

# 2014年巴菲特致股东的信（中文版）

致伯克希尔·哈撒韦公司的股东：

伯克希尔2014年的净财富增加了183亿美元，公司A类和B类股票的每股账面价值增长8.3%。在过去50年中（即现有管理层接手公司开始），公司股票的每股账面价值由19美元增长至146,186美元。年复合增长率为19.4%。

在这半个世纪里，我们持续不断地将公司每股账面价值与标普500的年度回报相比较。账面价值虽然并不精准，但却是行之有效的追踪工具，可以衡量对企业来说真正重要的东西——企业内在商业价值。

我们接手伯克希尔的前几十年，账面价值与内在价值之间的关联性远比现在要强，那时的确如此，因为伯克希尔当时大部分资产的价值都能持续反映出当时的市场价格，用华尔街的说法就是，大部分资产是“按市价计算的（marked to market）”。

今天，我们的重心已经发生重大变化，转向拥有和运营大型商业资产。这其中不少企业的价值要远远超过他们基于成本计算的账面价值。但是无论这些企业的价值增长到多高，其账面价值从未向上修正过。结果就是，伯克希尔公司内在价值与账面价值的差距实质上拉大。

考虑到这一点，我们在首页增设了一项新数据——伯克希尔股价的历史记录。我想强调，市场价格在短期有局限性。月度或年度的股价波动通常不太稳定，并且无法反映公司内在价值的变化。如果将时间区间拉长，股价与内在价值最终会趋于接近。伯克希尔的副主席、我的伙伴查理·芒格和我都相信，伯克希尔过去50年的每股内在价值基本上等同于公司股票的市场价值，同样上涨了1,826,163%。

## 伯克希尔这一年

2014年伯克希尔在所有的主要指标上都表现尚佳，除了一项。以下是重要的发展情况：

1，我们的“五大发动机”——伯克希尔最大的五个非保险企业——在2014年的税前净利润达到了创纪录的124亿美元，较2013年增加了16亿美元，这些企业包括伯克希尔·哈撒韦能源公司（BHE；前身是MidAmerican能源公司）、伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司（BNSF）、IMC、Lubrizol以及Marmon。

这五家企业中，只有BHE是我们在十年前买下的，这家公司当时的净利是3.93亿美元，随后我们以全现金的方式拿下了另外三家公司，在并购第五家公司BNSF的时候，我们支付了70%的现金，剩下的通过增发6.1%的股票实现。换句话说，过去十年这五家公司每年给伯克希尔贡献的120亿美元的收益是通过稀释少量股权实现的，这意味着我们实现了自己的目标，不仅增加了收益，还确保我们提高了每股价值。

如果美国经济今年持续改善，我们预计这五大发动机的盈利也将有所增加，增幅可能会达到10亿美元，部分原因在于这些企业另外的并购活动已经完成或者按照合同在进行。

2，2014年有一个不好的消息也是来自五大企业，但与盈利无关。这一年BNSF令许

多顾客失望。这些运货商依赖我们，我们的服务出现问题可能会对他们的生意造成严重的伤害。

到目前为止，BNSF是伯克希尔最重要的非保险行业的子公司，为了提升业绩，我们将在2015年支出60亿美元用于工厂和设备，这比其他铁路公司一年花在这方面的费用高出将近50%，这的确是个巨大的数字，无论是与收入对比，还是与公司的净利润或者折旧费相比。

但是天气原因（去年格外恶劣）依然会给铁路带来各种各样的运营问题，我们的责任是尽一切可能将服务恢复到行业领先水平。这件事无法一夜之间达成，这需要增加系统运能，有时候会打断正在进行中的铁路营运。但是最近，我们巨额的支出已经开始显现效果。最近三个月，BNSF的业绩指标相较去年已经明显改善。

3，我们许多中小型非保险行业公司去年挣了51亿美元，2013年是47亿美元。与五大发动机相同，我们认为这部分公司今年的收益也会增长。在这些公司中，有两家公司去年净利润在4亿美元到6亿美元之间，6家在2.5亿美元到4亿美元之间，7家在1亿美元到2.5亿美元之间。这些企业的数量和收益都会增长，我们的雄心壮志没有极限。

4，伯克希尔体量巨大且在不断增长的保险业务在2014年再次取得承保盈利，这是连续12年做到这一点，而且保险浮存金(Float)实现增长。在这12年间，我们的浮存金从410亿美元增加到840亿美元。尽管这并不能体现伯克希尔的规模和浮存资金，但是我们可以用这些资金来投资，并由此带来了显著的投资收益。

同时我们的承保盈利在过去12年累计达到240亿美元，包括2014年的27亿美元。所有的这些都始于我们在1967年以860万美元的价格购入National Indemnity公司。

虽然我和查理·芒格不停的找寻并购机会，我们旗下的子公司也会经常自己做一些补强收购(bolt-on acquisition: 意指一项产品(或公司)收购交易很自然地符合收购方的现有业务范围或公司战略)。许多子公司去年做了大量的收购，成果是丰硕的：一共31起补强收购，总耗资78亿美元。这些收购的规模从40万美元至29亿美元不等。不过诸如金霸王（Duracell）之类的大型收购，可能要等到今年下半年才会结束。

如果价格合理，我和查理都鼓励子公司进行补强收购。因为这样能够有效地利用资金，对接我们的现有业务，将其纳入我们专业经理人团队的管理之下。这意味着我们不需要做太多额外的工作，就可以获得更多盈利。未来几年我们将会进行更多此类收购。

两年前，我的朋友Jorge Paulo Lemann问我，伯克希尔能否和他的3G资本集团联合收购亨氏（Heinz）公司。我毫不犹豫地答应了：我明白这种合作无论从人事还是财务的角度来看都是一桩好买卖。事实也正是如此。

我必须毫无愧色地承认，亨氏在其主席Alex Behring和CEO Bernardo的管理下表现的很好，我自己也做不到这么出色。他们对自己表现要求始终很高，远超同行，并且从不满足。

我们希望与3G集团进行更多合作。有的时候我们的合作仅限于财务层面，就像此前Burger King收购Tim Hortons那样。不过，我们更希望能够建立一种永久性的股权合

作关系。不管合作形式如何，我们与Jorge Paulo都合作得很愉快。

伯克希尔还和Mars及Leucadia拥有良好的合作关系，我们也希望同其他人合作。我们的所有联合投资活动，无论是财务还是股权合作，都是建立在友好的基础上。

去年十月，我们收购了Van Tuyl Automotive集团。该集团有78家汽车经销商，运行得都很出色。我几年前见过这家公司的老板Larry Van Tuyl。他当时就决定，如果未来他想出售公司，伯克希尔将会是不二选择。最近，我们的交易完成了，我们如今也成了“汽车人”。

Larry和他的父亲Cecil花了62年打造了这家集团，他们的一贯策略是，把所有的当地经理都吸纳为公司的合伙人。正是这种互惠互利的制度安排让他们在竞争中成为赢家。Van Tuyl目前是美国第五大汽车集团，单店销售数据极为抢眼。

这几年来，Jeff Rachor一直和Larry并肩管理公司，这将确保好的制度安排得以延续。全美有17000家汽车经销商，在转手的时候，这些经销商的所有权需要获得汽车生产厂家的同意。伯克希尔要做的，就是让汽车生产商乐于将车卖给我们。如果我们做到这一点，我们就能以合理的价格买到更多的汽车经销权，就能在不久之后打造一个规模数倍于Van Tuyl现在90亿美元销售额的业务。

在收购了Van Tuyl后，伯克希尔如今拥有9.5家财富500强企业（那0.5个是亨氏）。池子里还有490.5条大鱼，我们的线已经放出去了。

2014年，我们旗下的公司在厂房和设备上投资了创纪录的150亿美元，这是他们折旧费用的两倍。这其中有90%的钱花在美国。尽管我们也经常在海外投资，但美国才是最大的淘金乐土。而且相比尚未开发的地方，已经被人们发掘的只是冰山一角。我和查理有幸出生在美国，我们永远对此心怀感激。

截至去年年底，伯克希尔的员工总数（包括亨氏）达到创纪录的340499人，较前一年增加了9754人。增加的数字里，并不包含总部的人（只有25人），对此我深感骄傲。

去年，伯克希尔在“四大”（美国运通、可口可乐、IBM和富国银行）投资中的持股比例均有提高。我们购买了更多的IBM股票，持股比例从2013年的6.3%增加至7.8%。同时，可口可乐、美国运通和富国银行均进行了股权回购，这也提升了我们的相对份额。我们在可口可乐的持股比例从9.1%提升至9.2%，在美国运通的持股比例从14.2%提升至14.8%，在富国银行的持股比例从9.2%提升至9.4%。如果你觉得百分之零点几算不了什么，你可以简单地做个算数题：如果将这四家公司合在一起，伯克希尔的持股比例每提高0.1%，每年的盈利就将净增加5000万美元。

这四家公司业务出众，管理团队既有天赋，又注重股东利益。在伯克希尔，我们更希望拥有一家好公司的部分非控制性股权，而不是拥有一家二流公司100%的股权。宁选“碎玉”，不要“全瓦”。

2014年，按照股份计算，我们在“四大”的总盈利为（包含非持续性收入）47亿美元（三年前为33亿美元）。不过，我们向各位股东通报的利润仅包含分红，为16亿美元（三年前为8.62亿美元）。但你要明白，对伯克希尔而言，这31亿美元没有通报的利润，每分钱都和那16亿美元一样值钱。

这些被“四大”留存的收益，通常都用来回购了公司自己的股票。这让伯克希尔不用花一分钱就可以提高持股比例，从而增加未来的盈利。这些留存收益还被用来投资新的商机，增加公司的竞争优势。所有这些都让我们相信，未来几年“四大”的每股收益将会大幅增长（不过2015年将是艰难的一年，部分是因为强势美元）。如果这些预期收益能够实现，伯克希尔获得的分红将会增加，更重要的是，我们还有很多未实现的资本收益（就“四大”而言，截至去年年底，我们未实现的资本收益高达420亿美元）。

我们愿意进行大量被动的非控股型投资，这种灵活的资产配置策略，让我们相比那些局限于进行控股型投资的公司具有很大优势。我们的投资机会是他们的两倍。

我以前曾提到，我经商的经验对我的投资大有裨益，而投资经验又让我成为一个更优秀的商人。二者总是能相互补充和促进。唯有实践才能出真知。

我很看重两个独立的能力：对投资估值的能力，以及管理业务的能力。所以，我认为我们的两个投资经理Todd Combs和Ted Weschler，每人至少应该管理我们旗下的一项业务。几个月前，他们的机会来了。我们收购了两家公司，虽然规模不大，但业务数据很漂亮。两家公司合计净资产为1.25亿美元，但每年盈利1亿美元。

我让Todd和Ted各挑一家公司去担任总裁。这样的安排可以为我省下一些工作量，更重要的是，这个岗位将让他们成为更加出色的投资者（也就是说，他们已经非常优秀了）。

\*\*\*\*\*

2009年末，伴随着市场大衰退的阴影，我们决定收购BNSF，这是伯克希尔历史上最大手笔的收购。当时我将这笔交易称为“对于美国经济未来的最大押注”。

在1965年Buffett Partnership Ltd收购并控股伯克希尔之后，这种押注就屡见不鲜。查理和我总是对美国繁荣前景“打赌”，尽管这种繁荣几乎是板上钉钉的事。

事实上，在美国238年的历史上，那些看空的人谁最终受益了？如果将现在的美国和1776年的美国相比，你肯定也无法相信自己的眼睛。在我所经历的年代中，美国的人均产出已经翻了六倍。我的父母辈在1930年代时做梦也无法想象到我会经历什么。虽然许多人指责美国有这样那样的问题，但是我从没有见过谁希望从美国移民出去。（如果有人愿意那么做的话，我愿意出钱给他们买一张离开的单程票。）

美国金融市场的勃勃生机将继续延续下去。获取利润从来不会是一件一帆风顺的事情。有时候我们会对我们的政府有所抱怨，但是几乎可以肯定的是，美国的未来会更加光明。

为了完成这个目标，查理和我希望以下面的方式增加伯克希尔的内在价值：1）不断改善子公司基本的盈利能力；2）通过收购的方式提高子公司的盈利水平；3）采取投融方式；4）在公司价值被低估的时候回购股票；5）偶尔进行一次大规模的收购。偶尔情况下，我们也会出于对股东的考虑增发一些股票。

这些措施将会巩固公司的实力和地位，BNSF和伯克希尔在未来一个世纪里将依然对美国经济的起到至关重要的作用。保险行业对个人和企业来说必不可少，家庭产业和

汽车产业也会继续与日常生活息息相关。查理和我都相信，未来的世界将会由伯克希尔来定制，我们对此感到幸运并将不辱使命。

## 内在价值

查理和我已经多次讨论过商业内在价值，我们不可能告诉你一个确切的数字(事实上，其他公司也不可能做到)。在我们2010年年度报告中，我们曾经指出过三个关键因素，其中一个对于伯克希尔的内在价值起到决定性意义。

以下是其中两个关键因素的最新情况：2014年我们的每股投资增长了8.4%，达到了140123美元。我们在保险和投资之外的业务收益增长了19%，达到了每股10847美元。

自从1970年以来，我们的每股投资年化增长率达到了19%，盈利增长则为20.6%。这样的表现确保了伯克希尔股价过去44年来取得类似的增速。查理和我希望能够做到面面俱到，但我们首要目标还是增加营收。也正因此，去年我们欣然用所持的Phillips 66及Graham Holdings公司股权交换了其资产，并计划在2015年对宝洁旗下的金霸王如法炮制。

\*\*\*\*\*

下面，让我们来看看伯克希尔的四项主要业务。每一项的资产负债表和营收特点都与其他业务明显不同。所以我们将其当作四项独立业务来呈现，我和查理对此已有共识（尽管将它们放在同一个篮子里有显著且持久的优势）。如果你我位置对换，你是做报告的经理而我们是未到场的股东，我们想要获知的信息正是我们如今要为你提供的。（当然位置对换只是假设而已！）

## 保险

首先是保险业务，这是公司的核心业务。自从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了National Indemnity 和 National Fire & Marine。这笔收购对于公司的意义十分深远，虽然其过程十分简单。

我的朋友——两家公司实际控股股东Jack Ringwalt来到我的办公室表示希望出售公司，15分钟后，我们就达成了一致。Jack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。这是因为 1) Jack是一个诚实的人；2) 如果收购过程过于繁琐的话，他可能就会放弃交易了。

收购合约就这样完成了，双方都没有请律师到场。这笔交易是伯克希尔最成功的一笔交易，至今为止National Indemnity的GAAP净值达到1110亿美元，超过了全球其他所有保险公司的总和。

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。保险公司可以先收取保费，然后支付赔偿金。在极端情况下，比如工伤赔偿，保险公司支付过程可能会持续数十年之久。这种先收钱后赔钱的模式可以让保险公司拥有大量的现金，也就是所谓的浮存金。

公司可以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持续增长。以下是1970-2014年公司浮存金增长情况：

Year Float (in \$ millions)

1970	\$ 39
1980	237
1990	1,632
2000	27,871
2010	65,832
2014	83,921

对于公司而言，浮存金进一步增长是个艰巨任务。不过从好的方面来看，GEICO和我们新的保险业务都会保持理想的增长速度。National Indemnity的再保险业务保单大幅减少导致浮存金在下降。但是即便我们的浮存金出现下滑，其速率也会十分平缓，每年下滑不会超过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。当这种利润产生时，比使用这笔意外之财更棒的是，持有这些钱能带来额外收益。

不幸的是，所有保险公司都想实现这一令人愉悦的目标。这产生了激烈的竞争，其激烈程度常常让整个财产保险行业以巨额损失的代价进行运营。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，但竞争几乎保证了保险公司的收入会继续惨淡。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，伯克希尔现在已经连续12年在承保盈利的状况下运营。这段期间内，我们的税前利润达到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要关注的事。这些经理知道浮存金是有价值的，但是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，但伯克希尔把这一点奉为圭臬。

那么，我们的浮存金是如何影响内在价值的？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并且可以长期持久，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，商誉并没有实际的价值。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。当我们收购类似的保险公司时，我们会很乐意为它们的浮存金支付费用。在目前的会计制度下，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的业务部门。

首先，浮存金规模最大的是由Ajit Jain管理的Berkshire Hathaway Reinsurance Group。Ajit为别人没有意愿或能力承担的风险投保。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，他从没将伯克希尔暴露在不适合我们资源的风险之中。

事实上，我们在规避风险上远比其他大型保险公司要谨慎。举例来说，如果保险行业因天灾而遭受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三倍——伯克希尔作为整体依然将在该年度获得高额利润，因其业务线非常广泛。我们依然将拥有充足的现金，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，甚至面临破产。

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Berkshire Hathaway Specialty Insurance (BHSI)。这将我们带入了商业保险领域，并使我们立即受到了美国主要保险经纪和公司风险经理的欢迎。

BHSI现在由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，Peter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General Re，该公司由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以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以及运营费用的总和；（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，但在保险行业尤为突出。



Tad遵守了这四条戒律，而这体现在了他的成果上。在他的管理下，General Re的巨额浮存金一直在产生额外收益，我们预计这种情况将大体继续。我们尤其热衷于General Re的国际人寿再保险业务。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。

在我们购买General Re后不久，它受到了一些问题的困扰。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。但这已经过去很久了。General Re现在是一块宝石。

\*\*\*\*\*

最后，还有GEICO。GEICO由Tony Nicely管理，他18岁就加入公司，到2014年已经为公司服务了53年。Tony在1993年成为公司CEO，之后该公司表现亮眼。没有比Tony更好的经理了。

当我1951年第一次听说GEICO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，GEICO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%在读这封信的人可以通过投保GEICO省钱。所以，暂停阅读，登录GEICO.Com或者拨打800-368-2734。

GEICO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·哈撒韦公司刚刚收购GEICO的时候，它的市场份额是2.5%，而2014年我们的市场份额达到了10.8%）。GEICO的低成本成为了一道竞争对手无法逾越的壕沟。我们的小壁虎（gecko；GEICO的广告形象是一只操着伦敦口音的绿色壁虎）不知疲倦地告诉美国人GEICO如何为他们省钱。我不得不说，小壁虎有一种让人产生好感的品质，即他工作不需要报酬。不同于任何一个人类发言人，他从不被自己的名誉冲昏头脑，也从不提醒我们他干得多么出色。我喜欢这个小家伙。

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

<u>Insurance Operations</u>	<u>Underwriting Profit</u>		<u>Yearend Float</u>	
	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
	<i>(in millions)</i>			
BH Reinsurance .....	\$ 606	\$1,294	\$42,454	\$37,231
General Re .....	277	283	19,280	20,013
GEICO .....	1,159	1,127	13,569	12,566
Other Primary .....	626	385	8,618	7,430
	<u>\$2,668</u>	<u>\$3,089</u>	<u>\$83,921</u>	<u>\$77,240</u>

简单来说，保险业是销售承诺。“顾客”现在付钱，保险公司承诺，如果未来某件客户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（比如一位客户在20多岁买了一份人寿保险）。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·哈撒韦公司在履行承诺方面无人可比，这一点在近几年已经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，由于大多数负债都是因索赔出现的损失，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陷入资金困难，将对那些负债累累的保险公司构成很大威胁。

去年，我们签下一个保费高达30亿美元的保单，这奠定了我们的行业领先地位。我相信这个保单只逊于我们自己在2007年拿下的Lloyd's保单，其保费高达71亿美元。

事实上，据我所知历史上只有8个财险和意外险保单的单笔保费超过10亿美元。没错，全部都是伯克希尔·哈撒韦公司出具的。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·哈撒韦是唯一能够兑现的公司。

\*\*\*\*\*

伯克希尔·哈撒韦公司伟大的经理人、卓越的金融能力、以及许多独特的商业模式在保险业中形成了门槛。这些优势是伯克希尔·哈撒韦公司的巨大财富，长远来看，会为股东们创造更大的利益。

## 受监管的资产密集型业务

我们主要有两家公司，美国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（BHE），他们拥有共同的特点，而这些特点又有别于我们的其他业务。所以，我们把他们的各项统计数据从我们GAAP的负债表和收益表中分离出来，在这封信中单独来谈。

这两家公司的一大共同点是对长期受监管资产进行大量投资。这些资产部分由大规模长期债务支撑，但不由伯克希尔·哈撒韦公司担保。这些资产并不需要我们的信贷支持，因为即使在经济状况恶化时，它们的盈利能力也远超其利率负担。比如，去年BNSF的利息偿付倍数是8比1。（我们对利息偿付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，尽管后者常用，但我们觉得有严重的纰漏。）

对于BHE而言，有两个因素保证公司能在所有情况下偿付债务支出。第一个对于所有公共事业项目很常见：抗衰退收益，这来自于这些公司提供的独家服务。第二个只有少数几个公共事业项目享有，即多样化的收入来源，这让我们免于因任何单一监管机构而遭受损失。最近，我们扩大了这一基础。我们用30亿美元收购了AltaLink，主营电力转换系统，为加拿大亚伯达省（Alberta）85%的人口提供服务。通过多样化收入来源，加上母公司的内在优势，BHE及其公共事业部门大幅度降低了负债。这种模式让我们的公司和客户受益。

每天，这两家子公司都在为美国经济提供重要动力：

BNSF承担了15%的城市间运输量（按吨公里计算），无论是公路、铁路、水路、航空或是管道。我们比以前的运输量更大，这让BNSF成为美国经济循环中最为重要的

一部分。

像所有其他铁路运输一样，BNSF也提供高效环保的货物运输，一加仑柴油能将一吨货物运输500英里。卡车完成同样的任务要消耗4倍的能源。

BHE的公共事业项目在11个州为零售客户提供服务。没有别的公共事业公司比它服务范围更广。此外，我们在再生能源方面也是领先的：从十年前开始，BHE提供了美国6%的风能发电量和7%的太阳能发电量。除此之外，BHE还拥有两条管道，输送占美国消费量8%的天然气，还拥有最近收购的加拿大电力转换公司，以及在英国和菲律宾的大型电力公司。我们还将在未来数十年收购和建造更多的公共事业项目。

BHE之所以能做这些投资，是因为它能留存全部收益。事实上，目前来看，去年BHE留存的收益比美国其他任何一家电力公司都要多。我们和监管部门都认为这种100%留存收益政策（retention policy）具有很大优势。这也将让BHE未来数年内行业中独领风骚。

当BHE完成这些目前正在建的公共事业项目时，公司整个再生能源资产组合将花费150亿美元。同时，我们还有其他传统项目，也要花费数十亿美元。只要他们能带来合理回报，我们乐于做出这些投入。而且，我对未来的政府监管措施非常有信心。

我们的信心既来自于我们过去的经验，又来自于我们相信社会对交通和能源有永久的投资需求。确保资金稳定流入重要项目符合政府自身利益。同时，做这些项目投资对我们也是有利的，它让我们赢得了政府以及它所代表的人民的信任。

一如往常，去年BHE完全达到了该目标，我们的费率一直很低，我们的客户满意度很高，我们的员工保障也是行业内最好的。

BNSF方面的情况，就像我之前提过的一样，2014年表现的并不好，这一年的铁路行业令很多顾客失望，尽管BNSF近几年的资本支出创了纪录新高，远超其主要竞争对手——联合太平洋铁路公司（Union Pacific）。

两家铁路公司的收入规模基本相等，但我们的货运量更大。不过去年我们的服务还是出现了比Union Pacific更多的问题，结果就是我们失去了部分市场份额。而且Union Pacific去年比我们盈利高出的规模创下了历史记录。显然，我们还有很多工作要做。

但我们也没有浪费时间：就像我早先提到的，我们将在2015年支出60亿美元以改善我们的铁路运营。这笔钱预计将占到今年收入的26%。这么大规模的支出在整个铁路行业内都很罕见。我们2009-2013年平均支出占比是18%，而Union Pacific对未来的计划是16~17%。我们大规模的投资将很快带来更大的运力和更好的服务，盈利也会很快改善。

下面是伯克希尔·哈撒韦能源公司(BHE)和伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司(BNSF)的一些主要财务数据：

## 制造业，服务业和零售业情况

伯克希尔这部分的经营我将尽可能全面地叙述，首先让我们看一下这些部门的财务摘要：



我们的收入和支出数据符合公认会计准则（GAAP）。但是上面的运营费用则是非公认会计准则的（non-GAAP），并且不包含一些采购会计项目（主要是一些无形资产的摊销）。我们用此方法呈现这些数据是因为我和查理都认为，这些调整过的数字可以更准确地反映真实支出和利润情况。

我不会一一解释所有的调整，因为其中一些变化微小且不易解释，但是一些严肃的投资者应该理解不同无形资产的性质。一些无形资产的价值会随着时间的推移而损耗殆尽，而另外一些的价值却完全不会出现损失。例如软件，其摊销费用就是实实在在的费用。而其它一些无形资产是不应被“摊销”的，比如客户关系。如果通过采购会计规则计算显然不能反映真实情况。

在报告49页的GAAP合规数据中，有11.5亿美元的摊销费用作为支出项被扣除。我们认为其中只有20%是“真实的”，“不真实”部分的费用曾经在伯克希尔是不存在的，但是随着我们不断收购公司，这些费用变得越来越大，之后也应该会延续这样的趋势。

在报告67页的GAAP合规表格中给出了目前我们的无形资产。我们目前还有74亿美元的无形资产有待摊销，其中41亿美元将在未来五年中摊销完毕。当然，最终所有非真实成本将全部被冲销。到时财报上的盈利将增长，尽管真实的盈利可能是持平的。

但我们想强调，折旧费是不同的：我们上报的每一分折旧费用都是真实成本。这一点也适用于其他大部分公司。如果公司CEO把EBITDA（未计利息、税项、折旧及摊销前利润）作为估值指南来兜售，他们多半是在说谎。

我们的公开收入报告仍将遵照GAAP准则。但为了贴近现实，你要记得把我们上报的大部分摊销费用加回来。

\*\*\*\*\*

回到我们制造业、服务和零售业的众多业务上，我们出售的产品涵盖面甚广，从棒棒糖到飞机不等。以未加杠杆的有形资产净额计算，其中一些行业的业务受益于良好的经济形势，实现的税后利润高达25%至逾100%。其他一些行业的利润在12%至20%间。不过，有几家公司的回报非常差，这是我在资本配置时犯下的一些严重错误。我并未被误导，只是在评估公司和产业的经济动态时犯了错误。

幸运的是，我一般情况下只在相对较小的收购决定上犯错。我们的大宗收购案表现普遍不错，个别案例则是非常不错。但我在购买公司或股票时依然会犯错，并非所有事情都按计划运转。

若从单一公司实体来看，这一集团内的公司都是优秀企业。尽管他们持有大量超额

现金，且几乎没有举债，但他们2014年平均有形资产净额达到240亿美元，税后挣得18.7%的利润。

当然，如果是在价格过高的时候买入，良好经济形势下所做的交易可能是一笔不佳投资。我们为大部分业务的有形资产净额支付了大量溢价，这笔开支在我们公布的数据中有所反映。不过我们为此投入的资本获得了可观的回报。而且，这些业务的内在价值总体来说超出了它们的账面价值，这部分溢价相当不错，而且很可能会扩大。即便如此，保险业和受监管行业的内在价值和账面价值差距还是很大。而这才产生了真正的大赢家。

\*\*\*\*\*

在这个集团，我们有太多公司想要一一评论。而且他们目前与潜在的竞争对手都会读这份报告。在一些业务上，如果其他人知道了某些数字，我们可能失去竞争优势。因此对于那些对伯克希尔·哈撒韦估值没有实质性影响的业务，我们就不披露那些非必要数据了。不过你可以在97-100页上找到我们业务运营的大量细节。

## 金融和理财产品

今年这一领域包括了Marmon规模可观的租赁业务，其业务包括有轨车、集装箱和起重机租赁。我们还重述了过去两年的状况以反映该调整。我们为何这么做？我们一度拥有Marmon控股旗下大量的少数股权，因此我认为把公司的所有业务都放在一起更易理解。但如今我们实际上已拥有Marmon 100%的股权，因此我认为，把Marmon的租赁业务包含在这一章节里，能让你对我们不同业务有更多洞见。

我们其他的租赁业务是由CORT（家具）和XTRA（半挂车）进行的。这些公司都是行业先锋，且随着美国经济走强，他们的收入已大幅增加。这两家公司在新设备上投入的资金比他们许多竞争者都多，而这正带来回报。

Kevin Clayton再次带领全美最大的住房建筑商Clayton Homes取得了行业领先的成绩。去年，Clayton售出了30871套房，约占美国人购买预建房总数的45%。当我们在2003年以17亿美元价格买入Clayton时，其市场份额仅为14%。

Clayton收入的关键在于该公司拥有的130亿美元按揭贷款投资组合。在2008年和2009年金融危机时期，当房地产融资枯竭时，Clayton有能力维持放贷是因为有伯克希尔·哈撒韦的支持。事实上，在金融危机时期，我们为自己的公司提供资金的同时，还在持续为竞争对手的零售销售提供资金。

Clayton的许多借款人都是低收入者，信用一般。但因公司明智的放贷操作，其投资组合在经济衰退时期也表现良好，这也意味着我们的借款人中，相当高比例的人都保住了自己的房子。在许多情况下，我们蓝领借款人的信誉被证明要远好于高收入者。

在Marmon的有轨电车业务中，租赁利率在过去几年里显著改善。但该业务的性质是，我们每年仅有20%左右的租赁合同到期。因此，定价上涨只会在我们的收入上逐步反映出来。不过这是个强劲的趋势。我们总计10.5万辆车的车队包含大量的油罐车，但只有8%用于运输原油。

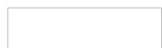
还有一件重要的事情你们需要知道：不像许多其他租赁商，我们自己生产油罐车，每年约生产6000辆。我们把油罐车从生产线转移至租赁线，不会计提任何利润。因此从财务报表上看，我们的车队价格低廉。该数字与“零售”价格的差距只会通过每年小额的折旧费用，慢慢反映在我们的收益中。因为上述及其他原因，Marmon车队的价值远高于财报上的50亿美元这个数字。

	2014	2013	2012
		(in millions)	
Berkadia (our 50% share) .....	\$ 122	\$ 80	\$ 35
Clayton .....	558	416	255
CORT .....	36	40	42
Marmon – Containers and Cranes .....	238	226	246
Marmon – Railcars .....	442	353	299
XTRA .....	147	125	106
Net financial income* .....	296	324	410
	<u>\$ 1,839</u>	<u>\$ 1,564</u>	<u>\$ 1,393</u>

\* Excludes capital gains or losses

## 投资

以下是截至去年年末，伯克希尔投资的市值最大的15只普通股。



伯克希尔还有一个主要的股权投资并未计入上表：我们在2021年9月以前任何时间都可以以50亿美元的价格买入7亿股美国银行的股票。在去年年末，这些股票市值是125亿美元。我们可能会在期权到期日之前才行权。同时，我们的投资者必须意识到，美国银行实质上是我们的第四大股权投资，并且是我们极为重视的一项投资。

\*\*\*\*\*

细心的读者将注意到，Tesco去年年末还在上面这个列表里，但现在已经不在了。我很惭愧，一个细心的投资者应该更早卖掉Tesco的股票。我们在Tesco股票上太拖拉，这是个巨大的错误。

到2012年年末，我们持有4.15亿股Tesco。Tesco在当时和今天都是英国最大的食品零售商，它在其他国家也做的不错。我们这项投资的成本是23亿美元，其市值和成本接近。

2013年，我遗憾的发现Tesco当时的管理层卖掉了1.14亿股自己持有的公司股票，赚了4300万美元。我的Tesco股票卖得太慢，造成很大的潜在损失。

2014年，Tesco的问题不断加剧。公司股价下跌、利润率下滑，财务问题显现。在商业世界里，坏消息总是连环出现：你在厨房里看到一只蟑螂；随着时间流逝，你就会看到这只蟑螂的亲戚。

我们去年全年卖光了Tesco的股票。我们税后的损失是4.44亿美元，约为伯克希尔净值的0.2%。过去50年，我们只有一次投资损失超过我们净值的2%；此外还有两次投资损失超过伯克希尔净值的1%。这三笔投资都发生在1974-1975年，当时我们将那些股票贱卖，以买入其他更便宜的股票。

我们的投资业绩一直不错，这搭了大环境的顺风车。1964-2014期间，标普500指数从84点涨到2059点。如果计算复利，标普500产生的总体回报是11,196%。同期，美元的购买力下跌了87%。

对于投资者而言，美元和美股表现的差异，传递出一个非常重要的信息。我们2011年年报中提到，投资就是把现在的购买力转移给别人，同时合理预期未来获得更多的购买力（扣除名义收益征税后）。

过去50年的经验显示，将钱投资在一系列分散的美国公司里比购买与美元相关的债券更为安全。再之前的50年里（包括大萧条和两次世界大战），这一经验也适用。投资者要记住历史。在某些意义上来说，这条经验也适用于下个世纪。

相对于现金而言，股票波动性总是更大。但长期来看，以货币为基础的投资工具，要比一个分散的股票投资组合风险高得多。当然，后者所需的管理费和手续费不能太高。在商学院里，很少有人教授这一观点。商学院多半将波动性和风险划等号。虽然这种书生气的假设让教学更容易，但这是错的：波动性和风险不是一回事。一些流行的公式，将学生和投资者领入歧途。

当然，短期持有股票（比如一天、一周或者一年），相对于持有现金相关的投资风险要高得多。这对于一些投资者而言是很重要的。比如，资产价格下降可能威胁到投行的生存，因为价格大跌可能迫使他们卖出证券，进一步打压市场。此外，任何对资金有短期需求的投资者都应该保留适当的钱在国债和银行存款里。

大部分投资者都可以、也应该把投资时限设置为数十年，短期的价格变动是不重要的。他们应该关注长期购买力的增加。对于这些投资者，在一段较长的时间里，购买一个分散的多样化投资组合，比持有美元债券要安全的多。

相反，如果投资者害怕价格波动，错误的把它视为某种风险，他反而可能会做一些高风险的事。你们回忆一下，六年前有权威人士警告股价会下跌，建议你投资“安全”的国债或者银行存单。如果你真的听了这些劝告，那么现在只有微薄的回报，很难愉快的退休了。（标普500指数当时低于700点，现在约为2100点。）如果他们不担心毫无意义的价格波动，当时买了一些低成本的指数基金，现在的回报能保证有不错的生活。因为这些基金不但股息在增加，本身的价格也在上涨（当然这其中也有很多起伏）。

投资者本身的行为可能会让持有股票变成某种高风险行为，许多人都有这个问题。积极的交易，试图“抓准”市场的波动，不充分的多元投资，向基金经理和顾问支付不必要且高昂的费用，用借来的钱做投资，这些行为都可能会摧毁你的丰厚回报。如果你一直持有的话就不会有这些风险。投资者不应该用借来的钱投资，因为市场中任何时候都有可能发生意想不到的事情。没有哪个经济学家、顾问、电视评论员——当然包括我和查理——能告诉你高风险事件什么时候发生。所谓的预测家能填满你的耳朵，但是永远不能填满你的钱包。

以上列出的“投资原罪”并不只是说给那些“小家伙们”听的。大型机构投资者群体，通常也会跑输简单的指数基金投资者。其中一个重要的原因就是费用：许多机构投资者向咨询机构支付巨额的费用，而这些机构推荐了费用高昂的经理。这是一场愚



蠢者的游戏。

当然，也有一些投资经理非常优秀，但从短期看难以辨别是运气还是天才。许多投资顾问索取高额费用的本领远远高于提供高额回报，事实上他们的核心竞争力是销售能力。不管是大投资者还是小投资者，与其听他们的花言巧语，不如读一读Jack Bogle写的《The Little Book of Common Sense Investing》这本书。

几十年前，格雷厄姆在反省投资失败的教训时，引用了一句莎士比亚名言：“亲爱的布鲁图斯，错误不在星星，而在我们自己。”

## 股东大会

本届大会将于5月2日（周六）在CenturyLink中心召开。去年有3.9万人出席会议，创下历史记录。我们预计来参加本次50周年庆典的人数将再创新高。会议中心将在当天上午7点开门。

伯克希尔的才女Carrie Sova将再次负责安排大会安排。六年前24岁的Carrie作为秘书加入了我们公司。四年前我邀请她负责年会，这是一个艰巨的任务，需要高超的技能，她接受了挑战。Carrie镇定机智，善于启发同事表现出最好的一面。她得到了我们总部办公室所有工作人员的帮助，会让我们所有股东享受一个充实和有趣的周末。

没错，我们还会向出席大会的股东出售我们的产品。事实上今年我们还会延长采购时间。CenturyLink中心从5月1日周五中午12点到下午5点开放，在会议日上午7点到下午4点开放。你们多买一点东西，查理会很高兴的。

周六早上6:20，Norman和Jake这两头体重为一吨的得克萨斯长角牛，将穿越CenturyLink中心门前的第十大街，牛背上坐着两位兼职牛仔的Justin Boot公司高管。后面是一辆由四匹马拉着的富国银行马车。伯克希尔哈撒韦公司已经有了飞机、火车和汽车。把马车牛车加入我们的组合，我们就是一家大而全的交通公司了。

周六上午7:30，我们将举办第四届国际扔报纸挑战赛，按照传统，投递目标仍是35英尺之外的一个克莱顿之家（Clayton Home）门廊。我记得我少年时做报童，曾经投递过50万份报纸。所以我认为自己水平相当高。挑战我吧！嘲笑我吧！打败我吧！我会为打败我的人买一份Dilly Bar酒。报纸有36到42页，你必须先把它们折好（不准用橡皮筋）。我还会为那些12岁或者小于12岁优胜参赛者设特别奖。Deb Bosanek将担任裁判。

8:30会放映一部关于伯克希尔公司的新电影。一小时后，我们将开始问答环节，一直持续到下午3:30结束。中午将在CenturyLink中心午餐。下午在短暂的退场之后，查理和我将在下午3:45召开年会，会议时间通常持续一个半小时。

购物采购区设在194300平方英尺的会议大厅各处，有数十种伯克希尔公司的产品供购买。如果你们周五没有买够，那么可以在查理讲话的时候溜出去买，尽情享受我们的特价商品吧。别忘了BNSF的铁路模型，尽管我已经84岁了，但它仍让我激动。

去年的销售创下了记录。在周六9小时内，我们售出了1385双Justin boots皮靴（23秒一双），13440磅See's糖果，7276双Well Lamont工作手套，1万瓶亨氏番茄酱。亨氏

有一个新的芥末产品，我推荐你今年芥末和番茄酱都买。由于今年周五就开卖，我预计销售将再创纪录。

我们的跑鞋公司Brooks，将提供一款纪念版跑鞋。你可以穿着它参加第二天早上8:00举行的第三届“伯克希尔哈撒韦5公里”比赛。全部细节在会议指南中都有，你将有机会与伯克希尔公司的经理、董事和合作伙伴一起参加跑步比赛。

全美最顶级的保险顾问将出现在GEICO展台区。我们的股东通常能享受到8%的优惠。有一点需要注意的是，折扣不能叠加，如果你本身就属于某个能享受某种优惠的团体的话，你可以带上自己的保单到现场来，这真的能为你省很多钱。

记得看Bookworm的展台，这里会有35种书籍和DVD，其中不少新书。去年许多股东买了Max Olson整理的从1965年开始的巴菲特股东信合集，今年他将推出更新版。另外，我们还会推出一本物美价廉的纪念我们50周年的书。我们还在进行各种历史整理工作，包括某些来自19世纪的文件材料。

附件中的材料包括了帮助你参加本次会议和其他活动需要准备的各种资料和许可文件。届时飞机票可能会因为人多涨价。如果你从很远的地方来，你可以比较到堪萨斯城和到奥马哈的机票。堪萨斯到奥马哈的车程约为2个半小时，如果你打算租车的话，买到堪萨斯的机票可以省下一大笔钱，估计约为1000美元。把钱省下来到我们这里花。

在72大街Dodge和Pacific之间的Nebraska Furniture Mart百货公司，届时会有一场“伯克希尔周末”打折大会。去年在会议的那一周，该店销售额创下了4048.1817万美元的记录。（平常该店一周销售额约为900万美元。）

为了获得伯克希尔在内布拉斯加州家具市场（NFM）的折扣，你需要在4月28日周二至5月4日周一期间（含这两天）购物，同时必须出示你出席股东大会的证件。这段时间的特殊折扣甚至适用于多家知名制造商的产品。他们通常不打折销售，但为了我们的股东周末，他们破例给予折扣。我们感激他们的合作。

NFM的营业时间是周一至周五上午10点至晚9点，周六上午10点到晚9点30分，周日上午10点至晚8点。周六下午5点30分至晚8点，NFM会举办一场野餐会，会邀请各位股东参加。

我们会在Borsheims珠宝店再次举行两场股东专属的活动。第一场是5月1日周五晚6点至9点的鸡尾酒招待会。第二场是5月3日周日早9点至下午4点的大型售卖活动。周六我们还会开到晚6点。近几年，我们这种活动的三日销量超过了每年12月全月销量，而12月往往是珠宝商销售业绩最好的月份。

届时整个周末，Borsheims会人潮汹涌。因此，为便于你安排，我们将股东优惠价时段设定为4月27日周一至5月9日周六。在此期间，请出示出席会议的证件或代理委托书证明你是伯克希尔的股东。

周日，在Borsheims外面的购物中心，来自达拉斯的优秀魔术师Norman Beck会为观众表演。此外，我们会邀请两位世界顶级桥牌大师Bob Hamman与Sharon Osberg当天下午与股东们玩桥牌。千万别和他们玩牌赌钱。

我的朋友Ariel Hsing周日当天也会去购物中心，和大家打乒乓球。我认识Ariel时她只有9岁，那时我打乒乓球连一个球都赢不了她。现在她已经在普林斯顿大学念大二，代表美国参加过2012年的奥运会。如果你不介意在她这样的奥运选手面前班门弄斧，想和她切磋下球技，那天下午1点就可以开始了。比尔·盖茨和我都会上场和她较量一番。

周日（5月3日），Gorat's与Piccolo's两家餐馆会再次向伯克希尔的股东开放。他们都会开到当晚10点，Gorat's当天下午1点开门，Piccolo's当天下午4点开门。这两家餐馆都是我的最爱，周日晚上两家我都会光顾。请记住，4月1日起预订Gorat's请拨打402-551-3733（4月1日以前不是这个号码），Piccolo's的订餐电话是402-346-2865。在Piccolo's可以点特大号的根汁汽水加冰淇淋球作为饭后甜点。小姑娘才点小份呢。

我们会再次邀请同样三位财经记者主持会议的问答环节，他们会向查理和我提出股东用电邮发来的问题。这三位记者及其电邮地址分别是：为《财富》杂志效力60年于去年离休的Carol Loomis，邮箱为：[cloomis@fortunemail.com](mailto:cloomis@fortunemail.com)；CNBC的记者Becky Quick，邮箱为：[BerkshireQuestions@cnbc.com](mailto:BerkshireQuestions@cnbc.com)；和《纽约时报》的记者Andrew Ross Sorkin，邮箱为：[arsorkin@nytimes.com](mailto:arsorkin@nytimes.com)。

三位记者每人会在那些提交的问题中选择六个他/她认为最有趣又最重要的提问。记者们告诉我，如果你不是在最后一刻才提交问题，每封邮件提问未超过两个，而且问题既简洁又和伯克希尔相关，就最有可能被选中。（你可以在邮件中告诉三位记者，如果问题被选中，你是否希望他们公开自己的名字。）

我们还会邀请由三名研究伯克希尔的分析师组成的分析师团队。今年保险业的专家将是Dowling & Partners的Gary Ransom。保险业以外的问题将来自Ruane, Cunniff & Goldfarb的Jonathan Brandt、晨星公司的Gregg Warren。我们希望分析师与记者提的问题能让我们的股东更了解他们的投资。

对那些将被问到的问题，查理和我都不会得到任何线索。当然，有些问题会很难回答，可那正是我们乐意的方式。我们希望他们能问至少54个问题，每位分析师和记者都将提6个问题，剩余的18个将由观众来提。去年我们总共回答了62个问题。提问的观众会由11次抽签选出。抽签在年会当天上午8点15分开始。主分会场将布置11个麦克风，每个麦克风区域将有一次抽签机会。

既然谈及了股东想要知道的问题答案，那么我来提醒一下，查理和我相信，所有的股东都应当在同一时间接收到伯克希尔发布的新消息，也应当拥有足够的时间来对其进行分析。那正是我们试图在周五晚间或周六早间发布公司相关数据的原因，也正因此，我们的年度股东大会也选择在周六召开。我们不与大型机构投资者或分析师进行一对一的谈话，我们对待他们与对待所有股东都是一样的。

在开会时，我们将得到数以千计奥马哈居民和生意人的帮助，他们希望各位在这里度过一段开心的时光。今年，由于预计出席会议的人数将创历史新高，我们担心会出现酒店房间不足的情况。为了解决这个问题，Airbnb（住宿服务网站）为此付出了特别努力，向我们提供了会议期间与会者所能选择的酒店房间清单。Airbnb的服务给予了希望在奥马哈镇短暂停留一晚的股东极大帮助。去年股东大会期间，有一些酒店就要求住宿的客人最少支付三晚的房间费用，那相当昂贵。对于预算紧张的

参会股东来说，应当提前在Airbnb网站上查看住宿信息。

我经常赞扬我们的运营管理人员所做出的工作成绩。他们是真正的全明星，他们像对待自家唯一拥有的资产那般对待自己的工作。我相信，我们的管理人员也是以股东为导向的。

多数管理人员在工作上并非是为了追求金钱。他们喜欢在工作中赢得“全垒打”，对他们来说，工作的乐趣几乎就等于他们获得的薪水。然而，同样重要的还有那些与我并肩作战的24位总部办公室员工。这个团队有效地处理了SEC与其他监管机构提出的大量要求，填写了多达24100页的联邦所得税申报表，审查了3400项州税收申报，回答了无数股东和媒体的问题和质询，发布公司年度报表，准备全美最大规模的上市公司年度股东大会，与董事会进行协调——这样的例子数不胜数。

他们干劲十足且异常高效地解决了所有这些问题，我的生活因此轻松愉快。他们的努力已经不局限于跟伯克希尔严格相关的活动：去年他们组织来自40所高校（从200所候选学校中筛选出）的学生代表来奥马哈，跟我进行了一天问答。他们还处理我收到的各种邀请，安排我的行程，甚至帮我买汉堡和（蘸着亨氏番茄酱的）薯条作午餐。没有哪个CEO能有更好体验了；我真的每天都想跳着踢踏舞去上班。

去年年度报告中，我们摒弃了延续48年的“没有照片”政策，发布了一张总部员工圣诞节共进午餐的照片——谁说我不知变通来着？当时我没有提醒他们这张照片会对外公开，所以他们未着盛装。今年就不同了：你将在报告首页看到我们总部团队正式对外时的样子。不管他们穿着如何，他们的工作表现都令人惊叹。

就在5月2日，来跟他们会面，并享受我们的投资者狂欢派对吧。

2015年2月27日

沃伦·巴菲特

董事会主席