的信息，以便他们对价值做出明智的估测，而提供这些信息是查理和我在这份报告中试图要做的事情。我们不希望合作伙伴向公司卖回股票，只是因为他/她受到了误导，或是没能获得充足的信息。

但是，有些卖家可能不同意我们的价值计算，另一些人则可能已经找到了他们认为比伯克希尔股票更具吸引力的投资。在第二批人中，有些人将是正确的：毫无疑问，有许多股票都将带来比我们的股票更大的收益。

另外，某些股东会简单地判定，现在已经到了他们或其家人该要成为净消费者、而不是继续积累资本的时候。查理和我现在没有兴趣加入那个群体，或许要到我们年老的时候，才会成为大手大脚的人吧。

54年以来，我们在伯克希尔作出的管理决策一直都是从留下来的股东、而不是那些离开的股东的角度出发的。因此，查理和我从来都不会把关注的重点放在本季度的业绩上。

事实上，伯克希尔可能是《财富》杂志500强中唯一不编制月度盈利报告或资产负债表的公司。当然，我经常都会查看多数子公司的月度财务报告。但对于伯克希尔的总体收益和财务状况，查理和我只会通过季度报告来加以了解。

此外，伯克希尔不会针对整个公司制定预算（但许多子公司都发现制定预算是有用的）。我们缺少这样的工具，这就意味着母公司从来都没有一个季度“数字”需要去实现。避免制定这种令人恐惧的目标向我们的许多经理人传递了一个重要的信息，加强了我们所珍视的文化。

多年以来，查理和我已经看到了各式各样的不良企业行为——有会计方面的，也有运营方面的——都是由于管理层希望达到华尔街预期而引发的。为了不让“华尔街”失望，有些公司最初原本只是想要“无害”地弄虚作假——比如说，在季度末时超载交易，对保险损失的成本视而不见，或是掏空“饼干罐”储备等——但这可能会成为全面欺诈的第一步。首席执行官的意图可能是“仅此一次”给数据注水，但最终的结果少有与其最初意图相符的。如果说高层小小作弊是无伤大雅的，那么下属就很容易将类似的行为合理化。

在伯克希尔，我们的受众既不是分析师，也不是评论人士：查理和我是效命于我们的股东合作伙伴的。我们从下属那里获得的数据，就是我们发给你们的数据。

非保险业务——从棒棒糖到机车

现在让我们进一步看看伯克希尔最有价值的”树丛”——也就是公司旗下的一系列非保险业务——需要指出的是，我们不希望不必要地向竞争对手提供可能对其有用的信息。有关单项业务的附加详细信息，可在K-5~K-22和K-40~K-51页找到。

整体而言，2018年里这些业务的税前利润为208亿美元，与2017年相比增长24%。对于这些业务的收益，我们在2018年中进行的并购交易仅贡献了微不足道的金额。

在这次讨论中，我将一直使用税前数字。但在2018年里，我们从这些业务中获得的税后利润要高得多——具体说是高了47%——这在很大程度上要归功于该年年初生效的企业税率下调政策。让我们来看看，为什么会有如此之大的影响。

让我们从一个经济现实开始谈起：不管你喜欢与否，美国政府在伯克希尔的盈利中“拥有”一部分权益，其规模由国会决定。实际上，美国财政部持有我们公司的一种特殊类别的“股票”——不妨将其称之为“AA股”——这种股票使其能从伯克希尔获得大量的“股息”（也就是税款）。跟之前的许多年里一样，2017年中的公司税率也是35%，这意味着财政部持有的“AA股”表现很好。事实上，当我们在1965年接手公司时，财政部没有支付任何费用就拿到了我们的“股票”，而现在则已演变成一种每年能为联邦政府带来数十亿美元收入的持股。

但在去年，当公司税率被下调至21%时，政府持有的“股票”中有40%（具体来说是14/35）被无偿退还给了伯克希尔。因此，我们的A类股和B类股股东的收益就获得了很大提升。

此事大大提高了你我拥有的伯克希尔股票的内在价值。此外，这项政策还提高了伯克希尔所持几乎所有股票的内在价值。

以上所述都已经成为头条新闻了，但我们还有其他的因素需要考虑，这些因素削弱了我们的收益。举例来说，我们的大型公用事业公司所获得的税收利益被转移给了客户。与此同时，我们从国内企业获得的大量股息所适用的税率变化不大，仍未13%左右。（这种较低的税率长期以来都是合乎逻辑的，因为被投资者已经为其支付给我们的收益缴纳了税款。）但整体来说，新的税法已令我们的业务以及我们拥有的股票变得更有价值。

这就意味着，我们应该回到非保险业务的表现上来。在这片“树丛”中，两棵高耸入云的“红杉”分别是伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司（BNSF）和伯克希尔哈撒韦能源公司（Berkshire Hathaway Energy，我们拥有这家公司90.9%的股份)。去年，这两家公司的税前盈利总和为93亿美元，与2017年相比增长6%。你们可在K-5~K-10和K-40-K~45页上阅读有关这些业务的更多信息。

按照盈利排名（但下文中是按字母顺序排列的），接下来的五家非保险子公司Clayton Home、International MetalWorking、Lubrizol、Marmon和Precision Castpart在2018年里的税前盈利总和为64亿美元，高于2017年的55亿美元。

再下来的五家子公司（Forest River、Johns Manville、MiTek、Shaw和TTI，同样是按字母顺序排列的）去年的税前盈利总和为24亿美元，高于2017年的21亿美元。

伯克希尔拥有的其余非保险业务——此类业务有很多——-2018年的税前盈利总和为36亿美元，相比之下2017年为33亿美元。

保险，“浮存“和伯克希尔的资金

1967年以来，财产/意外险（P / C）业务 – 第五大收益来源 – 一直是伯克希尔业绩增长的引擎。1967年，伯克希尔以860万美元收购了国民保险公司（National Indemnity）及其姊妹公司国民火灾及海事保险公司（National Fire＆Marine）。如今，以净资产衡量，国民保险公司是世界上最大的财产/意外险公司。

我们被P / C业务吸引的原因之一是该行业的商业模式：P / C保险公司先收取保费后赔付。在极端情况下，一些理赔（如接触石棉，或严重的工作场所事故）的赔付可能持续数十年。

这种“先收取保费，后赔付”的模式让P / C公司持有大笔资金 - 我们称之为“浮存金” - 最终会赔付给其他人。与此同时，保险公司会将这笔浮存金拿去投资获利。虽然个人的保单和理赔来来去去，但保险公司持有的保费收入相关的浮存金一般较为稳定。因此，随着保险业务的增长，浮存金也随之增长。下表所示为浮存金的具体增长情况：



* 包括人寿、年金和健康保险业务获得的浮存金。

我们偶尔也会遇到浮存金回落。如果浮存出现下滑，下滑幅度将是非常缓慢的 - 单一年度最多不超过3%。我们的保险合同的性质决定了我们拥有的现金资源肯定可以满足短期或即时的偿付需求。这种结构是精心设计的，是我们保险公司无与伦比的财力的关键组成部分。这方面能力的绝不会妥协。

如果保费超过我们的支出和最终损失，我们的保险业务会获得承保利润，进一步增加浮存的投资收益。获得承保利润时，我们喜欢使用这些自由资金 ，更棒的是，这笔资金可以让我们获得额外收益。

不幸的是，所有保险公司都希望实现这一圆满结果，进而导致竞争激烈，以至于整个P / C行业处于严重的承保亏损状态。实际上，这种损失是整个行业为持有浮存而付出的代价。尽管所有公司都能享有浮存收益，与美国的其他行业相比，持续的竞争几乎铁定让保险行业继续面临有形净资产收益低于正常水平的惨淡记录。

不过，我看好伯克希尔的前景。伯克希尔拥有无与伦比的财力，这使得我们在投资浮存方面相比其他P / C公司更具灵活性。我们拥有许多选择始终是一个优势，这些选择时不时会带来重大机遇。当其他保险公司受困，我们的选择就多了。

此外，伯克希尔的P / C业务拥有良好的承保记录。过去的16年里，其中15年伯克希尔都获得了承保利润，唯一例外的是2017年，这一年我们的税前亏损达32亿美元。在16年的时间里，我们的税前收益总计270亿美元，其中去年（2018年）的收益达20亿美元。

数据记录并非偶然:严格的风险评估是我们的保险经理每天的工作重点，他们深知浮存资金可以抵消不良承保业绩。所有保险公司都是给口头消息。而在伯克希尔哈撒韦公司,则是一种宗教类似的严谨风格。

在大多数情况下,企业的资金来自两个来源——债券和股票。在伯克希尔哈撒韦公司,我们有两个额外的关键值得谈论，但让我们先谈谈传统的组成部分。

我们对债务非常谨慎。应该注意到的是，很多经理可能不同意这一观点，认为大量的债务会使股东的回报更加丰厚。而在大多数情况下，这些善于冒险的首席执行官将被证明在多数情况下是正确的。

然而，在罕见且不可预测的时间间隔内，信贷消失，债务将在财务上变得致命。类似于俄罗斯轮盘赌等激进策略对于那些想从一家公司的上涨中分得一杯羹，但不受其下跌拖累的人来说，可能具有财务意义。但这种策略对伯克希尔来说是疯狂的。理性的人不会拿他们拥有和需要的东西去冒险，去换取他们没有和不需要的东西。

你们在我们的综合资产负债表上看到的大部分债务——见K65页——存在于我们的铁路和能源子公司，都是重资产型的公司。在经济衰退期间，这些企业产生的现金流仍然充裕。他们使用的债务既适用于他们的业务，也不受伯克希尔的担保。

我们的股本水平则是另一回事:伯克希尔哈撒韦公司持有的3,490亿美元在美国企业界来说是无与伦比的。通过将所有收益长期保留，并允许复利发挥其作用，积累的资金使我们能够购买和发展前面描述的宝贵的各项业务。如果我们还遵循100%的支付政策，我们仍将只有1965财年开始使用的2200万美元。

除了使用债务和股本,伯克希尔哈撒韦公司主要受益于两种不太常见的企业融资来源。占比较大的是我所描述的浮存资金。到目前为止，这些资金，尽管它们在我们的资产负债表上被记录为巨大的净负债，但他们产生的功效已经超过了同等数量的资金数额所起的作用。这是因为它们通常伴随着承销收益。实际上, 多年来，我们一直因为持有和使用所谓的他人的资金而得到报酬。

就如我之前做过的，我要强调的是，这一令人高兴的结果远非确定无疑:在评估保险风险方面的错误可能是巨大的，可能需要多年之后才能浮出水面。一场将使卡特里娜飓风和迈克尔飓风相形见绌的大灾可能在明天发生，也可能在十年之后发生。“大地震”可能是说传统意义上的灾难，如飓风或地震，或者，它可能完全出乎意料，比如，网络攻击造成的灾难性后果超出了保险公司目前的预期。当这样的大灾难发生时，我们将分担损失，而且损失将是巨大的——非常大的。然而，与许多其它保险公司不同的是，我们将在第二天寻求增加业务。

另一个资金来源——伯克希尔哈撒韦公司拥有一个不同寻常的优势——递延所得税。这些都是负债,我们最终将支付但无需支付利息。

像我刚才说的,大约505亿美元中的147亿美元的的递延税收来自股票的未实现收益。这些负债在我们的财务报表中按当前21%的公司税税率计算，但将按我们投资出售时的现行税率支付。从现在到那时，我们实际上拥有了一笔无息“贷款”，这让我们能够有更多的资金为股票投资。

此外，由于我们在计算我们必须缴纳的税款时加速折旧了厂房和设备等资产，因此我们还需要缴纳283亿美元的递延所得税。我们所记录的前期税收节省，将在未来几年逐渐好转。然而，我们还经常购买额外的资产。只要现行税法持续生效，这一资金来源就应呈上升趋势。

随着时间的推移，伯克希尔的资金（资产负债表的右侧一栏）应该会增长，这主要是通过我们所保留的收益来实现的。我们需要通过增加有吸引力的资产，把留存下来的钱很好地用在资产负债表的左侧一栏。

GEICO和托尼-奈斯利（Tony Nicely）

这个标题说明了一切：公司的发展和奈斯利是密不可分的。

1961年，18岁的托尼加入了GEICO。我在70年代中期见过他。当时，GEICO在经历了40年的快速增长和出色的承销业绩后，突然发现自己濒临破产。该公司最近上任的管理层严重低估了GEICO的损失成本，因此低估了其产品的价格。GEICO账簿上那些产生亏损的保单（数量不少于230万份）还有好几个月的时间才能到期，然后才能被重新定价。与此同时，该公司的净值正迅速趋零。

1976年，杰克-伯恩(Jack Byrne)被任命为首席执行官来拯救GEICO。他上任后不久，我就见到了他。我认为他是这个职位的最佳人选，并开始积极买进GEICO的股票。在几个月内,伯克希尔公司购买了该公司约三分之一的股份,后来在没有增加一分钱投资的情况下，这些资产扩大到了该公司股票份额的二分之一。这种惊人的增长之所以发生，是因为GEICO在恢复健康后，一直在回购股票。总的来说，伯克希尔花了只4700万美元就买下了GEICO二分之一的资产，相当于你今天在纽约买一套豪华公寓的价格。

现在让我们回到17年前的1993年，托尼-奈斯利被提升为GEICO的首席执行官(CEO)。那时，GEICO的声誉和盈利能力得到了恢复，但增长却没有恢复。事实上，到1992年底，该公司的汽车保单只有190万份，远低于危机前的最高水平。在美国汽车保险公司的销售量中，GEICO排名第七。

1995年末，在托尼重新给GEICO注入活力之后，伯克希尔提出以23亿美元收购GEICO剩余50%的股份，这大约是我们收购该公司前一半资产价格的50倍(而且人们总说我不会在高位购买资产)。我们的收购获得了成功，这为伯克希尔带来了一家出色且还有发展潜力的公司，以及一位同样出色的CEO，他让GEICO的发展超越了我的期望。

GEICO现在是美国第二大汽车保险公司，销售额比1995年增长了1200%。自收购以来，该公司的承销利润总计为155亿美元(税前)，可供投资的流通股市值已从25亿美元增至221亿美元。

据我估计，托尼对GEICO的管理使伯克希尔的内在价值增加了500多亿美元。最重要的是，他是一个管理者的榜样，他帮助他的4万名员工发现并发展了自己一直没有意识到的能力。

去年，托尼决定辞去CEO一职，6月30日，他把这个职位交给了他的长期合作伙伴比尔-罗伯茨(Bill Roberts)。我认识比尔并看着他工作了几十年，托尼再一次做出了正确的决定。托尼仍然是GEICO的董事长，他的余生都将是GEICO的得力助手。他不能撒手不管。

伯克希尔的所有股东都应该感谢托尼，尤其是我。

投资

以下所列出的是截至去年年底我们所持市值最大的前15只普通股。我们在此排除了卡夫亨氏的持股（325442152股），因为伯克希尔本身也是一家控股集团，因此必须用“股权”的方法来解释这笔投资。在伯克希尔的资产负债表上，我们所持卡夫亨氏的股份按通用会计准则计算为138亿美元，这一数字与我们在2018年卡夫亨氏大规模冲销无形资产时所占该公司的份额相比有所减少。到去年年底，我们在卡夫亨氏的持股市值为140亿美元，成本为98亿美元。



查理和我都没有把以上这些股票（总计持股市值1728亿美元）当作是精心收集的潜力股。当前这场金融闹剧将要结束，因为“华尔街”的降级、美联储可能采取的行动、可能出现的政治动向、经济学家的预测，或者其他任何可能成为当前热门话题的东西，都将终止这场闹剧。

相反，我们把这些公司看作是一个我们进行部分持股的集合，而按加权计算，这些公司运营业务所需的有形净资产净利约为20%。这些公司也不需要过度举债就能获得利润。

在任何情况下，那些规模巨大、成熟且易于理解的企业的订单回报率都引人瞩目。与很多投资者在过去十年接受的债券回报率（比如，30年期美国国债的收益率是3%或更低）相比，其回报率确实令人振奋。

有时候，对某只股票以过高的价格买入会让一家卓越的企业变成一次糟糕的投资，就算不是永久性的，至少也要痛苦很长一段时间。然而，随着时间的推移，投资业绩与企业业绩趋于一致。并且，正如我接下来要阐述的，美国的商业记录非同寻常。

美国经济的顺风车

3月11日将是我第一次投资美国企业的77周年纪念日。1942年，我11岁，我倾尽所有投资114.75美元，这是我从六岁开始积累的资金。我买的是三股城市服务公司（Cities Service）的优先股。我成了一个资本家，感觉很不错。

现在，让我们回到我购买股票之前的两个77年的时期。这让我们从1788年开始，也就是乔治-华盛顿（George Washington）就任美国第一任总统的前一年。那个时候，谁能想象得到他们的新国家会在短短三个77年的历程中取得什么样的成就？

在1942年之前的两个77年的时间里，美国从一个四百万人口（约占全世界人口的0.5%）的国家发展起来，一举成为全世界最强大的国家。但是，在1942年春，美国面临了一次危机：美国及其盟国在仅仅三个月前的战争中遭受了巨大损失。每天都传来坏消息。

尽管新闻头条让人忧心忡忡，但几乎所有美国人都坚信战争将会取得胜利。他们的乐观态度并不局限于那一次胜利。撇开天生的悲观主义不谈，美国人认为，他们的子女和后代会过上比他们好得多的生活。

当然，美国民众知道，未来的路并非一帆风顺。从来没有一帆风顺。在建国初期，我们的国家经受了一场内战的考验，这场内战导致4%的美国男性死亡，林肯总统因此公开思考“这样一个孕育于自由和奉行自由的国家能否长久存在。”在20世纪30年代，美国经历了大萧条，一段大规模失业的惩罚性时期。

尽管如此，1942年，当我买入股票的时候，国家期望战后经济增长，这一信念被证明理由充分。实际上，美国取得的成就可以说是惊人的。

让我们拿数字来说话：如果我的114.75美元投资于一个免费的标普500指数基金，并且所有股息进行再投资， 2019年1月31日我的股票价值会增长到（税前）606,811美元（这封信出版前的最新可得数据）。获利是5,288倍。同时，当时的一家免税机构（比方说，养老金基金或大学捐赠基金）的100万美元投资会增长到约53亿美元。

让我再给出一个我认为会让你大吃一惊的计算题：如果这个假想的机构每年只向各种“帮助者”支付1%的资产，如投资经理和顾问，那么其收益会减半，为26.5亿美元。当标普500指数实际实现11.8%的年回报率，在按照10.8%的回报率重新计算时，在77年的时间里就会出现这种情况。

那些因政府预算赤字而经常看空美国经济的人（正如我多年来经常做的那样）可能会注意到，在我77年职业生涯的最后阶段，我国的国债增加了大约400倍。那可是40,000％！假设你已经预见到这种增长，并对失控的赤字和无价值的货币前景感到恐慌。为了“保护”自己，你可能已经避开了股票，而是选择以114.75美元的价格购买31/4盎司的黄金。

但这个保护措施能够为你带来什么呢？假设你现在拥有的资产价值约为4,200美元，采取这种保护性的投资方式所获得的收益，还不到美国商业中最简单的非管理投资所能实现资产收益的1％。尽管黄金是一种神奇的金属，但显然在资本回报率方面它配不上美国的勇气。

我们国家以两党制的方式取得了几乎令人难以置信的繁荣。自1942年以来，我们共有七位共和党总统和七位民主党总统。在这些年里，美国在不同时期经历了长期的病毒式通货膨胀——21％都算优惠利率，几次有争议以及代价高昂的战争，总统辞职，房地产市场崩溃，金融危机和许多其他问题。每一个都是一条可怕的头条新闻；但现在这些已经都成为了历史。

圣保罗大教堂的建筑师克里斯托弗-雷恩（Christopher Wren）被埋葬在伦敦教堂内。在他的坟墓附近张贴着这些描述性的词语（翻译自拉丁语）：“如果你想寻找我的纪念碑，请环顾四周。”那些对美国经济剧本持怀疑态度的人应该留意他的这段话。

时间退回到1788年，这是我们的起点，除了一小群雄心勃勃的人和一个旨在将梦想变为现实的管理框架雏形之外，这里确实什么都没有。到今天，美联储估计我们的家庭财富为108万亿美元，几乎无法想象。

请记住，在这封信的前面，我描述的是如何留存收益是伯克希尔繁荣的关键。它一直跟美国的繁荣息息相关。在国家的会计列表中，可类比的项目应该是“储蓄”。而且我们保留住了。如果我们的祖先消耗了他们所生产的所有产品，那么就没有投资，也就没有生产力的提高，也没有生活水平的飞跃。

查理和我乐于承认，伯克希尔的大部分成功仅仅是搭上了美国经济发展顺风车的结果。对于美国企业或个人而言，吹嘘自己“单枪匹马做到了这一点”太过傲慢。特别在诺曼底的一排排简单的白色十字架提出这一说法的人，应该感到羞耻。

世界上还有许多其他国家都有光明的未来。关于这一点，我们应该感到高兴：如果所有国家都能茁壮成长，美国将更加繁荣和安全。对于伯克希尔来说，我们希望能够进行大规模的跨境投资。

然而，在接下来的77年里，我们收入的主要来源几乎肯定也是依靠搭上美国经济发展的顺风车而获得。我们很幸运，也很光荣，在我们的背后拥有这股力量。

年会

伯克希尔2019年年会将于5月4日星期六举行。如果您正考虑参加，查理和我希望你来（参见第A-2页和 A-3页的详细信息）。这里描述了我们多年来遵循的相同时间表。

如果您不能参加我们奥马哈的年会，请通过雅虎的网络直播观看。Andy Serwer和他的雅虎工作人员在报道整个会议以及采访美国和国外的许多伯克希尔经理、名人、金融专家和股东方面做得非常出色。自雅虎加入以来，全世界每年五月的第一个星期六对在奥马哈发生的事情的了解程度已经大大增加。它的报道于上午8:45开始，并提供普通话翻译。

54年来，查理和我都喜欢我们的工作。每天，我们都在做我们感兴趣的事情，与我们喜欢和信任的人合作。现在，我们新的管理结构使我们的生活更加愉快。也就是说，整个团队通过Ajit和Greg的运营，实现了业务的扩展并使投资者的现金增值，还拥有一批才华横溢的管理者和坚如磐石的文化，而这种文化无论如何都能够使公司处于一个良好的状态。

董事会主席沃伦-巴菲特

2019年2月23日

## 2019年巴菲特致股东的信

根据美国通用会计准则（GAAP），伯克希尔2019年盈利814亿美元，其中包括：运营利润为240亿美元，37亿美元的已实现资本收益，537亿美元是从我们持有股票的未实现资本收益净额的增加中获得的收益。上述收益的每一部分都是在税后基础上列出的。

这537亿美元的收益需要说一说。这是由于2018年实施的新GAAP规则，要求持有股票证券的公司在收益中包括这些证券未实现损益的净变化。正如我们在去年的信中所说的那样，无论是我管理伯克希尔的合作伙伴查理·芒格（Charlie Munger），还是我本人都不认同这一规则。

事实上，会计行业采用这一规则是其自身思想的巨大转变。在2018年之前，GAAP坚持——业务是证券交易的公司除外——股票组合中的未实现损益永远不包括在收益中，只有在被认为“非临时”的情况下才计入未实现损失。现在，伯克希尔哈撒韦必须在每个季度的利润——对许多投资者、分析师和评论员来说，这是一个关键项目——计入其所拥有的股票的每一次上下波动，无论这些波动多么反复无常。

伯克希尔的2018年和2019年财报清楚地说明了我们对新规则的争议。在股市下跌的2018年，我们的未实现净收益减少了206亿美元，因此我们报告的GAAP收益仅为40亿美元。而2019年，由于股票价格上涨，未实现净收益增加了上述的537亿美元，推动GAAP收益达到本信开头所报告的814亿美元。这些市场波动导致GAAP收益疯狂增长了1900%！

与此同时，在我们所称的现实世界中，与会计领域不同的是，伯克希尔的股票持有量在这两年中平均约为2000亿美元，我们所持有股票的内在价值在整个期间稳步大幅增长。

查理和我敦促你们专注于运营利润——2019年几乎没有变化——并忽略季度和年度投资收益或损失，不管这些收益是实现的还是未实现的。

我们的建议丝毫不会降低这些投资对伯克希尔的重要性。随着时间的推移，查理和我预计我们的持股——作为一个整体——将带来重大收益，尽管方式不可预测并且非常不规则。要了解我们为什么乐观，请进入下一个讨论。

留存收益的力量

1924年，名不见经传的经济学家兼财务顾问埃德加·劳伦斯·史密斯写了《普通股票作为长期投资》（Common Stocks as Long Term Investments）一书，这是一本薄薄的书，却改变了投资世界。的确，写这本书改变了史密斯本人，迫使他重新评估自己的投资信念。

他打算在书中指出，在通胀时期，股票的表现会好于债券，而在通缩时期，债券的回报会更高。这似乎已经足够明智了。但是史密斯让人大吃一惊。

他的书以一段自白开始：“这些研究是失败的记录——失败的事实无法支持一个先入之见的理论。”对投资者来说，幸运的是，这一失败促使史密斯更深入地思考应该如何评估股票。

关于史密斯的真知灼见，我要引用一位早期的评论家的话，他就是约翰-梅纳德-凯恩斯，“我把史密斯先生最重要的，当然也是他最新颖的观点保留到最后。通常，管理良好的工业公司不会将其全部盈利分配给股东。在好年景里，即使不是所有年景，他们也会保留一部分利润，重新投入到业务中去。因此，好的投资存在一个有利的复利因素。经过多年的时间，除了支付给股东的股息外，一家稳健的工业企业资产的实际价值会以复利形式上不断增长。”

在圣水的洒落下，史密斯的真知灼见变得浅显易懂。

很难理解为什么在史密斯的书出版之前，留存收益没有得到投资者的重视。毕竟，早前像卡内基、洛克菲勒和福特这样的巨头积累了令人难以置信的财富，这已经不是什么秘密了，他们都保留了大量的商业利润来支持增长和创造更大的利润。同样，在整个美国，长期以来也有一些小资本家遵循同样的方法致富。

然而，当企业所有权被分割成非常小的碎片——“股票”，前史密斯时代的买家通常认为他们的股票是对市场波动的短期赌博。即使往好里说，股票也被认为是投机。而绅士更喜欢债券。

尽管投资者很晚才明白这个道理，但保留利润和再投资的数学原理现在已经很清楚了。今天，学校里的孩子们也能理解凯恩斯所谓的“新奇言论”：即储蓄与复利的结合创造了奇迹。

在伯克希尔，芒格和我长期以来一直专注于有效地利用留存收益。有时这项工作很容易，有时却很困难，特别是当我们开始与数额巨大且不断增长的资金打交道时。

在配置我们留存的资金时，我们首先寻求投资于我们已有的多种不同业务。在过去10年里，伯克希尔的折旧费用总计为650亿美元，而公司在房地产、厂房和设备方面的内部投资总计达到1210亿美元。对生产性资产的再投资将永远是我们的首要任务。

此外，我们不断寻求收购符合三个标准的新企业。首先，它们的净有形资本必须取得良好回报。其次，它们必须由能干而诚实的管理者管理。最后，它们必须以合理的价格买到。

当我们发现符合标准的企业时，我们的首选是购买100%股份。但是，符合我们标准的大型收购机会少得可怜。更常见的情况是，变化无常的股市为我们提供了机会，让我们可以买进符合我们标准的上市公司的大量但非控股股份。

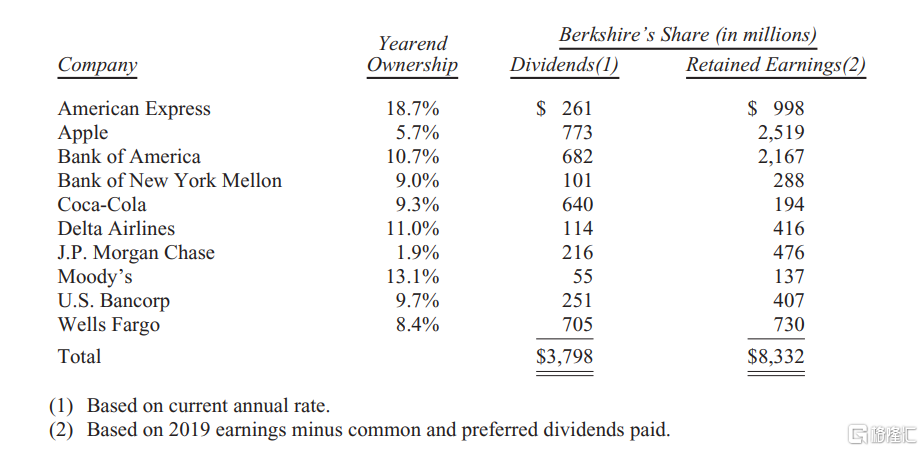
无论我们采取何种方式，控股公司还是仅通过股票市场持有大量股份，伯克希尔的财务业绩将在很大程度上取决于我们所收购企业的未来收益。尽管如此，这两种投资方式之间存在着一个非常重要的会计差异，这是你必须了解的。

在我们的控股公司（定义为伯克希尔拥有50%以上股份的公司）中，每项业务的收益直接流入我们向你报告的运营利润。你所看到的即是你所得到的。

在我们拥有有价股票的非控股公司中，只有伯克希尔获得的股息记录在我们报告的营业中。留存收益？它们正在努力创造更多的附加值，但我们并不将其直接计入伯克希尔公司的报告收益中。

在除伯克希尔以外的几乎所有主要公司中，投资者都不会发现我们称之为“无法认列盈利”的重要性。但是，对我们而言，这是一个突出的遗漏，我们在下面为你介绍其规模。

在这里，我们列出我们在股票市场上持股比重最大的10家企业。根据美国通用会计准则（GAAP），该表格向你分别报告了收益——这些是伯克希尔从这10个投资对象获得的股息，以及我们在投资对象保留并投入运营的利润中所占的份额。通常，这些公司使用留存收益来扩展业务并提高效率。有时候，他们用这些资金回购自己的股票中的很大一部分，此举扩大了伯克希尔公司在其未来收益中的份额。



显然，我们从这些部分持股的每家公司中最终记录的已实现收益，并不完全对应于“我们”在其留存收益中的份额。有时留存收益没有任何效果。但是逻辑和我们过去的经验都表明，从其整体中，我们获得的资本收益至少能等于、还可能超过我们在其留存收益中的份额。（当我们出售股票并实现收益时，我们将按照当时的税率缴纳所得税。目前，联邦税率为21%。）

可以肯定的是，伯克希尔从这10家公司以及我们许多其他持股公司中获得的回报，将以非常不规律的方式表现出来。定期会有损失，有时是特定公司的损失，有时损失与股市低迷有关。在其他时候（去年就是其中之一），我们的收益将会大大增加。总体而言，我们投资对象的留存收益必将对伯克希尔公司的价值增长起到重要作用。

史密斯先生说的没错。

非保险业务

汤姆•墨菲（Tom Murphy）是伯克希尔哈撒韦公司（Berkshire）颇有价值的董事，他是一名具有优秀才能的企业经理人。在很久以前，他就给了我一些关于收购的重要建议：“要获得良好管理者的声誉，只需确保您收购好企业即可。”

多年来，伯克希尔已经收购了几十家公司，我最初认为所有这些公司都是“好公司”。然而，有些结果令人失望；有不少是彻头彻尾的灾难。另一方面，一个合理的数字超出了我的期望。

回顾我不平坦的记录，我得出结论，收购与婚姻类似：当然，它们以一个快乐的婚礼开始——但随后，现实往往与婚前的预期不同。有时，这个新联盟所带来的幸福是任何一方都无法想象的。但是，在其他情况下，幻灭也是迅速的。把这些形象应用到企业收购上，我不得不说，通常是买家遭遇了令人不快的意外。在公司的“求爱”过程中，很容易眼神恍惚。

按照这个类比，我想说，我们的婚姻记录在很大程度上是可以接受的，所有人都对他们很久以前做出的决定感到满意。我们的一些合作确实是田园诗般的。然而，一个有意义的数字让我很快就想知道我“求婚”的时候在想什么。

幸运的是，我犯的许多错误带来的影响已经被大多数令人失望的企业所共有的一个特征所减轻了：即随着时间的流逝，“糟糕”的企业往往进入了一个停滞不前的状态，在这样的状态中，伯克希尔所运营需要的资本比例越来越小。

与此同时，我们的“好”企业往往倾向于发展及并找到以诱人的速度投资更多资本的机会。由于这些截然不同的发展轨迹，伯克希尔的赢家所使用的资产逐渐成为我们总资本中不断扩大的一部分。

作为这些金融活动的一个极端例子，看看伯克希尔最初的纺织业务吧。当我们在1965年初获得公司的控制权时，这个陷入困境的公司几乎需要伯克希尔所有的资本。因此，在一段时间内，伯克希尔不赚钱的纺织资产对我们的整体回报造成了巨大拖累。但最终，我们收购了一批“好”企业，到上世纪80年代初，这一转变导致纺织业规模不断缩小，我们的资本只有一小部分被占用。

如今，我们把你们的大部分资金投入到受我们控制的业务中，这些业务为企业的运营所需的净有形资产实现了从优秀到卓越的回报。我们的保险业务一直是超级明星。这种操作具有特殊的特点，使它成为衡量成功与否的独特标准，这是许多投资者所不熟悉的。我们将在下一节中讨论这个问题。

在接下来的几段中，我们将各种各样的非保险业务按照盈利规模、扣除利息、折旧、税收、非现金薪酬、重组费用等因素后的收益进行了分类——所有这些项目非常恼人但确实是非常真实的成本，而且首席执行官们和华尔街人士有时敦促投资者忽略它们。有关这些操作的更多信息可在K-6 - K-21页和K-40 - K-52页找到。

我们的BNSF铁路公司和伯克希尔哈撒韦能源公司（BHE）是伯克希尔哈撒韦公司非保险集团的两只领头羊。它们在2019年的总收益达到83亿美元（仅包括我们在BHE 91%股份所占的份额），比2018年增长了6%。

接下来按盈利排名的五家非保险子公司（但以下的名字按首字母顺序排列）是：克莱顿房屋公司（Clayton Homes）、国际金属加工公司（International Metalworking）、路博润公司（Lubrizol）、马蒙公司（Marmon）和精密铸件公司（Precision Castparts）。它们在2019年的总盈利为48亿美元，与2018年的收益相比变化不大。

紧随其后的五家公司（伯克希尔·哈撒韦汽车公司、约翰斯·曼维尔公司、NetJets公司、Shaw公司和TTI公司）去年的收益为19亿美元，高于2018年的17亿美元。

伯克希尔持有的剩下的其他非保险业务——数量很多——2019年的总盈利为27亿美元，低于2018年的28亿美元。

2019年，我们控制的非保险业务的总净盈利为177亿美元，比2018年的172亿美元增长3%。收购和处置对上述结果几乎没有产生任何净效应。

我必须补充最后一条，它强调了伯克希尔的业务范围之广。自2011年以来，我们已经拥有了路博润（Lubrizol）公司，这是一家总部设在俄亥俄州的公司，在世界各地生产和销售石油添加剂。2019年9月26日，一场源自隔壁一家小工厂的火灾蔓延至路博润位于法国的一家大型工厂。

结果造成了重大的财产损失和路博润业务的严重中断。即便如此，路博润公司的财产损失和业务中断损失都将通过大量的保险赔偿来减轻。

但是，正如已故的保罗•哈维（Paul Harvey）在他著名的广播节目中所说的那样，“接下来的故事是这样的。”路博润最大的保险公司之一是…嗯，伯克希尔哈撒韦公司。

在马太福音6章3节，圣经教导我们“不要让左手知道右手在做什么”。你们的主席显然是按照命令行事的。

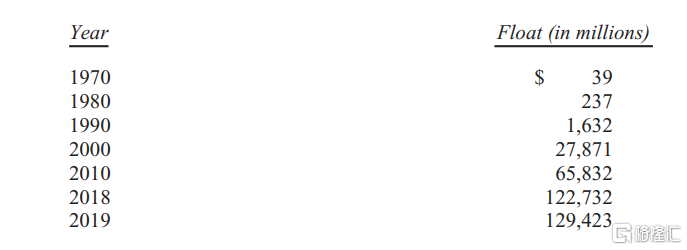
财产与意外险保险（P/C）

1967年，我们以860万美元收购了国民保险公司（National Indemnity）及其姊妹公司National Fire & Marine。自那以来，我们的财产/意外险业务一直是推动伯克希尔哈撒韦公司增长的引擎。

如今，按净值计算，国民保险公司是全球最大的财产与意外险保险公司。保险是一个充满承诺的行业，伯克希尔履行承诺的能力是无与伦比的。

我们被P/C业务吸引的一个原因是这个行业的商业模式：P/C保险公司预先收取保费，然后支付索赔。在极端的情况下，如因接触石棉或严重的工作场所事故而引起的索赔，支付时间可能长达数十年。

这种先收后付的模式让P/C公司持有大量资金——我们称之为“浮存金”——这些资金最终将流入其它公司。与此同时，保险公司可以为了自己的利益而利用这些浮存金。虽然个体保单和索赔来来往往不会中断，但保险公司持有的浮存金通常相对于保费金额保持相当稳定。因此，随着我们的业务增长，我们的浮动资金也在增长。至于它是如何增长的，如下表所示：



我们最终可能会经历浮存金的下降。如果是这样，下降将是非常缓慢的——在外部的至少在任何一年里不超过3%。我们保险合同的性质是这样的，即我们永远不能受制于即刻的或近在的对我们现金资源具有重大影响金额的约束。这种结构是经过设计的，是我们保险公司无与伦比的财务实力的关键组成部分。这种力量永远不会被削弱。

如果我们的保险费超过了我们的支出和最终损失的总和，我们的保险业务就会产生承保利润，从而增加浮存金产生的投资收益。当获得这样的利润时，我们享受免费资金的使用——而且，更好的是，因为持有它而获得报酬。

对于整个P/C行业来说，浮存金的财务价值现在远远低于多年来的水平。这是因为几乎所有P/C公司的标准投资策略都严重——并且适当地——偏向于高等级债券。因此，利率的变化对这些公司来说至关重要，在过去十年中，债券市场提供了极低的利率。

因此，保险公司每年都被迫——由于到期或发行人赎回条款——将其“旧”投资组合回收到提供低得多收益的新资产中。这些保险公司曾经可以在每一美元的浮存金上安全赚到5美分或6美分，而现在只能赚到2美分或3美分（如果它们的业务集中在从未有过的负利率境地的国家，赚得就更少了）。

一些保险公司可能试图通过购买低质量债券或有望获得更高收益的非流动性“替代”投资来减轻收入损失。但这些都是危险的游戏和活动，大多数机构都没有能力去玩。

伯克希尔的情况比一般保险公司更有利。最重要的是，我们无与伦比的资本、充足的现金和巨大而多样化的非保险收益使我们能够拥有比行业内其他公司普遍拥有的更大的投资灵活性。对我们开放的许多选择总是有利的——有时也给我们带来了重大机会。

与此同时，我们的P/C公司有着出色的承保记录。伯克希尔哈撒韦过去17年中的16年实现了承保利润，唯一例外是2017年，当时我们税前亏损高达32亿美元。．在整个17年时间里，我们的税前收益总计275亿美元，其中4亿美元是在2019年录得的。

这一记录并非偶然：有纪律的风险评估是我们保险经理日常关注的焦点，他们知道浮存金的回报可能会被糟糕的承保结果所淹没。所有保险公司都在口头上做出承诺。而在伯克希尔，它是一种宗教，旧约风格的宗教。

正如我过去一再做的那样，我现在要强调的是，保险业的幸福结果远非一件确定的事情：我们肯定无法做到在未来17年中的16年也实现承保利润。危险总是潜伏着的。

评估保险风险的错误可能是巨大的，可能需要很多年——甚至几十年——才能浮出水面和成熟。（想想石棉。）一场让“卡特里娜”和“迈克尔”飓风相形见绌的大灾难将会发生——也许是明天，也许是几十年后。“大灾难”可能来自传统来源，如风灾或地震，或者它可能是一个完全令人惊讶的事情，比如，一次网络攻击，其后果是灾难性的，超出了保险公司目前所考虑的范围。当这样一场巨型灾难发生时，伯克希尔将承受它的损失份额，它们将是巨大的-非常大的。然而，与许多其他保险公司不同的是，处理损失不会使我们资源紧张，我们将渴望在第二天增加我们的业务。

闭上你的眼睛，试着设想一个地方，可能会产生一个充满活力的P/C保险公司。纽约？伦敦？硅谷？

威尔克斯-巴里（Wilkes-Barre）怎么样？

2012年末，我们的保险业务经理阿吉特-杰恩（Ajit Jain）打电话告诉我，他将以2.21亿美元（当时公司的净值）的价格，收购宾夕法尼亚州一个小城的一家小公司——GUARD保险集团。他还说，GUARD的首席执行官福格尔（Sy Foguel）将成为伯克希尔的明星。GUARD和Sy对我来说都是新名字。

棒极了：2019年，GUARD的保费收入为19亿美元，较2012年增长了379%，承保利润也令人满意。自从加入伯克希尔以来，福格尔带领公司进入了新产品和新地区，并将GUARD公司的浮存金增加了265%。

在1967年，奥马哈似乎不太可能成为一个P/C巨头的跳板。威尔克斯-巴利很可能会带来类似的惊喜。

伯克希尔哈撒韦能源

伯克希尔哈撒韦能源公司正在庆祝其在我们旗下的第20个年头。这个周年纪念日表明我们应该赶上公司的成就。

我们现在要谈谈电价。当伯克希尔在2000年进入公用事业领域时，收购了BHE的76%股份，公司对爱荷华州的居民客户收取的电价是平均每千瓦时8.8美分。自那以来，居民客户的电价每年上涨不到1%，我们承诺，到2028年，基础电价不会上涨。相比之下，爱荷华州另一家大型公用事业公司的情况是这样的：去年，该公司对居民用户的收费比BHE高出61%。最近，这家公用事业公司的电价再次上涨，将与我们的电价差距扩大到70%。

我们与他们之间的巨大差异很大程度上是由于我们在将风能转化为电能方面取得的巨大成就。到2021年，我们预计BHE在爱荷华州将通过其拥有和运营的风力涡轮机产生约2520万兆瓦时（MWh）的电力。这些电力将完全满足其爱荷华州客户的年度需求：约2460万兆瓦时。换句话说，我们的公用事业将在爱荷华州实现风能自给自足。

与此形成鲜明对比的是，爱荷华州的另一家公用事业公司，风力发电不足总发电量的10%。此外，据我们所知，到2021年，无论在哪里，没有其他投资者拥有的公用事业公司能实现风能自给自足。在2000年，BHE当时主要服务于一个农业经济体；如今，它的五大客户中有三个是高科技巨头。我相信他们在爱荷华州建厂的决定部分是基于BHE提供可再生、低成本能源的能力。

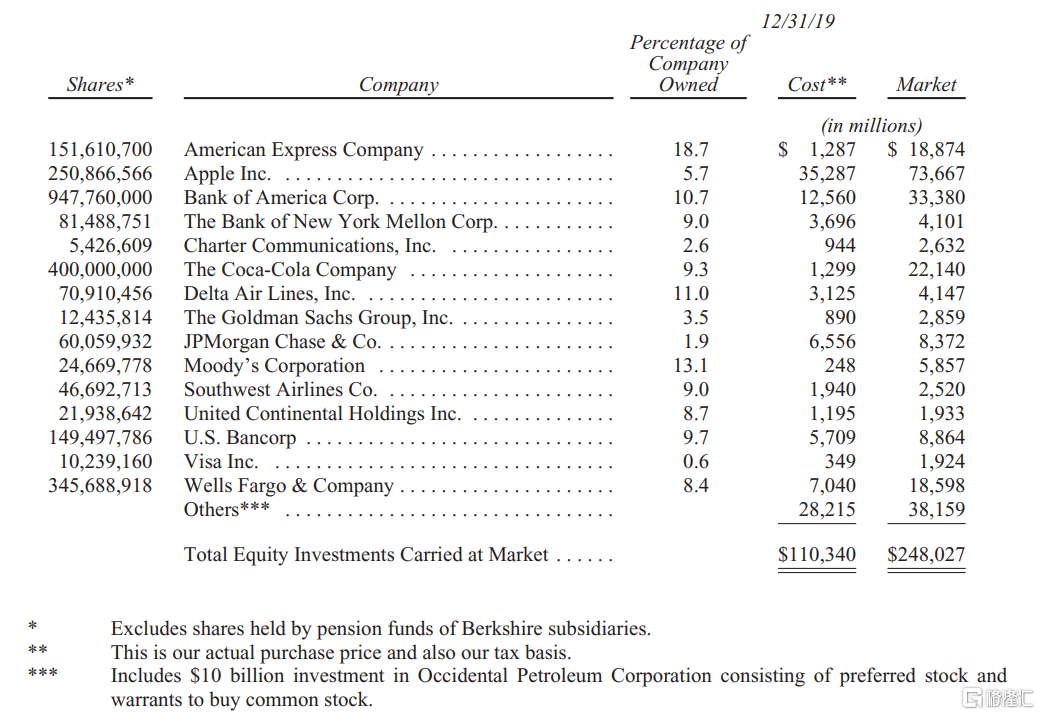
当然，风是断断续续的，我们在爱荷华州的风力发电机只在部分时间里转动。在某些时段，当空气静止时，我们依靠其它发电设施来保证客户所需的电力。在风力发电机工作的时候，我们把风能提供给我们的多余电力卖给其他公用事业公司，通过所谓的“电网”为他们服务。“我们卖给他们的电力取代了他们对碳资源的需求，比如煤炭或天然气。

伯克希尔哈撒韦公司目前与小沃尔特-斯科特（Walter Scott，Jr．）和格雷格-阿贝尔（Greg Abel）共同持有BHE 91%的股份。自从我们收购BHE公司以来，BHE从未支付过股息，而且随着时间流逝，BHE已经拥有了280亿美元的收益。这种模式在公用事业领域是个例外，公用事业公司通常会支付高额股息，有时甚至超过80%的利润。我们的观点是：我们投资的越多，我们就越喜欢它。

如今，BHE拥有的运营人才和经验可以用来管理真正的大型公用事业项目，这些项目需要1000亿美元或更多的投资，可以支持有利于我们国家、我们的社区和我们的股东的基础设施。我们随时准备、愿意和有能力接受这样的机会。

投资

下面我们列出了年底时市值最大的15种普通股投资。我们排除了卡夫亨氏（325，442，152股）的股份，因为伯克希尔是一个控股集团的一部分，因此必须按照“资产净值”的方式将此项投资入账。在其资产负债表上，伯克希尔持有的卡夫亨氏股份按美国通用会计准则（GAAP）计算为138亿美元，该金额代表伯克希尔于2019年12月31日在卡夫亨氏经审计的净资产中所占的份额。但请注意，我们当天的股票市值仅为105亿美元。



查理和我认为，上面详述的2480亿美元持股不是什么股市筹码，它们不是用来随便玩玩的东西，我们不会因为所谓的“华尔街”下调评级、企业盈利不及预期、美联储的预期行动、可能的政局发展、经济学家的预测或者任何热门主题而随便抛弃之。

相反，我们从这些股份中看到的是我们部分持股的一些公司的集合。按照加权方法计算，其经营业务所需的净有形权益资本盈利超过20%。这些公司无需承担过多债务就能赚取利润。

在任何情况下，那些大型著名企业的收益都是引人瞩目的。与过去十年来许多投资者在债券上获得的回报相比，它们确实令人叹为观止。举例来说，美国30年期国债的回报率为2.5%，甚至更低。

预测利率从来不是我们的工作，查理和我也不知道明年、未来十年或三十年的平均利率是多少。我们或许有些偏颇的观点是，在这些问题上发表意见的权威人士，揭示出关乎问题本身的信息要远远多于他们透露的关于未来的信息。

我们能说的是，如果在未来几十年里，接近当前水平的利率仍占据主导地位，并且如果企业税率也维持在目前企业享受的低水平，那么几乎可以肯定，随着时间的推移，股票的表现将远远好于长期固定利率债务工具。

然而，这一乐观预测伴随着一个警告：股价在明天可能发生任何变化。有时市场会出现暴跌，幅度可能达到50%甚至更大。但是，结合我去年曾写过的一篇“美国经济顺风”的文章，再加上史密斯所描述的复合奇迹，对于那些不使用借款、且能够控制自己情绪的人来说，股票将是更好的长期选择。而其他人呢？就得小心了！

未来之路

30年前，我的中西部朋友乔·罗森菲尔德（Joe Rosenfield）收到了当地报纸发来的一封令人恼火的信，当时他已经80多岁了。报纸直截了当地要求乔提供他的传记资料，打算用在他的讣告上。乔没有回应。然后呢？一个月过去，他收到了报社的第二封信，上面写着“紧急”。

查理和我早就进入“紧急区域”了。这对我们来说不是什么好消息。但伯克希尔的股东们不用担心：你们的公司已经为我们的离开做好了百分之百的准备。

我们两个人的乐观建立在五个因素上。首先，伯克希尔哈撒韦的资产被配置在非常多样化的全资或部分拥有的业务中，平均而言，这些业务的资本回报率颇具吸引力。其次，伯克希尔哈撒韦将其“受控”业务定位于单一实体中，这赋予了它一些重要且持久的经济优势。第三，伯克希尔哈撒韦公司的财务管理方式将始终如一地允许公司经受极端性质的外部冲击。第四，我们拥有经验丰富、忠心耿耿的顶级经理人，对他们来说，管理伯克希尔远不止是一份高薪和/或有声望的工作。最后，伯克希尔的董事们——你的监护人——总是关注股东的福利和公司文化的培育，这在大型企业中很少见的。（拉里•坎宁安（Larry Cunningham）和斯蒂芬妮•古巴（Stephanie Cuba）合著的新书《信任的边缘》（Margin of Trust）探讨了这种文化的价值，同时这部书将在我们的年度会议上发布。）

查理和我都有非常实际的理由，希望确保伯克希尔在我们退出后的几年里保持繁荣：芒格家族持有的伯克希尔股份，远远超过了家族的其他投资，而我99%的净资产都投在了伯克希尔的股票里。我从未出售过任何股票，也不打算这么做。除慈善捐赠和少量个人礼物外，我对伯克希尔股票唯一的一笔交易发生在1980年。当时，我与其他被选中的伯克希尔股东一起，将伯克希尔的部分股份换成了伯克希尔拥有的伊利诺伊州银行的股份。1969年，伯克希尔哈撒韦公司购买了该银行。1980年，由于银行控股公司法的变更，需要出售股份。

如今，我的遗嘱明确指示其执行人——以及在遗嘱终止后继承管理我的遗产的受托人——不要出售任何伯克希尔的股份。我的遗嘱还免除了遗嘱执行人和受托人的责任，因为他们要维持的显然是极度集中的资产。

遗嘱继续指示遗嘱执行人——以及适时的受托人——每年将我的一部分A股转换成B股，然后将B股分发给各个基金会。这些基金会将被要求迅速部署其赠款。总之，我估计在我去世后的12到15年，我所持有的全部伯克希尔股票才能进入市场。

如果没有我的遗嘱指示，我的所有伯克希尔股票都应持有至预定的发行日期。对我的执行人和受托人而言，“安全”的做法是，出售伯克希尔哈撒韦暂时控制的股票，并将收益再投资于期限与计划发行日期相匹配的美国国债。该战略将使受托人免受公众的批评，也免于因未能按照“谨慎的人”标准行事而承担个人责任的可能性。

我感到满意的是，伯克希尔哈撒韦公司的股票将提供一项安全而有回报的投资。总会有这样一种可能性——虽然不太可能，但也不容忽视——事情会证明我是错的。但是，我认为，我的指示方针很可能比传统的行动方针能为社会提供更多的资源。

我的“只有伯克希尔”指示的关键是我对未来判断的信心以及伯克希尔董事们的忠诚尽责。这些指示将会经常接受来自华尔街从业者承担费用的考验。在许多公司，这些超级推销员可能会赢。不过，我不认为伯克希尔会出现这种情况。

董事会

近年来，公司董事会的构成及其宗旨成为人们关注的热点。曾经，关于董事会职责的辩论主要限于律师；如今，机构投资者和政界人士也加入了进来。

我在讨论公司治理方面的资历包括：在过去62年里，我曾担任过21家上市公司（见下文）的董事。除了两家以外，我所持有的都是相当可观的股票。在一些情况下，我尝试实施重要的改革。

在我任职的头30年左右，房间里很少有女性，除非她代表的是企业的控制家族。值得注意的是，今年是美国宪法第19条修正案通过的100周年，该修正案保障了美国妇女在投票站发出自己的声音。她们在董事会会议室获得类似地位的事业仍在进行中。

多年来，许多有关董事会构成和职责的新规定和准则已经形成。然而，董事们面临的基本挑战依然存在：找到并留住一位有才能的首席执行官（当然，他必须具备诚信），并将在其整个职业生涯中致力于公司。通常，这个任务是困难的。不过，当董事们做对了，他们就不需要再做什么了。但当他们把事情搞砸时……。

审计委员会现在的工作比以前更加努力，而且几乎总是以适当的严肃态度来看待这项工作。然而，这些委员会成员仍然无法与那些希望玩弄数字游戏的经理们抗衡，这种冒犯行为受到了收益“指引”的祸害和首席执行官们“达到数字”预期的怂恿。我与玩弄公司数据的首席执行官们有过直接的接触（虽然有限，但谢天谢地），经验表明，他们更多的是出于自负，而非受对经济利益渴望的驱使。

与过去相比，薪酬委员会现在对顾问的依赖要严重得多。因此，薪酬安排变得更加复杂——这正是委员会成员想要解释的，为什么每年都要为一个简单计划支付高额费用？——而且阅读代理材料已经成为一种麻木的体验。

公司治理方面的一项非常重要的改进已经获得授权：定期召开董事“执行会议”，首席执行官不得参加。在此之前，很少有人对首席执行官的技能、收购决策和薪酬进行真正坦率的讨论。

收购提议对董事会成员来说仍然是一个特别棘手的问题。交易的法律流程已经被细化和扩展（这个词恰当地描述了随之而来的成本）。但我还没见过哪位渴望收购的首席执行官会带来一位见多识广、能言善辩的批评者来反驳它。是的，这张“有罪”名单把我也算上。

（注：巴菲特担任过董事的公司：伯克希尔、蓝星邮票、Cap Cities-ABC、可口可乐、Data Documents、登普斯特、General Growth、吉列、卡夫亨氏、Maracaibo Oil、Munsingwear、奥马哈国家银行、Pinkerton’s、Portland Gas Light、所罗门、桑伯恩地图公司、Tribune Oil、全美航空、Vornado、华盛顿邮报、韦斯科金融）

总而言之，董事会的设立是为了支持CEO和他或她乐于助人的员工梦寐以求的交易。对于一家公司来说，聘请两名“专家”收购顾问（一个正方，一个反方）向董事会表达他或她对一项拟议交易的看法是一件有趣的事情——其中获胜的顾问将获得，比方说，10倍于向失败者支付的象征性金额。不要屏住呼吸等待这一改革：当前的制度，无论对股东来说有什么缺点，都对CEO、许多顾问和其他热衷于交易的专业人士来说是非常有效的。当考虑华尔街的建议时，一个值得尊敬的警告将永远是正确的：不要问理发师你是否需要理发。

多年来，董事会“独立性”已成为一个新的重点领域。然而，与这个话题有关的一个关键点几乎总是被忽视：董事薪酬现在已飙升到了一个水平，不可避免地使薪酬成为影响许多非富裕成员行为的潜意识因素。想想看，这位董事每年只花六天左右的时间参加董事会，就能赚到25万到30万美元。通常情况下，拥有一个这样的董事职位会使其获得相当于美国家庭年收入中位数三到四倍的收入。（我错过了这趟车的大部分时间：20世纪60年代初，作为Portland Gas Light公司的董事，我每年的薪酬是100美元。为了挣到这笔钱，我每年要往返缅因州四次。）

至于工作保障？太棒了。董事会成员可能会被礼貌地忽视，但他们很少被解雇。相反，慷慨的年龄限制——通常是70岁或更高——是体面地让一位董事离开的标准方法。

如今，一位非富豪董事（“NWD”）希望——甚至渴望——被要求加入第二个董事会，从而跻身年入50万至60万美元的行列，这有什么奇怪的吗？为实现这一目标，这位NWD将需要帮助。一家寻找董事会成员公司的CEO几乎肯定会向这位NWD的现任CEO询问。这位NWD是否是一位“好”董事。当然，“好”是一个代号。如果NWD严重挑战现任CEO的薪酬或收购梦想，他或她的候选人资格将会默默葬送。当寻找董事时，CEO们不会要斗牛犬，被带回家的是英国可卡犬。

尽管这一切都是不合逻辑的，但那些看重——事实上渴望——高薪酬的董事，他们几乎普遍被归类为“独立”，而许多拥有与公司福祉密切相关的财富的董事被认为缺乏独立性。不久前，我查看了一家美国大公司的代理权材料，发现8位董事从未用自己的钱购买过该公司的1股股票。（当然，他们获得了股票赠与，作为慷慨现金薪酬的补充。）这家特殊的公司早就落后了，但董事们过得很不错。

当然，用我自己的钱获得的所有权并不能创造智慧或确保商业智慧。然而，当我们的投资组合公司的董事有了用他们的储蓄购买公司股票的经验，而不是简单地成为股票赠与的接受者时，我感觉更好。

这里要暂停一下：我想让你们知道，我多年来见过的几乎所有董事都是体面、可爱和聪明的。他们穿着得体，是好邻居、好公民。我很享受他们的陪伴。在这个群体中，有一些人是我永远不会遇到的，如果我们不是共同为董事会服务，他们已经成了我亲密的朋友。

然而，这些善良的灵魂中有许多是我永远不会选择处理金钱或商业事务的人。这根本不是他们的游戏。

反过来，他们也不会向我求助，要我拔掉一颗牙，装饰他们的家，或者改进他们的高尔夫挥杆。此外，如果我被安排出现在《与星共舞》中，我会立即在证人保护计划中寻求庇护。我们在这种或那种事情上都是傻瓜，对我们大多数人来说，这样的单子长着呢。重要的一点是，如果你是鲍比·菲舍尔，你必须只为钱下棋。

在伯克希尔，我们将继续寻找业务上精明的董事，他们是以所有者为导向的，并怀着强烈的特定兴趣来到我们的公司。思想和原则，而不是机器人般的“程序”，将指导他们的行动。当然，在代表你们的利益时，他们会寻找这样的经理：其目标包括取悦他们的客户，珍惜他们的同事，并充当他们社区和我们国家的好公民。

这些目标并不新鲜。60年前，它们是有能力的首席执行官的目标，现在依然如此。否则谁会拥有它？

短期目标

在过去的报告中，我们从正反两方面讨论了股票回购的意义。我们的想法可以归结为：伯克希尔只有在以下两种情况下才会回购股票：a）我和查理认为股价低于实际价值；b）公司在完成回购后，依然有充足的现金。

公司股票内在价值的计算远非精确。因此，我们都不觉得有任何紧迫感，要以一个非常真实的95美分买一个估价1美元的东西。在2019年，伯克希尔的价格/价值很低，因此，我们花了50亿美元回购了公司大约1%的股份。

随着时间的推移，我们希望伯克希尔的股票数量下降。如果估值折扣（如我们估计的那样）扩大，我们可能会更加积极地回购股票。不过，我们不会试图通过回购来提升股价。

持有价值至少2000万美元A股或B股、并有意向伯克希尔哈撒韦出售股票的股东，可能通过他们的经纪人联系伯克希尔哈撒韦的马克-米勒德（Mark Millard），电话是402-346-1400。我们希望您在中部时间早上8：00-8：30或下午3：00-3：30之间打电话。只有在你准备好出售伯克希尔股票时才打这个电话。

2019年，伯克希尔向美国财政部缴纳了36亿美元的所得税。同期，美国政府从企业所得税中征收总计2430亿美元。从这些数据中，你可以为伯克希尔感到骄傲了，你拥有的公司交付了全美企业缴纳的联邦所得税的1.5%。

55年前，当伯克希尔哈撒韦公司刚开始发展时，该公司没有缴纳任何联邦所得税。（这也是有原因的：在过去10年里，这家苦苦挣扎的公司录得净亏损。）从那以后，由于伯克希尔几乎保留了所有收益，这项政策的受益者不仅是公司的股东，还包括联邦政府。在未来的大多数年份里，我们都希望并期待向财政部提供更多的税收。

在A-2 - A-3页，你可以看到我们将于2020年5月2日举行的股东大会的详细内容。和往常一样，雅虎将在全球直播此次活动。不过，我们的形式将有一个重大的变化：股东、媒体和董事会成员建议，让我们的两位关键运营经理阿吉特-贾恩（Ajit Jain）和格雷格-阿贝尔（Greg Abel）在会上有更多的曝光机会。这种改变很有意义。他们是杰出的人才，无论是作为管理者还是作为个人，你应该多听听他们的意见。

今年，股东们将通过三名记者提出问题，他们可以指定让阿吉特（Ajit）或格雷格（Greg）回答。他们，就像查理和我所遭遇的一样，事先根本不会知道问题是什么。

记者将与观众轮流提问，观众也可以直接向我们四个中的任何一个提问。所以擦亮你的热情。

5月2日，来奥马哈。见见你的资家同行。购买一些伯克希尔的产品。玩得开心。查理、我和整个伯克希尔的人都很期待见到你们。

2020年2月22日

沃伦·E·巴菲特

## 2020年巴菲特致股东的信

根据美国公认会计准则（GAAP），伯克希尔2020年的盈利为425亿美元。这一数字的四个组成部分是219亿美元的营业利润，49亿美元的实现资本利得，我们持有的股票中存在的净未实现资本利得增加所带来的267亿美元收益，最后，我们拥有的一些子公司和附属公司的价值减记导致的110亿美元损失。所有项目均在税后基础上列示。

营业利润是最重要的，即使它们不是我们公认会计准则总额中最大的项目。我们在伯克希尔的重点是增加我们的这部分收入和收购大的处于有利位置的企业。但去年，我们两个目标都没有实现：伯克希尔没有进行大规模收购，营业利润下降了9%。不过，通过留存收益和回购约5%的股票，我们确实提高了伯克希尔的每股内在价值。

与资本利得或损失（无论是已实现或未实现）相关的两个公认会计准则组成部分每年都在反复波动，这反映了股票市场的波动。无论今天的数据如何，我和我的长期合作伙伴查理·芒格都坚信，随着时间的推移，伯克希尔的投资收益将是可观的。

正如我多次强调的那样，查理和我将伯克希尔持有的上市股票（截至去年年底价值2810亿美元）视为一个企业集合。我们并不控制这些公司的运营，但我们确实按比例分享了它们的长期繁荣。然而，从会计角度来看，我们的那部分利润并没有包括在伯克希尔的收益中。相反，只有这些被投资方支付给我们的股息才会被记录在我们的账簿上。根据公认会计准则，被投资方代表我们保留的巨额资金也变成无形资产。

然而，这些看不见的东西不应该被忽视：这些未记录的留存收益通常为伯克希尔创造价值 —— 大量价值。被投资方利用这些留存资金来扩大业务、进行收购、偿还债务，通常还会回购股票（这种行为增加了我们在他们未来收益中所占的份额）。

正如我们在去年的股东信中指出的那样，留存收益在整个美国历史上推动了美国企业的发展。对卡内基和洛克菲勒行之有效的方法多年来对数百万股东也行之有效。

当然，我们的一些投资人会令人失望，他们留存的收益几乎没有增加他们公司的价值。但其他公司会超额完成任务，其中少数公司表现出色。总而言之，我们预计自己在伯克希尔非控股业务（别人会认为是我们的股票投资组合）留存的巨额收益中所占的份额，最终会给我们带来等量或更多的资本利得。在我们56年的任期中，这一期望一直得到满足。

我们GAAP数据的最后一个组成部分——丑陋的110亿美元减记——几乎是全部量化我在2016年犯的一个错误。那一年，伯克希尔收购了精密铸件公司（Precision Castparts，“PCC”），我付了太多的钱。

没有人以任何方式误导我——我只是对PCC的正常盈利潜力过于乐观。去年，作为PCC最重要的客户来源，整个航空航天业的不利发展，暴露了我的误判。

在收购PCC的过程中，伯克希尔收购了一家很好的公司，同行业中最好的一家。PCC的首席执行官马克-多尼根是一位充满激情的经理，他一如既往地将同样的精力投入到我们收购的业务中。我们很幸运有他来管理。

我认为我的结论是正确的，PCC将随着时间的推移，在其运营中部署的净有形资产上获得良好的回报。然而，我对未来收益的判断是错误的，因此，我也就错误地计算出了为收购该企业支付的合理价格。

PCC远非我犯下的第一个错误。但这是一个大错误。

我们的弓上有两根弦

伯克希尔哈撒韦经常被贴上“综合企业集团”的标签，这是一个贬义词，指的是拥有大量不相关业务的控股公司。是的，这是对伯克希尔正确的描述——但只是部分描画。为了更好理解我们如何以及为什么不同于其他综合性企业集团，让我们回顾一下历史。

长期以来，综合企业集团通常会局限于收购整个企业。然而，这一战略带来了两个大问题。有一个问题是无解的：大多数真正伟大的企业都无意让别人接管。因此，渴望收购的企业集团不得不专注于那些缺乏重要和持久竞争优势的一般公司。那不是一个钓鱼的好池塘。

除此之外，当联合企业不得不收购平庸的公司时，他们常常发现自己需要支付惊人的“控制权”溢价，以诱捕他们的猎物。一些精明的企业集团知道如何解决这个“超额支付”的问题：他们只需让自己公司估值变得高得离谱，来作为昂贵收购的“货币”。（“我愿意花1万美元买你的狗，做法是把我单价5000美元的两只猫给你。”）

通常，让综合企业集团股票估值过高的手段包括促销和“富有想象力的”会计操作，这些手段充其量是欺骗性的，有时甚至会越界成为欺诈。当这些招数“成功”时，这家集团会将自己的股价推至商业价值的三倍，以便收购估值是实际价值两倍的目标公司。

投资幻想可以持续相当长的时间。华尔街喜欢并购交易产生的费用，而媒体则喜欢精彩的推介者提供的故事。同样，有时候，一只被推销的股票飙升的价格本身也可以成为投资幻想就是现实的“证据”。

最终，当然，盛宴结束，许多商业“皇帝”没穿衣服。金融历史上充斥着许多著名企业集团的名字，这些企业家最初被记者、分析师和投资银行家誉为商业天才，但后来却被抛进商业垃圾场。

大集团声名狼藉。

芒格和我希望我们的企业集团拥有具有良好财务状况和优秀经理人的多元化企业集团的全部或部分，而伯克希尔是否控制这些业务对我们来说并不重要。

我花了好一会儿才明白过来。但是芒格，还有我在伯克希尔继承的纺织业务中苦苦挣扎的20年经验，最终说服了我，拥有一个很棒的企业的不控股股权，要比拥有控股100%的挣扎在边缘企业更有利可图，更愉快，更少工作量。

基于这些原因，我们的企业集团将继续由可控的和非可控的业务组成。芒格和我会根据一家公司持久的竞争优势，管理能力和特点，以及价格，将资金配置到我们认为最合理的地方。

如果这一战略不需要我们付出多少努力，那就更好了。与跳水比赛使用的计分系统不同，你在商业活动中不会因为有“难度”而得分。此外，正如罗纳德-里根告诫的那样：“据说努力工作不会导致死亡，但我要说为什么要冒这个险呢？”

家族的珠宝以及我们如何增加你的珠宝份额

在A-1页，我们列出了伯克希尔旗下的子公司，这些公司在去年年底雇佣了36万名员工。

您可以在本报告后面的10-K中阅读到更多关于这些控股公司的信息。我们主要的头寸集中在我们拥有少量股权，但不控股的公司，这些公司列在这封信的第7页。这部分也同样非常庞大和多样化。

然而，伯克希尔的大部分价值存在于四大业务，其中三大业务为我们的控股业务，我们仅持有第四大业务5.4%的股权。四大业务都是珠宝。

价值最大的是我们的财产/意外险业务，53年来一直是伯克希尔的核心业务。我们的保险家族在保险领域是独一无二的。它的负责人Ajit Jain在1986年加入了伯克希尔哈撒韦公司，他也是独一无二的。

总的来说，我们保险业务的运营资金远远超过其全球竞争对手。我们的财务实力，加上伯克希尔每年从其非保险业务中获得的巨额现金流，使我们的保险公司能安全地遵循以购买股票为主的投资策略，这对绝大多数保险公司来说是不可行的。那些保险公司，出于监管和信用评级的原因，必须以购买债券为主。

现在债券并不是好的投资标的。你能相信最近10年期美国国债的收益率是0.93%——比1981年9月的15.8%的收益率下降了94%吗？在某些重要的大国，如德国和日本，投资者从数万亿美元的主权债务中获得负回报。全球范围内的固定收益投资者——无论是养老基金、保险公司还是退休人员——都面临着暗淡的未来。

一些保险公司，以及其他债券投资者，可能会试图通过将购买转移到由不稳定的借款人支持的债券，来为目前可怜的回报提供动力。然而，高风险贷款并不是解决利率不足问题的办法。30年前，一度强大的储蓄和贷款行业毁了自己，部分原因是忽视了这条箴言。

伯克希尔现在拥有1380亿美元的保险“浮动”资金 —— 这些资金不属于我们，但我们可以配置，无论是配置债券、股票还是美国国库券等现金等价物。浮动资金与银行存款有一些相似之处：保险公司每天都有现金进进出出，但保险公司持有的现金总额变化很小。伯克希尔持有的巨额资产很可能会在未来许多年保持在目前的水平，而且从累计角度看对我们来说是没有成本的。当然，这个令人高兴的结果可能会改变 —— 但是，随着时间的推移，我会喜欢我们的胜算。

在我每年给你们的信中，我已经重复地 —— 有些人可能会说没完没了地 —— 解释了我们的保险业务。因此，今年我会请希望更多了解我们保险业务和“浮动资金”的新股东阅读2019年报告的相关部分，今年再次刊发在A-2页。重要的是您要了解我们从事保险业务所存在的风险和机会。

我们第二和第三大最有价值的资产是伯克希尔对以货运量计美国最大铁路公司BNSF的100%持股，以及我们对苹果公司5.4%的持股。排名第四的是我们持有91%的伯克希尔哈撒韦能源公司（BHE）。这是一个非常不同寻常的公用事业公司，在我们拥有它的21年里，它的年收入从1.22亿美元增长到了34亿美元。

关于BNSF和BHE在这封信后面我将做更多说明。然而，现在，我想把重点放在伯克希尔会定期使用的一种做法上，以提高你对它的“四大资产”以及伯克希尔拥有的许多其他资产的兴趣。

去年，我们花247亿美元回购了相当于80，998股伯克希尔哈撒韦A股的股票，对伯克希尔的资产扩张表现出了热情。这一行动使你们在伯克希尔旗下所有企业的持股比例增加了5.2%，而你们根本不需要动用你们的钱包。

按照查理和我长期以来推荐的标准，我们进行了这些回购，因为我们相信，它们既能持续提高持股人的每股内在价值，也能让伯克希尔拥有充足的资金来应对可能遇到的任何机会或问题。

我们绝不认为伯克希尔的股票应该不计价格回购。我之所以强调这一点，是因为美国的CEO们有过这样一个尴尬的记录：在股价上涨时，他们投入更多公司资金用于回购，而不是股价下跌时。我们的做法恰恰相反。

伯克希尔对苹果的投资生动地说明了回购的力量。我们从2016年末开始购买苹果股票，到2018年7月初，我们持有的苹果股票（经拆股调整后）略多于10亿股。说到这里，我指的是伯克希尔总账户中持有的投资，而不包括随后被出售的非常少的、单独管理的苹果股票。当我们在2018年年中完成购买时，伯克希尔的一般账户持有苹果5.2%的股份。

我们的投资成本是360亿美元。从那以后，我们都享受了定期股息，平均每年约7.75亿美元，而且在2020年，通过出售我们头寸的一小部分，我们还获得了额外的110亿美元。

尽管有出售 —— 你们瞧！—— 伯克希尔目前仍持有苹果5.4%的股份。这一增长对我们来说是没有成本的，因为苹果一直在回购其股票，从而大幅减少了目前的流通股票数量。

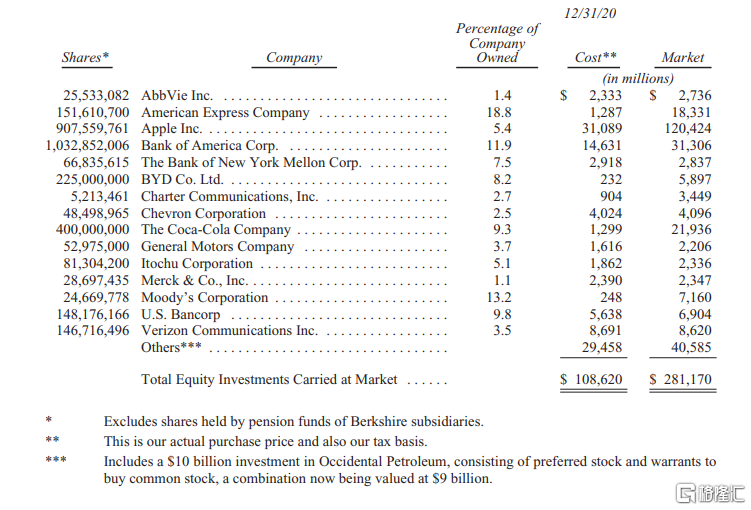
但这远不是所有的好消息。因为我们还在两年半内回购了伯克希尔的股票，你现在间接拥有的苹果资产和未来收益比2018年7月整整多10%。

这种令人愉快的动态仍在继续。伯克希尔自去年底以来回购了更多股票，并且将来可能会进一步减少其股票数量。苹果也公开表示有意回购其股票。随着流通股的减少，伯克希尔的股东不仅将在我们的保险集团、BNSF（北伯林顿铁路公司）和BHE（伯克希尔·哈撒韦能源公司）中拥有更大的利益，而且还会发现他们对苹果的间接所有权也在增加。

回购的数学看似缓慢，但随着时间的推移会产生强大的力量。该过程为投资者提供了一种简单的方式，让他们拥有不断扩大的企业份额。正如性感女星梅·韦斯特（Mae West）向我们保证的那样：“太多的好东西都可以是美好的”。

投资

下面我们列出了15笔年底市值最大的普通股投资。我们排除了卡夫亨氏的持股——325，442，152股——因为伯克希尔是一个控股集团的一部分，因此必须使用“权益”法来计算这笔投资。在伯克希尔的资产负债表上，卡夫亨氏持有的卡夫亨氏资产按公认会计准则计算为133亿美元，这一数字代表伯克希尔在2020年12月31日经审计的卡夫亨氏资产净值中所占的份额。但请注意，2020年12月31日我们这些股票的市值只有113亿美元。



双城记

在美国，成功的故事俯拾皆是。自我们国家诞生以来，那些有理想、有抱负，但往往只有微薄资本的人，通过创造新东西或用旧东西改善顾客体验，取得了超出他们梦想的成功。

查理和我曾游历全美，与这些人或他们的家人相遇。在西海岸，我们从1972年收购喜诗糖果（See’sCandy）开始了这一惯例。整整一个世纪前，玛丽·时思（Mary See）开始推出一种古老的产品，她用特殊的配方对其进行了改造。除了她的商业计划之外，她还开设了一些古色古香的商店，里面有友好的销售人员。她在洛杉矶开的第一家小专卖店最终发展成了几百家商店，遍布整个西部。

今天，时思女士的作品继续令客户感到愉悦，同时为成千上万的男女提供终身就业机会。伯克希尔的工作就是不干涉公司的成功。当企业生产和分销一种非必需的消费品时，客户就是老板。而且，100年后，客户向伯克希尔传递的信息依然清晰：“不要乱动我的糖果。

接下来让我们跨越大陆来到华盛顿特区。1936年，利奥·古德温和他的妻子莉莲开始相信，汽车保险——一种通常从代理商那里购买的标准化产品——可以直接以低得多的价格出售。两人怀揣10万美元，与拥有1000倍甚至更多资本的大型保险公司展开了较量。政府雇员保险公司（后来简称为GEICO）由此开始了其漫漫征程。

幸运的是，我在整整70年前就了解到了这家公司的潜力。它立刻成为了我的初恋（在投资方面）。接下来的故事大家都知道了：伯克希尔最终100%拥有了GEICO，这家84岁年历史公司一直在微调，但没有改变利奥和莉莲的愿景。

当然，该公司的规模发生了变化。1937年，也就是GEICO运营的第一个整年，其完成了238，288美元的业务。去年的数字是350亿美元。

今天，沿海地区汇聚了大量金融、媒体、政府和科技机构，人们很容易忽视美国中部发生的很多奇迹。让我们关注两个社区，它们为我们全国各地的人才和雄心提供了令人惊叹的例证。

我从奥马哈开始，你们不会感到奇怪，

1940年，毕业于奥马哈中心高中（也是查理、我父亲、我第一任妻子、我们的三个孩子和两个孙儿的母校）的杰克·林格沃特（Jack Ringwalt）决定用12.5万美元的资本创办一家财产/意外伤害保险公司。

杰克的梦想似乎是荒谬的，因为这要求他的小公司——有点浮夸地被命名为国民保险公司（National Indemnity）——与大型保险公司竞争，而这些公司都拥有充足的资本。此外，这些竞争对手凭借遍布全国的、资金雄厚的、历史悠久的当地代理商网络而牢固地确立了自己的地位。

在杰克的计划中，与GEICO不同的是，国民保险公司本身会使用任何屈尊接受它的机构，因此在收购业务时没有成本优势。为了克服这些可怕的障碍，国民保险将重点放在了被大公司认为不重要的“古怪”风险上。不可思议的是，这一策略成功了。

杰克诚实、精明、讨人喜欢，还有点古怪。他尤其不喜欢监管机构。每当他对他们的监督感到厌烦时，他就会有卖掉公司的冲动。

幸运的是，有一次我就在附近。杰克想加入伯克希尔，于是我们在1967年达成了交易，只用了15分钟就达成了。我从没要求过审计。

今天，国家赔款公司是世界上唯一一家愿意为某些巨大风险承保的公司。是的，它的总部仍然在奥马哈，距离伯克希尔的总部只有几英里。

多年来，我们又从奥马哈家族手中收购了四家企业，其中最著名的是内布拉斯加州家具市场（NFM）。该公司的创始人罗斯-布卢姆金（RoseBlumkin，B夫人）是俄罗斯移民，在1915年来到西雅图，她既不会读也不会说英语。几年后，她定居在奥马哈。在1936年，她攒下了2500美元，用这笔钱开了一家家具店。

竞争对手和供应商忽视了她，而他们的判断在当时无疑是正确的：第二次世界大战让她的生意停滞了。在1946年底，公司的净资产仅增长到72，264美元。现金，不论是在收银台里还是在存款里，总共是50美元（不是打错字）。

然而，有一笔无价的财富没有在1946年的数字中记录下来：B夫人唯一的儿子路易-布卢姆金（LouieBlumkin）在美国军队服役四年后重新加入了这家商店。在诺曼底登陆后，路易参加了诺曼底奥马哈海滩的战斗，并因在Bulge战役中受伤而获得了紫心勋章，最终在1945年11月乘船回国。

一旦B夫人和路易重聚，就没有什么能阻止这家家具店的发展了。在梦想的驱使下，母亲和儿子不分昼夜地工作。其结果是创造了零售业的一个奇迹。

到1983年，两人已经让家具店的业务规模达到了6000万美元。那一年，在我生日那天，伯克希尔收购了NFM 80%的股份。同样，我们没有对这家家具店进行审计。我指望布卢姆金的家族成员来经营企业。今天，NFM正由第三代和第四代布卢姆金的家族成员管理着。需要指出的是，B夫人每天都在工作，直到103岁——在查理和我看来，这是一个可笑的过早退休年龄。

NFM目前拥有美国最大的三家家居用品商店，尽管NFM的门店因COVID-19关闭了六周多，但这三家商店在2020年都创下了销售记录。

这个故事的后记说明了一切：每当B夫人的一大家子人聚在一起过节吃饭时，她总是要求他们在吃饭前唱首歌。她的选择从未改变过：欧文-柏林（Irving Berlin）的《上帝保佑美国》（God Bless America）。

让我们向东转移到田纳西州的第三大城市诺克斯维尔。在那里，伯克希尔拥有两家引人注目的公司——克莱顿住宅（Clayton Homes）（100%持股）和Pilot Travel Centers（目前持股38%，但到2023年将达到80%）。

每一家公司都是由一位毕业于田纳西大学并留在诺克斯维尔的年轻人创立的。这两个年轻人都没有足够的资金，父母也不富裕。

但是，那又怎样？如今，克莱顿和Pilot的每人的年税前利润都超过了10亿美元。这两家公司共雇用了大约4.7万名男女员工。

吉姆-克莱顿（Jim Clayton）在经历了几次商业冒险之后，于1956年以小本经营的方式创建了克莱顿住宅（Clayton Homes）。1958年，“大个子吉姆”（Big Jim Haslam）以6000美元的价格购买了一个服务站，创建了后来的试点旅行中心（Pilot Travel Centers）。后来，他俩的儿子也都加入了他们的父亲的公司，他们的儿子有着和他们父亲一样的激情、价值观和头脑。有时候基因太有魔力了。

现年90岁的“大吉姆”Haslam最近写了一本鼓舞人心的书，他在书中讲述了Jim Clayton的儿子Kevin是如何鼓励Haslam家族将大部分飞行员卖给伯克希尔公司的。每个零售商都知道满意的顾客是商店的最佳销售人员。当企业易手时也是如此。

当您下次飞越诺克斯维尔或奥马哈时，向Clayton家族、Haslam家族和Blumkin家族，以及遍布全国各地的成功企业家们脱帽致敬吧。这些创造者需要美国的繁荣框架（它始于1789年进行的一次独特实验）才能发挥潜力。反过来，美国需要像这些杰出的公民来实现我们开国元勋所追求的奇迹。

如今，许多人在世界各地创造了类似的奇迹，创造了使全人类受益的繁荣。然而，在其短暂的232年中，还没有其他像美国这样可以释放人类潜能的孵化器。尽管出现了严重的中断，但我国的经济发展却令人叹为观止。

除此之外，我们保留着成为“更完美联盟”的宪政愿望。在这方面的进展缓慢，不平衡且经常令人沮丧。但是，我们已经向前迈进，并将继续前进。

我们坚定的结论：绝不与美国作对赌。

伯克希尔的伙伴关系

伯克希尔是特拉华州的一家公司，我们的董事必须遵守该州的法律。其中包括要求董事会成员必须为公司及其股东的最佳利益行事。我们的董事们拥护这一原则。

此外，伯克希尔公司的董事当然希望公司能取悦客户，发展和奖励其36万名员工的才能，与放贷人的往来光明正大，并在许多我们运营业务的城市和州被视为良好公民。我们重视这四个重要的群体。

但这些团体中，没有任何一个团体在确定诸如股息、战略方向，首席执行官人选、并购和资产剥离之类的事情上有投票权。这些方面的责任完全是伯克希尔公司董事们的责任，他们必须忠实地代表公司及其所有者的长期利益。

除了法律要求之外，查理和我还对伯克希尔的许多个人股东负有一种特殊的义务。一些个人经历可能会帮助您了解我们不寻常的关系，以及它何影响我们的行为。

在我执掌伯克希尔之前，我通过一系列合伙企业为许多个人管理资金，其中最早的3家合伙企业成立于1956年。随着时间的流逝，同时运营多个实体变得难以控制，在1962年，我们将12个合伙企业合并为一个独立的实体，即巴菲特合伙有限公司（Buffett Partnership Ltd．“ BPL”）。

到那一年，几乎所有我自己的钱，以及我妻子所有的钱，都一起投入了我的许多有限合伙公司的基金。我没有薪水，也没有费用收入。相反，作为普通合伙人，我的有限合伙公司只有在他们获得的年度回报率高于6%的门槛之后，才会给我报酬。如果收益未能达到该水平，差额部分就从我未来的应得利润中扣除。（幸运的是，从未发生过这种事：合伙人回报率总是超过6%的“标准杆”。）随着岁月的流逝，我父母、兄弟姐妹、姨妈姑婶、叔叔舅舅、表兄弟和姻亲都将大部分资金投资给了上述合伙企业。

查理在1962年成立了合伙公司，运作方式和我差不多。我们都没有任何机构投资者，我们的合作伙伴中也很少有金融行家。那些加入我们公司的人相信我们会像对待自己的钱一样对待他们的钱。这些人——要么凭直觉，要么依靠朋友们的建议——正确地得出了这样的结论：查理和我对资本的永久亏损有着极端的厌恶，除非我们预期他们的钱会做得相当不错，否则我们不会接受他们的钱。

1965年BPL收购伯克希尔哈撒韦的控制权后，我无意中进入了企业管理领域。后来，在1969年，我们决定解散BPL。年底后，这家合伙企业按比例分配了所有现金和三支股票，其中价值最高的是BPL在伯克希尔哈撒韦的70.5%股权。

与此同时，查理在1977年结束了其公司的运营。在他分配给合伙人的资产中，有Blue Chip Stamps的主要股份，这是他的合伙人、伯克希尔和我共同控制的一家公司。Blue Chip也是我的合伙公司解散时分配的三支股票之一。

1983年，伯克希尔和Blue Chip合并，使伯克希尔的注册股东基础从1900人扩大到2900人。查理和我希望所有人——新老股东和潜在股东——都能步调一致达成共识。

因此，在1983年的年报中——第一要务——列出了伯克希尔的“主要商业原则”。第一条原则这样开始：“虽然我们的形式是公司，但我们的态度是合作关系。”“这定义了我们在1983年的关系，这样是我们对今天的定义。查理和我——以及我们的董事们——相信这句格言在未来几十年里将对伯克希尔大有裨益。

伯克希尔的所有权现在分为五个大“桶”，其中一个由我作为“创始人”占据。那一桶肯定会空，因为我拥有的股票每年都会分配给各种慈善机构。

其余四桶中有两桶由机构投资者占据，各自负责管理他人的资金。然而，这就是这两个桶之间的不同之处：它们的投资程序截然不同。

一个机构类型是指数基金，这是投资界一个规模庞大、迅速发展的领域。这些基金只是紧跟它们追踪的指数。指数投资者最喜欢的是标普500指数（S&P 500），伯克希尔哈撒韦是该指数的成份股。应该强调的是，指数基金之所以持有伯克希尔的股票，只是因为它们被要求这么做。他们处于自动驾驶状态，买卖只是为了“权重”目的。

另一个机构类型则是管理客户资金的专业人士，不管这些资金属于富人、大学、退休人员或任何人。这些职业经理人的职责是根据他们对估值和前景的判断，将资金从一项投资转移到另一项投资。这是一个光荣而艰难的职业。

我们很高兴为这个“活跃的”团体工作，同时他们也在寻找更好的地方来配置客户资金。可以肯定的是，一些基金经理着眼长远，很少进行交易。还有一些人使用计算机，利用算法可以在一纳秒内指导股票的买卖。一些专业投资者会根据他们的宏观经济判断来回操作。

第四类是个人股东，他们的运作方式与我刚才描述的积极型机构经理人类似。可以理解的是，当这些股东看到另一项令他们兴奋的投资时，他们会把自己持有的伯克希尔股票视为可能的资金来源。我们对这种态度没有异议，这与我们看待我们在伯克希尔持有的一些股票的方式类似。

综上所述，如果查理和我对我们的第五桶没有特别的亲缘感，那我们就没有人性了。第五桶就是超过百万的个人投资者，他们相信我们会代表他们的利益，不管未来会发生什么。他们加入我们并不打算离开，他们的心态与我们最初的合作伙伴相似。事实上，在我们合伙期间的许多投资者，以及/或他们的后代，仍然是伯克希尔的主要所有者。

斯坦·特鲁尔森（Stan Truhlsen）就是这些老合作伙伴中的一个典型代表，他是奥马哈市一位开朗慷慨的眼科医生，也是一位私人朋友，他在2020年11月13日迎来了自己的100岁生日。1959年，斯坦和其他10名年轻的奥马哈医生与我结成了伙伴关系。他们创造性地将自己的公司命名为Emdee， Ltd。每年，他们都会和我和妻子一起在家里举行庆祝晚餐。

当我们的合伙人在1969年分配伯克希尔股票时，所有的医生都保留了他们得到的股票。他们可能不知道投资或会计的来龙去脉，但他们知道在伯克希尔他们将被视为合伙人。

斯坦的两名来自Emdee的朋友现龄都90多岁了，他们仍然持有伯克希尔的股票。这一群体惊人的持久性——加上查理和我分别是97岁和90岁的事实——提出了一个有趣的问题：持有伯克希尔的股票会让人长寿吗？

伯克希尔不同寻常且备受重视的个人股东家族，可能会让你更加理解我们不愿讨好华尔街分析师和机构投资者。我们已经有了我们想要的投资者，总的来说，我们不认为他们会被通过替代品来升级。

可供伯克希尔拥有的席位有限，也就是流通股。我们非常喜欢已经拥有了它们的人。

当然，“合伙人”也会发生一些变动。不过，查理和我希望这种变动很微小。毕竟，谁会寻求朋友、邻居或婚姻的快速转变呢？

1958年，菲尔·费舍尔写了一本关于投资的极好的书。在这篇文章中，他将经营一家上市公司比作经营一家餐厅。他说，如果你在寻找食客，无论是汉堡配可乐还是带有异国情调的葡萄酒配法国美食，你都可以吸引顾客并获得成功。但是，费雪警告说，你不能随意地从一个口味转换到另一个：你给潜在客户的信息必须与他们进入你的场所后发现的一致。

在伯克希尔，我们提供汉堡和可乐已经56年了。我们珍惜这一票价所吸引的顾客。

美国和其他地方的数千万其他投资者和投机者有各种各样的股票选择，以符合他们的口味。他们将会找到拥有诱人想法的首席执行官和市场专家。如果他们想要价格目标，管理收益和“故事”，他们不会缺少追求者。“技术人员”将充满信心地指导他们，告诉他们图表上的一些波动预示着股票的下一步走势。要求采取行动的呼声永远不会停止。

我要补充的是，这些投资者中的许多人会做得很好。毕竟，持有股票在很大程度上是一个“正和”博弈。事实上，一个耐心且头脑冷静的猴子，通过向标普500的上市公司投掷50支飞镖构建的投资组合，随着时间的推移，只要它不受诱惑改变原来的“选择”，它就将会享受股息和资本收益。

生产性资产，如农场、房地产，当然还有企业所有权，都能产生财富——大量的财富。大多数拥有这些资产的人都会得到回报。所需要的只是时间的流逝、内心的平和、充足的多元化以及交易和费用的最小化。不过，投资者决不能忘记，他们的支出就是华尔街的收入。而且，和我的猴子不一样，华尔街的人可不是为了花生而工作的。

当伯克希尔有空位时——我们希望这样的空位很少——我们希望它们能被那些了解并渴望我们所提供的东西的新来者所占据。经过几十年的管理，查理和我仍然不能承诺结果。然而，我们可以并确实保证将你们视为合作伙伴。

我们的后继者也会如此。

伯克希尔的一个可能令你吃惊的数字

最近，我了解到一个我从未怀疑过的关于我们公司的事实：伯克希尔拥有的位于美国的房地产、工厂和设备——这类资产构成了我们国家的“商业基础设施”——它们的公认会计准则估值超过了任何其他美国公司所拥有的数量。伯克希尔的这些国内“固定资产”的折旧成本为1540亿美元。紧随其后的是AT&T，其拥有的房地产、厂房和设备价值1270亿美元。

我应该补充一点，我们在固定资产所有权方面的领导地位，其本身并不意味着投资的胜利。最好的结果出现在那些只需要很少资产就能开展高利润业务的公司，以及那些提供只需要很少额外资本就能扩大销售额的产品或服务的公司。事实上，我们拥有一些这样的杰出企业，但他们相对较小，发展也比较缓慢。

然而，重资产的公司可以是很好的投资。事实上，我们很高兴看到我们的两大巨头——BNSF和BHE。2011年，也就是伯克希尔拥有BNSF的第一个整年，这两家公司的利润合计为42亿美元。2020年，对很多企业来说都是艰难的一年，但这两家公司却赚了83亿美元。

BNSF和BHE在未来几十年将需要大量的资本支出。好消息是，两者都可能带来适当的增量投资回报。

让我们先看看BNSF。它的铁路运输了美国境内所有非本地货物（按吨英里计算）的15%，无论是通过铁路、卡车、管道、驳船还是飞机。BNSF的负载远远超过任何其他承运人。

美国铁路的历史很有趣。在经历了150年左右的疯狂建设、欺诈、过度建设、破产、重组和合并之后，铁路行业终于在几十年前成熟并合理化了。

BNSF于1850年开始运营，在伊利诺伊州东北部修建了一条12英里长的线路。如今，BNSF有390个前身，他们的铁路被收购或合并。

伯克希尔在2010年初收购了BNSF。自从被我们收购以来，这家铁路公司在固定资产上投资了410亿美元，超过了折旧费用200亿美元。铁路是一项户外运动，火车必须在极冷和极热的环境下可靠地行驶，因为它们总是会遇到从沙漠到山脉的各种地形。大规模洪水周期性发生。BNSF拥有23000英里的铁路，遍布28个州，必须不惜一切代价在其庞大的系统中最大限度地提高安全性和服务。

尽管如此，BNSF（北伯林顿铁路公司）还是向伯克希尔支付了大量股息——总计418亿美元。然而，铁路公司只会在满足其业务需求和保持20亿美元现金余额后，再付给我们剩下的钱。这种保守的政策允许BNSF以较低的利率借款，而不依赖伯克希尔对其债务的任何担保。

关于BNSF的另一个点是：去年，该公司首席执行官卡尔·艾尔（Carl Ice）和他的二号人物凯蒂•法默（Katie Farmer）在控制开支方面做了出色的工作，同时克服了业务的严重低迷。尽管载货量下降了7%，但这两位实际上使BNSF的利润率提高了2.9个百分点。卡尔如计划的那样，在年底退休了，凯蒂接任了首席执行官一职。因此，BNSF的管理依然优秀。

与BNSF不同的是，BHE（伯克希尔·哈撒韦能源公司）不支付普通股股息，这在电力行业很不常见。我们拥有该公司21年了，这种斯巴达式的政策贯穿了整个时期。与铁路不同，我们国家的电力设施需要大规模的改造，最终的成本是惊人的。这一努力将在未来几十年吸收BHE的全部收入。我们欢迎挑战，相信增加的投资将得到适当的回报。

让我来告诉你BHE的一项努力——它承诺投入180亿美元，对已经过时的电网进行改造和扩建，这些电网现在正在向整个西部输送电力。BHE在2006年开始这个项目，预计在2030年完成——是的，2030年。

可再生能源的出现使我们的项目成为社会的必需品。从历史上看，长期以来盛行的燃煤发电都位于人口密集的地区。然而，新世界风能和太阳能发电的最佳地点往往是在偏远地区。当BHE在2006年评估情况时，对西部输电线路进行巨额投资已不是什么秘密。然而，在计算项目成本后，当时很少有公司或政府机构有财力接手。

应该指出的是，BHE的决定是基于它对美国政治、经济和司法体系的信任。要获得可观的收入，需要投入数十亿美元。输电线路必须跨越各州和其他司法管辖区的边界，每个州都有自己的规则和选区。BHE还需要与数百名土地所有者打交道，并与生产可再生能源的供应商和向客户输送电力的遥远的公用事业公司签订复杂的合同。竞争激烈的利益集团和旧秩序的捍卫者，以及渴望立即出现一个新世界的不切实际的梦想家，都必须加入进来。

惊喜和延迟都是肯定的。然而，同样可以肯定的是，BHE具备管理才能、机构承诺和财力来履行其承诺。虽然我们的西部输电项目要多年才能完成，但我们今天正在寻找其他类似规模的项目来承担。

无论遇到何种障碍，BHE都将成为提供更清洁能源的领导者。

年度会议

去年2月22日，我写信告诉你，我们计划召开一个盛大的年会。不到一个月，这个计划就被废弃了。

由梅丽莎·夏皮罗（Melissa Shapiro）和伯克希尔首席财务官马克·汉伯格（Marc Hamburg）领导的总部小组迅速重组。他们的即兴表演奇迹般地奏效了。伯克希尔副董事长之一格雷格·阿贝尔（Greg Abel）和我一起上台，面对着一个黑暗的舞台、1.8万个空座位和一台摄像机。没有彩排：我和格雷格在“表演时间”开始前45分钟到达。

我令人难以置信的助手Debbie Bosanek于47年前加入伯克希尔，当时他年仅17岁，他整理了约25张幻灯片，这些幻灯片展示了我在家中整理的各种事实和人物。幻灯片由一个匿名但非常能干的计算机和摄像头操作团队以适当的顺序投影到屏幕上。

雅虎将整个过程向创纪录的国际听众直播。CNBC的Becky Quick在新泽西州的家中工作，在Greg和我上台的四个小时内，从观众通过她的电子邮箱提交的成千上万个问题中挑选出问题。See’s花生脆和软糖，以及可口可乐，为我们提供食品。

今年，5月1日，我们计划举办一次更好的活动。同样，我们将依靠Yahoo和CNBC完美无缺的表现。雅虎将于美国东部时间下午1点开始直播。

我们的正式会议将于美东时间下午5：00开始，应在下午5：30结束。在此之前，在1：30-5：00之间，我们将回答Becky Quick转交的问题。和往常一样，我们不知道问题是什么。

现在——此处应有掌声——惊喜来了。今年，我们的会议将在洛杉矶举行……而查理将会上台，在整个3个半小时的问答环节中回答问题并发表意见。去年（他没来）我想念他，更重要的是，你们显然也想念他。我们宝贵的副主席Ajit Jain和Greg Abel也将与我们一起回答有关其业务领域的问题。

欢迎通过Yahoo观看我们的会议。将您真正棘手的问题转给查理！我们会很开心的，希望您也一样。

当然，更好的是我们面对面相见的那一天，我希望并期待能在2022年相见。奥马哈市民、我们的参展子公司以及我们所有在总部工作的人，都迫不及待地希望您参加真正的伯克希尔式大会。

2021年2月27日

沃伦·巴菲特 董事长

## 2021年巴菲特致股东的信

致伯克希尔哈撒韦公司的股东：

查理·芒格，我的长期合伙人，我的工作是管理你的一部分储蓄。我们非常感谢您的信任。 我们的职位也有责任向你报告我们想知道的事情，如果我们是缺席的老板，而你是经理。我们很高 兴通过这封年信和年会直接与您进行交流。 我们的政策是平等地对待所有的股东。因此，我们不与分析师或大型机构进行讨论。只要有可能， 我们也会在周六上午发布重要的信息，以便最大限度地延长股东和媒体在周一开市前消化新闻的时间。 伯克希尔公司定期向S.提交的大量事实和数据。E.C.我们在K-1-K-119页上进行了复制。一些股东 会发现这个细节引人入胜；其他人只是更喜欢了解查理和我认为在伯克希尔是新的或有趣的东西。

唉，在2021年几乎没有发生这样的行动。

不过，我们确实在增加你的股票的内在价值方面取得了合 理的进展。这项任务是57年来我的主要任务。而且它还将继续如此。 你拥有什么伯克希尔拥有各种各样的业务，有些是完整的，有些只是部分的。第二类主要由美国大公司的可上 市普通股组成。

此外，我们还拥有一些非u型的产品。S.股权，并参与多个合资企业或其他合作活动。 无论我们的所有权形式是什么，我们的目标都是对既具有持久经济优势又拥有一流CEO的企业进行 有意义的投资。请特别注意，我们持有的股票是基于我们对其长期业务业绩的预期，而不是因为我们将它 们视为市场及时波动的工具。这一点至关重要：查理和我不是选股者；我们是选商业者。 我犯了很多错误。

因此，我们广泛的业务集合包括一些具有真正非凡的经济特性的企业，许多其他 具有良好的经济特征的企业，以及一些是边缘化的企业。我们的普通股部分的一个优势是，有时很容易以极好的价格买到美妙的企业。这种投机取巧的经历在谈判交易中是非常罕见的，而且从不会大量发生。当它在有价普通股市场上发生时，从错误中退出也容易得多。

惊喜，惊喜

以下是一些关于你的公司的事情，它们经常会让经验丰富的投资者感到惊讶：

许多人认为伯克希尔是一个庞大而又有点奇怪的金融资产集合。事实上，伯克希尔拥有并运营着更 多的美国公司。.基于“基础设施”的资产——在我们的资产负债表上分为财产、工厂和设备—— 比其他任何美国公司拥有和经营的资产都要多。霸权从来都不是我们的目标。然而，这已经成为了 一个事实。 截至年底，这些国内基础设施资产在伯克希尔的资产负债表上实现为1580亿美元。这一数字在去年有所 增加，并将继续增加。伯克希尔将会不断建设。 • 每年，你的公司都要支付大量的联邦所得税。例如，在2021年，我们支付了3美元。30亿美元，而 美国。S.美国财政部公布的企业所得税收入总额为4,020亿美元。此外，伯克希尔还缴纳了大量的 州税和外国税。“我在办公室给出的”是伯克希尔股东无可置疑的断言。 伯克希尔的历史生动地说明了政府和美国企业之间无形的、往往未被承认的金融伙伴关系。我们的 故事始于1955年初，当时伯克希尔精细旋转公司和哈撒韦制造公司同意合并他们的业务。在请求股 东批准时，这些古老的新英格兰纺织公司表示对合并寄予厚望。 例如，哈撒韦公司的征集活动向其股东保证，“资源和管理的结合将成为纺织业中最强大、最有效 率的组织之一。”这种乐观的观点得到了公司顾问雷曼兄弟（是的，是雷曼兄弟）的支持。 我敢肯定，当工会结束时，这在福尔里弗（伯克郡）和新贝德福德（哈撒韦）都是欢乐的一天。

然 而，在乐队停止演奏，银行家们回家后，股东们遭受了一场灾难。 在合并后的9年里，伯克希尔的所有者看到该公司的净资产从51美元暴跌。400万到22美元。100万 。这种下跌在某种程度上是由于股票回购、不明智的股息和工厂关闭造成的。但数千名员工9年的 努力也带来了运营亏损。伯克希尔的挣扎并不罕见：新英格兰纺织业已经无声地进入了一场漫长的 、不可逆转的死亡游行。

在合并后的9年里，美国财政部也受到了伯克希尔的麻烦的影响。在此期间，该公司总共只向政 府支付了337,359美元的所得税——每天只有一个可怜的100美元。

1965年初，情况发生了变化。伯克希尔设立了新的管理层，重新部署可用现金，并将所有收益转移 到各种良好的业务中，其中大部分多年来一直保持良好。将收益的再投资与复合的力量结合起来发 挥了魔力，股东们获得了成功。 值得指出的是，伯克希尔的所有者并不是该课程调整的唯一受益者

。他们的“沉默的伙伴”，美国财政部，开始向该公司收取数百亿美元的所得税支付。还记得每天100美元吗？现在，伯克希 尔每天向财政部支付约900万美元。

公平地说，对于我们的政府合作伙伴，我们的股东应该承认——确实是在宣扬——伯克希尔的繁荣 是因为公司在美国经营的。如果没有伯克郡，自1965年以来，我们的国家将会做得很好。然而，如 果没有我们在美国的家，伯克希尔永远不会接近今天的样子。当你看到国旗时，请说声谢谢。

从1967年以860万美元收购National Indemnity开始，伯克希尔已经成为保险“浮动”资金的世界领导者—这些我们持有并可以投资的资金，但不属于我们。 包括一笔相对较小的人寿保险收入在内，伯克希尔的总浮动资金已从我们进入保险业务时的1900万美元增长到1470亿美元。

到目前为止，这笔浮动花费我们只有零。虽然我们经历了许多年的保险损失和运营费用超过保费， 但总体来说，我们从产生我们的浮动资金的承销活动中获得了55年的适度利润。 同样重要的是，浮子是非常黏黏的。我们的保险业务的资金每天都来来去去，但它们的总额不会急 剧下降。因此，说到浮动投资，我们可以考虑长期的问题。

如果您还不熟悉浮点数的概念，请参考A-5页的详细解释。令我惊讶的是，我们的流通股去年增加 了90亿美元，这对伯克希尔的所有者来说很重要，但并没有反映在我们的GAAP（“公认会计原则” ）收益和净资产的陈述中。

我们在保险领域创造的巨大价值，很大程度上要归功于伯克希尔在1986年雇佣AjitJain时的好运气 。我们第一次见面是在一个周六的早上，我很快问阿吉特，他的保险经验如何。他回答说：“没有 。”我说：“没有人是完美的。”然后就雇了他。那是我的幸运日：Ajit实际上是我们所能做出的最完 美的选择。更好的是，35年后，他还将继续如此。 关于保险的最后一个想法是：我相信，伯克希尔的流通股在不发生长期承保损失的情况下，有可能 维持——但远不能保证。然而，我确信，我们将会有几年经历这样的损失，可能涉及非常大的金额 。

四大巨头

伯克希尔没有像其他保险公司那样处理灾难性事件——在查理和我离开后，这个优先事项将继续存 在。 我们的四个巨人 通过伯克希尔，我们的股东拥有数十家业务。其中一些公司也有自己的子公司。例如，马蒙拥有 100多个个人业务，从铁路车厢租赁到医疗设备制造。

• 尽管如此，我们的“四大”公司的运营却占了伯克希尔公司价值的很大一部分。排名榜首的是我们 的保险公司。伯克希尔实际上拥有这一集团100%的股份，我们之前描述的巨大浮动价值。这些保险 公司的投资资产被我们投资的用来支持他们承诺的巨额资本进一步扩大。

保险业务是为伯克希尔航空公司订购的。该产品永远不会过时，销量通常会随着经济增长和通货膨 胀而增长。此外，诚信和资本也将永远很重要。我们的公司可以而且将会表现得很好。 当然，也有其他的保险公司有着良好的商业模式和前景。然而，复制伯克希尔的业务几乎是不可能 的。

• 苹果——以年终市场价值衡量的亚军巨头——是一种不同的持有。在这里，我们的所有权只有5个 。55%，高于5。一年前是39%。这个增幅听起来像是小菜一碟。但考虑到苹果2021年的收益中，每0.1%的持股都是1亿美元。我们并没有花费伯克希尔的资金进行增持，苹果的回购起了作用。

重要的是要理解，只有苹果的股息才算在伯克希尔的GAAP收益报告中——去年，苹果向我们支付了7.85 亿美元。然而，我们在苹果收益中的“份额”达到了惊人的5美元。60亿。苹果公司保留的大部分股份都 被用于回购苹果公司的股票，我们对此表示赞赏。蒂姆·库克，苹果公司杰出的首席执行官，相当恰当地将苹果产品的用户视为他的初恋，但他的所有其他支持者也受益于蒂姆的管理能力。

• BNSF，我们的第三个巨头，仍然是美国商业的第一大动脉，这使它成为美国和伯克希尔不可或缺的 资产。如果BNSF所携带的许多基本产品都被卡车牵引，美国的碳排放量将会飙升。 你们的铁路在2021年达到了创纪录的60亿美元。这里需要注意的是，我们谈论的是我们喜欢的老式 收益：在利息、税项、折旧、摊销和所有形式的补偿后计算的数字。(我们的定义暗示了一个警告 ：随着股票的上涨，对收益的欺骗性“调整”——用礼貌的描述说——变得更加频繁和幻想。说得 不那么礼貌，我想说牛市孕育了膨胀的公牛。...) BNSF的火车去年行驶了1.43亿英里，运载了5.35亿吨货物。这两项成就都远远超过了其他任何一家美国 航空公司。你可以为你的铁路感到骄傲。

• BHE，我们最后的巨人，在2021年获得了创纪录的40亿美元。这比2000年伯克希尔首次收购BHE股份 的2000年的1.22亿美元增长了30倍多。现在，伯克希尔拥有91.1%的股权。

BHE的社会成就记录和它的财务业绩一样显著。该公司在2000年没有风能或太阳能发电。当时，它 仅仅被认为是大型电力公用事业行业中一个相对较新的、规模较小的参与者。随后，在大卫·索科 尔和格雷格·阿贝尔的领导下，BHE已经成为公用事业巨头（请不要抱怨），是美国大部分地区风 能、太阳能和输电的主导力量。

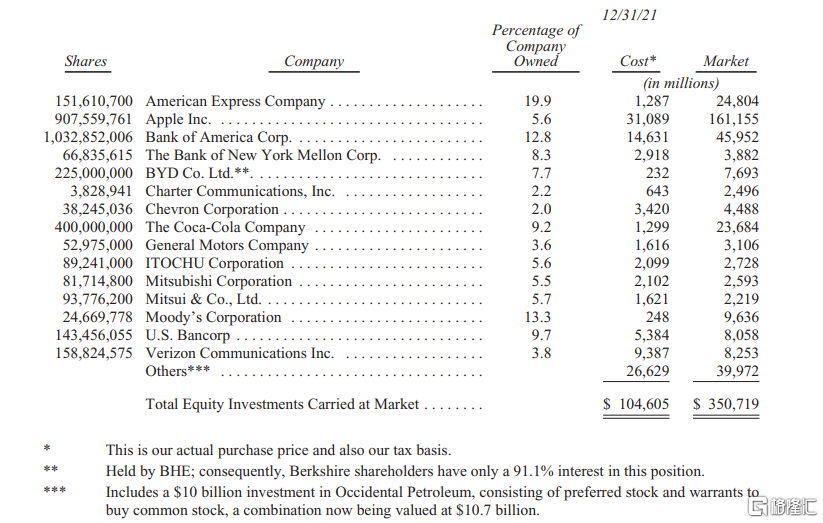
格雷格关于这些成就的报告出现在A-3和A-4页。你会发现那里的简介没有任何当前流行的“绿色清洗”故事。自2007年以来，BHE每年都在忠实地详细介绍其在可再生能源和传输方面的计划和表现 。要进一步查看这些信息，请访问BHE的网站brk能源公司。在那里，你会看到，该公司长期以来 一直在采取注重气候的行动，吸收其所有的收益。更多的机会就在前面。BHE拥有管理、经验、资本和对我国所需要的大型电力项目的需求。

投资

现在让我们来谈谈我们无法控制的公司，这个列表再次向了苹果。

下面我们列出了我们持有的15家最大的股票，其中几家是伯克希尔的两位长期投资经理，托德·库姆斯和泰德·韦施勒。

在年底，这对有 价值的投资对340亿美元的投资拥有总权力，其中许多没有达到我们在表中使用的阈值。此外，托德和泰德 管理的美元中有很大一部分位于伯克希尔拥有的企业的各种养老金计划中，而这些计划的资产并不包括在除了西方持有和我们的各种普通股头寸，伯克希尔还拥有26。卡夫亨氏6%的股份(采用“权益”法 ，而不是市场价值，账面价格为13美元。



该公司是旅游中心的领导者，去年的营收入为450亿美元。 自我们在2017年购买Pilot股份以来，该股份保证了“股权”会计处理。2023年初，伯克希尔将收 购Pilot的额外权益，这将使我们的所有权提高到80%，并使我们在财务报表中全面整合Pilot的收益、资产 和负债。

美国国债

伯克希尔的资产负债表包括1,440亿美元的现金和现金等价物(不包括BNSF和BHE持有的股份)。其中 ，有1,200亿美元持有于美国国债，全部在不到一年内到期的国库券。这些股份让伯克希尔开始融资1⁄2占公持 有国债的1%。

查理和我已经承诺，伯克希尔(以及我们除BNSF和BHE以外的子公司)将永远持有超过300亿美元的现 金和等价物。我们希望你的公司在经济上坚不可摧，永远不依赖陌生人（甚至是朋友）的善良。我们俩都 喜欢睡得很香，我们希望我们的债权人、保险索赔人和你们也这样睡。

为何需要1440亿美元？

我向你保证，这种巨大的总和并不是对爱国主义的疯狂表达。查理和我也没有失去我们对企业所有 权的压倒性偏好。事实上，80年前的热情是在1942年3月11日，当时我购买了三股城市服务公司的优先股。 他们的费用是114美元。我需要我所有的积蓄。(道琼斯工业股票平均价格指数当天收于99点，这一事实应 该告诉你：永远不要赌美国。)

在我最初的暴跌之后，我总是把至少80%的净资产留于股票。在那个期间，我的好感是100%，现在 仍然如此。伯克希尔目前在企业中占有80%左右的地位，是因为我未能找到符合我们长期持有标准的整个公 司或其中一小部分（即有市场的股票）。

查理和我在过去有时也经历过类似的现金充裕的头寸。这些时期永远都不愉快；它们也永远不会是 永久的。幸运的是，在2020年和2021年期间，我们有了一个稍微有吸引力的资本配置方案。继续阅读。

股份回购

我们有三种方法可以增加你的投资价值。第一个问题永远是我们心中的焦点：通过内部增长或进行 收购，增加伯克希尔受控企业的长期盈利能力。如今，内部机会提供的回报远远高于收购。然而，与伯克 希尔的资源相比，这些机会的规模却很小。

我们的第二种选择是购买许多上市的优秀或伟大企业的非控股部分权益。这样的可能性有时很多， 又明显吸引吸引力。然而，今天，我们发现没有什么让我们兴奋的东西。 这在很大程度上是因为一个真理：长期低利率会推动所有生产性投资的价格上涨，无论是股票、公 寓、农场、油井等等。其他因素也会影响估值，但利率总是很重要的。

我们创造价值的最后一条途径是回购伯克希尔的股票。通过这个简单的行动，我们增加了您在伯克 希尔拥有的许多受控和非受控企业中的份额。当价格/价值方程是正确的，这条路是我们最简单和最确定的 方法。(除了对继续股东产生的价值增加外，其他几方还从中受益：回购对回购股票的卖方和社会都有一定 的好处。)

随着替代途径变得缺乏吸引力，回购对伯克希尔的所有者来说是很有意义的。因此，在过去两年中，我们回购了截止2019年末外部流通股的9%，总成本517亿美元。

这笔支出让我们的持续股东继续拥有伯 克希尔所有业务的约10%，无论这些业务是全资拥有的(如BNSF和GEICO)，还是部分拥有的（如可口可乐和 穆迪）。

我想强调的是，为了让伯克希尔的回购有意义，我们的股票必须提供适当的价值。我们不想为其他 公司的股票支付过高的价格，如果我们在收购伯克希尔时支付过高的价格，那将会破坏价值。

截至2022年2 月23日，自今年年底以来，我们以12亿美元的成本回购了额外的股票。我们的胃口仍然很大，但仍将永远 依赖于价格。 值得注意的是，由于伯克希尔的高级投资者基础，它的回购机会有限。如果我们的股票被短期投机 者大量持有，价格波动性和交易量都将大幅增加。这种重塑将为我们提供更多的机会，通过进行回购来创 造价值。

尽管如此，查理和我还是更喜欢我们拥有的所有者，尽管他们令人钦佩的购买和持有态度限制了 长期股东从机会主义回购中获利的程度。 最后，一个针对伯克希尔的很容易被忽视的价值计算：正如我们所讨论过的，正确的保险“浮动” 对我们来说很有价值。事实上，回购会自动增加每股“流通股”的数量。在过去两年中，这一数字增长了 25%——从每股79,387美元增至99,497美元，这一增长的意义在一定程度上要归功于回购。

一个了不起的人和一个了不起的生意

去年，保罗·安德鲁斯去世了。保罗是伯克希尔公司总部位于沃斯堡的子公司TTI的创始人和首席 执行官。在他的一生中——在他的事业和个人追求中——保罗默默地展示了我和查理所钦佩的所有品质。 他的故事应该被讲述出来。 1971年，当屋顶倒塌时，保罗在通用动力公司做采购经纪人。在失去了一份巨额的国防合同后，该 公司解雇了包括保罗在内的数千名员工。 随着他的第一个孩子即将出生，保罗决定在自己身上下注，用他500美元的积蓄创立了德州电子技 术公司(后来更名为TTI)。该公司开始销售小型电子元件，第一年的销售额总计为11.2万美元。如今，TTI 销售了超过100万种不同的产品，年销量额为77亿美元。。

但回到2006年，63岁的保罗后来发现自己对自己的家庭、工作和同事都很满意。但他有一个挥之不 去的担忧，因为他最近目睹了一个朋友的早逝，以及随后给他的家庭和企业带来的灾难性后果。保罗在 2006年问自己，如果他意外死亡，许多依赖他的人会发生什么呢？ 一年来，保罗一直在纠结于自己的选择。卖给竞争对手？从严格的经济角度来看，这一做法是最有意义的。毕竟，竞争对手可以设想有利可图的“协同效应”——随着收购者削减了TTI的重复功能，将实现这些节省。但是..这样的收购者肯定也会保留其首席财务官、法律顾问和人力资源部门。因此，他们的TTI同 行将被发送到包装箱中。呃！如果需要一个新的配送中心，收购者的家乡城市肯定会比沃斯堡更受青睐。

无论经济上有什么好处，保罗很快得出结论，卖给竞争对手不适合他。接下来，他考虑寻找一个金融买家，这一物种曾经被恰当地贴上了杠杆收购公司的标签。然而，保罗知道，这样的购买者将专注于“ 退出策略”。“谁能知道那会是什么事呢？”保罗沉思着这一切，发现自己没有兴趣把他35岁的作品交给 一个经销商。

当保罗见到我时，他解释了为什么他取消了这两种选择。然后，他总结了自己的困境——措辞比这 委婉得多——“经过一年的思考，我想把产品卖给伯克希尔，因为你是唯一剩下的人。”于是我作了条件 ，保罗说。“一次会议；一份午餐；一个交易。 说我们从此以后都过着幸福的生活是一种保守的说法。

当伯克希尔收购TTI时，该公司雇佣了2,387 人。现在的数字是8043个。其中很大一部分的增长发生在沃斯堡和周边地区。收益增长了673%。 每年，我会打电话给保罗，告诉他，他的薪水应该大幅增加。每年，他都会告诉我，“我们明年可 以谈谈，沃伦；我现在太忙了。”

当格雷格·亚伯和我参加保罗的追悼会时，我们遇到了孩子、孙子、长期的同事(包括TTI的第一位 员工)和约翰·罗奇，伯克希尔在2000年收购的沃斯堡一家公司的前首席执行官。

约翰把他的朋友保罗带到 奥马哈，本能地知道我们会成为对手。 在这个仪式上，格雷格和我听说了保罗默默支持的许多人和组织。他的慷慨是非凡的——总是为了 改善他人的生活，尤其是那些在沃斯堡的人。 无论如何，保罗都是一个阶级行为。

好运——偶尔也有非凡的运气——在伯克希尔发挥了自己的作用。

如果保罗和我没有享受一个共同 的朋友——JohnRoach-TTI就不会在我们一起找到它的家。但这种充足的运气服务只是一个开始。

TTI很快 就带领伯克希尔进行了最重要的收购。 每年秋天，伯克希尔的董事们都会聚集在我们的几位高管那里做演讲。我们有时会根据最近收购的 地点来选择地点，这意味着允许董事与新子公司的首席执行官会面，并了解更多关于被收购方的活动。 在2009年的秋天，我们因此选择了沃斯堡，以便我们可以访问TTI。当时，以沃斯堡为家乡的BNSF 是我们可销售股票中的第三大股东。尽管股份很大，但我从未参观过铁路总部。 我的助手黛布·博萨内克将我们董事会的开幕晚宴安排在10月22日。与此同时，我安排当天早些时 候到达，会见BNSF的首席执行官马特·罗斯，他的成就我一直钦佩。当我确定这个日期的时候，我并不知 道我们的聚会是否会同时赶上BNSF在22日晚些时候发布的第三季度收益报告nd. 市场对铁路公司的业绩反应不佳。大衰退在第三季度全面展开，BNSF的收益反映了这种下滑。经济前景也很黯淡，华尔街对铁路或其他许多方面并不友好。

第二天，我再次和马特聚在一起，建议伯克希尔将为铁路公司提供一个比上市公司更好的长期住房 。我还告诉了他伯克希尔将支付的最高价格。 马特把这个提议转达给了他的董事和顾问们。忙碌的11天后，伯克希尔和BNSF宣布了一项坚定的交易。

在这里，我将冒险做出一个罕见的预测：一个世纪后，BNSF将成为伯克希尔和我们国家的关键资产。 如果保罗·安德鲁斯没有把伯克希尔当成TTI的合适之家，对BNSF的收购就永远不会发生。

谢谢

70年前，我教了我的第一堂投资课。从那以后，我几乎每年都在和各个年龄段的学生一起工作，最

终在2018年“退休”。

一路上，我最艰难的听众是我孙子五年级的学生。这些11岁的孩子在座位上扭动着身子，茫然地盯着我，直到我提到了可口可乐和它著名的秘密配方。立刻，每只手都举起来了，我知道“秘密”对孩子们 来说是猫薄荷。 教学，就像写作一样，也帮助我发展和澄清了我自己的思想。查理称这种现象称为猩猩效应：如果 你和一只猩猩坐下来，仔细地向它解释你所珍视的想法之一，你可能会留下一个困惑的灵长类动物，但你 自己会更清楚地退出思考。

和大学生交谈要优越得多。我已经敦促他们在（1）的领域和（2）寻找工作，如果他们不需要钱， 他们会选择这样的人。我承认，经济现实可能会干扰这种搜索方式。即便如此，我还是敦促学生们永远不要放弃这个追求，因为当他们找到那种工作时，他们将不再“工作”。”

查理和我，在经历了几次挫折之后，遵循了解放的道路。我们都开始在我祖父的杂货店工作，1940 年是查理，我在1942年。我们每个人都被分配了一些无聊的任务，但报酬很少，这绝对不是我们想要的。 查理后来开始学习法律，我试着卖证券。我们继续缺乏工作满意度。

最后，在伯克郡，我们找到了我们喜欢做的事情。除了极少数例外，我们现在已经与我们喜欢和信 任的人“工作”了几十年。和保罗·安德鲁斯或我去年告诉你的伯克郡家族这样的经理一起是生活中的一 种乐趣。在我们的家庭办公室里，我们雇佣了体面和有才华的人——没有笨蛋。每年的平均流动率大概是一个人。

然而，我想进一步强调一点，让我们的工作变成乐趣和满足感——为你工作。对查理和我来说，没 有什么比享受个人长期股东的信任更有回报的了。几十年来，他们一直加入到我们的身边，期望我们将成 为他们资金的可靠托管人。 显然，我们不能选择我们的所有者，如果我们的经营形式是合伙关系，我们可以选择所有者。

今天 ，任何人都可以购买伯克希尔的股票，并打算很快转售它们。当然，我们得到了一些这样的股东，就像我 们得到了拥有大量伯克希尔资产的指数基金一样，仅仅因为它们被要求这样做 如此

然而，在一个真正不寻常的程度上，伯克郡拥有一个非常庞大的个人和家庭群体，他们选择加入我 们，意图是“直到死亡让我们分开”。“通常，他们托付给我们一大笔钱——有些人可能会说——他们的 储蓄。 这些股东有时会承认，伯克希尔控股公司可能远非他们所能做出的最佳选择。但他们会补充说，伯 克希尔将在他们最喜欢的公司中排名很高。

平均而言，那些对自己的投资感到满意的人，会比那些被不断 变化的新闻标题、闲聊和承诺所激励的人取得更好的结果。 长期的个人所有者都是我和查理一直在寻找的“合作伙伴”，也是我们在伯克郡做决定时一直想要 的人。我们对他们说：“为你‘工作’感觉很好，我们感谢你的信任。””

年度股东大会

日期已经确定。伯克希尔公司将于4月29日（周五）至5月1日（周日）在奥马哈举行年度股东大会。关于股东大会的细节写在A-1和A-2页。奥马哈急切地等待着你的到来，我也一样。

我要用一个广告来结束这封信。“表弟”吉米-巴菲特设计了一款浮式“派对”游艇，目前由伯克希尔子公司Forest River生产。这款游艇将于4月29日在伯克希尔股东大会上发布。而且，仅在两天时间内，股东可以以10%的折扣购买吉米的杰作。你们的董事长会买一艘供家人使用，加入我吧。

2022年2月26日

沃伦·巴菲特 董事长