

2021年巴菲特致股东的信（中文版）

Berkshire’s Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change	
	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P with Div Includ
1965	49.5	10.0
1966	(3.4)	(11.7)
1967	13.3	30.9
1968	77.8	11.0
1969	19.4	(8.4)
1970	(4.6)	3.9
1971	80.5	14.6
1972	8.1	18.9
1973	(2.5)	(14.8)
1974	(48.7)	(26.4)
1975	2.5	37.2
1976	129.3	23.6
1977	46.8	(7.4)
1978	14.5	6.4
1979	102.5	18.2
1980	32.8	32.3
1981	31.8	(5.0)
1982	38.4	21.4
1983	69.0	22.4
1984	(2.7)	6.1
1985	93.7	31.6
1986	14.2	18.6
1987	4.6	5.1
1988	59.3	16.6
1989	84.6	31.7
1990	(23.1)	(3.1)
1991	35.6	30.5
1992	29.8	7.6
1993	38.9	10.1
1994	25.0	1.3
1995	57.4	37.6
1996	6.2	23.0
1997	34.9	33.4
1998	52.2	28.6
1999	(19.9)	21.0
2000	26.6	(9.1)
2001	6.5	(11.9)
2002	(3.8)	(22.1)
2003	15.8	28.7
2004	4.3	10.9
2005	0.8	4.9
2006	24.1	15.8
2007	28.7	5.5
2008	(31.8)	(37.0)
2009	2.7	26.5
2010	21.4	15.1
2011	(4.7)	2.1
2012	16.8	16.0
2013	32.7	32.4
2014	27.0	13.7
2015	(12.5)	1.4
2016	23.4	12.0
2017	21.9	21.8
2018	2.8	(4.4)
2019	11.0	31.5
2020	2.4	18.4
2021	29.6	28.7
Compounded Annual Gain – 1965-2021	20.1%	10.5%
Overall Gain – 1964-2021	3,641,613%	30,209%

Note: Data are for calendar years with these exceptions: 1965 and 1966, year ended 9/30; 1967, 15 months ended 12/31.

伯克希尔·哈撒韦公司各位股东:

我和我的老搭档查理·芒格，两个人的工作就是管理投资，各位股东花钱买了伯克希尔公司的股票，就是你们攒的钱拿出来一部分入股，托付给我们进行投资管理。这是各位股东给予我们的信任，我们深感荣幸。

我们有责任向各位股东汇报我们的投资管理工作成果，我们汇报工作所持的立场是这样的，换位思考，假设你们投资管理人是，我们是平时撒手不管的股东，那么我们作为股东想要知道什么情况，现在我们身为投资管理人就告诉你们这些股东什么情况。

我们喜欢跟各位股东直接沟通，这样每年在年报里给各位股东写一封信，是直接沟通，每年搞一次年度股东大会我们面对面交流。也是直接沟通。

我们公司信息披露的基本原则是，所有股东都平等对待。因此，我们不会跟那些证券公司分析师交流讨论，也不会跟那些基金公司等大型机构投资者交流讨论。只要时间安排可能的话，我们发布重要公告的时间，也会选择在周六早上，这样安排目的是让股东和媒体周末这两天有最充裕的时间，能仔细阅读思考我们公告的事件，这样一来，下一周股市开盘的时候，大家早就心中有数了。

伯克希尔公司经营管理的大量事实和数据，都在公司的10K报告里详细披露，我们要定期向美国证监会提交10K报告，我们这份年报中从页码K1到K19也复制了这些资料和数据。有些股东会发现这些细节非常吸引人；有些股东却觉得过于琐碎，只想听我和芒格说说伯克希尔公司有哪些新鲜事，有哪些有意思的事。众口难调啊。

哎，2021年并没有什么这种又新鲜又有趣的事。不过，我们确实做了一些事，让各位股东持有的股票内在价值实现了相当大的增长。实现股东价值增长，这是我的主要工作职责，过去57年来一直如此，未来将会仍然如此。

我们持股的企业分类

伯克希尔公司持股的企业，业务范围很广，按照持股比例，一类企业我们整体完全控股，另一类我们只是持有一小部分股权。第2类也就是我们只是少数股东企业，大部分都是持有美国大型上市公司的可流通普通股。此外，我们还拥有一些美国以外海外市场的上市公司股票，我们还参与组建了几个合资企业以及其它投资行动来合作收购企业。

不管我们持股形式是什么样的，我们的目标都是一样的，要大手笔地投资优秀的企业，这种企业既在经济上有突出的可持续竞争优势，又在管理上有杰出的CEO。请特别注意，我们持有股票，是基于我们预期这些企业长期业务经营表现会非常出色，而不是因为我们觉得用这些企业的股票作为投机工具，让我们可以及时抓住市场行情的一个波段走势，我们赚上一把就会抛掉股票走人。这一点至关重要：我和芒格不是选择股票的人；我们是选择企业的人。

我投资选择企业时犯了很多错误。因此，我们多年来投资的企业数量上百家，业务范围广泛，从企业可持续竞争优势这个经济特征来看，有的好的有的坏，有些属于好得出奇的卓越水平，有些属于相当好的中上水平，有些就属于微不足道的一般水平。我们通过股市投资上市公司股票这一块，有一个优势是，有的时候，想用非常好的价格去买非常好的企业，在股票市场上做起来，就变得容易多了。有时这类企业品质非常好而且股价也非常好的股票非常多，就好像有大桶鱼放在那里任你随便抓一样，这种好事在协议收购交易中非常罕见，而且就是有，也不会成群结队大量出现。在股市上做股票投资，还有一个好处是，你要是投资出错了，退出要比协议收购容易得多。

惊喜，惊喜，四个大好消息

下面有四件大事，四个大好消息，即使是很有经验的投资者，听了也会感到吃惊。

第一个大好消息，固定资产规模全国第一。

很多人认为，伯克希尔是一个金融资产收集机器，规模非常大，不过有些奇怪，与众不同。事实上，伯克希尔拥有和运作很多属于「基础设施」的资产，这些资产在我们资产负债表上归类到不动产、厂房、机器设备。伯克希尔公司拥有和运作的位于美国本土的固定资产规模，大过其他任何一家美国企业。固定资产规模全国第一，从来都不是我们追求的目标，唉，可是也没办法啊，现在事实就是这样。

到2021年底，我们位于美国国内的属于基础设施的资产，就是固定资产，在资产负债表上的期末价值为1,580亿美元（接近一万亿人民币）。和上一年相比，我们的固定资产净值规模又增长了。我们公司的固定资产净值规模将来还会继续增长。这些固定资产是伯克希尔企业城堡的根基，将来会一直不断建设，越来越庞大，越来越牢固。

第2个大好消息，我们公司交的所得税在全国占比超过千分之8。

每一年，我们伯克希尔公司都要上交大量的美国联邦所得税。比如，2021年，我们伯克希尔公司就付给美国财政部33亿美元所得税。去年美国财政部收到美国企业缴的所得税，一共有4,020亿美元。*伯克希尔还支付了相当多的美国各州地方所得税，还支付了相当多的外国所得税。「我坐在办公室里搞奉献」，伯克希尔公司的股东，完全有资格这么说，一点也不是吹大话，因为我们公司交的所得税在全国占比超过千分之8。

我们伯克希尔企业的发展历史，生动地描述出来，政府和企业之间在财务上是合伙关系，多数人没有看到这一点，也没有认识到这一点。伯克希尔公司的故事，最早要从1955年说起。伯克希尔精纺公司，哈撒维制造公司，两家纺织企业协商同意合并。这是两家上市公司，他们需要召开股东大会来审议批准合并。这两家美国新英格兰地区历史悠久的纺织企业，在申请股东大会批准合并的提案里，对两家公司合并的效果表达出来很高的预期。

比如，哈撒韦制造公司请求股东批准的申请材料，向他们的股东保证，「两家公司资源和管理层的合并，将会结出硕果，形成美国纺织行业的龙头企业，实力最强，效率最高。」这个非常乐观的观点，得到了这家企业找的并购顾问雷曼兄弟公司的认同。（你没看错，雷曼兄弟呵，呵呵，就是那个金融危机中破产的著名投行。）

我敢肯定，这次双方企业合并获批，圆满完成，那天是个大喜的日子，在伯克希尔精纺公司所在的福里弗港地区(fall river)，在哈撒韦公司所在的新贝德福德地区，都是一片喜气洋洋。跟结婚典礼一样热闹。庆典结束，庆祝的乐队停止演奏了，作为投资顾问像媒人一样牵线促成合并的投资银行家回家了，两家公司结合成一家了，从此之后，公司股东过上了痛苦的日子，收获的是一场大灾难。

合并之后那9年，伯克希尔公司股东从年报上可以看到，这家公司的股东权益净值，像天上掉落的陨石一样飞速下坠，从5,140万美元跌到2,210万美元。腰斩都不止，大跌了55%。究其原因，主要有三个：股票回购价格过高，听从错误建议大量现金分红，旗下多家工厂被迫关闭。但是，好几千个员工，整个9年辛辛苦苦付出的努力，换来的却不是营业利润，而是营业亏损。不过伯克希尔这家纺织企业经营困难，并不是什么不同寻常的事，整个新英格兰地区纺织行业都是如此，悄无声息的，越来越多的纺织企业，踏上不可逆转的死亡之路。

合并之后这9年，伯克希尔公司经营上陷入困境，也连累了美国财政部这个看不见的企业合伙人。总的算起来，伯克希尔公司这9年来给美国财政部交的所得税，只有337,359美元，平均下来每天只有100块钱，真是少得可怜。

1965年初，情况开始改变了。伯克希尔·哈撒韦公司控股股东换了，也换上了新的管理层，重新部署运用手头的现金，基本上可以说把全部盈利都投资到了各种各样的好企业股票上，这些企业后来很多年都一直表现良好。用盈利再投资，加上复利长期发挥的神奇威力，推动伯克希尔公司股东享有的股东权益净值持续增长，推动股价持续增长，过去57年增长了3.6万倍。

值得关注的是，伯克希尔公司的股东，并不是公司复兴过程的唯一受益人。还有一个「沉默的合伙人」，就是美国财政部，每年收到伯克希尔公司上交的所得税也持续不断增长，过去57年合起来有好几百亿美元。还记得吧，我前面说过，两家企业合并成一家之后，最初那9年缴纳的企业所得税，平均下来每天只有100块钱。现在不一样了，伯克希尔公司今年2021年交给美国财政部的所得税，平均下来每天有900万美元。

我要给美国政府这个企业合伙人说句公道话，我们的股东应该认识到这个事实，其实应该到处大声宣扬这个事实，伯克希尔公司能够发展得这么好，57年股价增长3.6万倍，股价涨的这么多，让股东长期赚的这么多，是因为这家公司在美国经营运作。就是我们公司根本不存在，我们这个国家从1965年至今这57年照样会发展得非常好，但是要是脱离了整个国家的大环境，我们公司根本不可能发展得这么好，增长得这么快。当你看到国旗飘扬的时候，各位股东要发自肺腑地致敬，感谢祖国，我爱你祖国。

第3个好消息，我们保险企业创造浮存金去年2021年又增加了90亿美元，累计达到1470亿美元。

1967年我们伯克希尔公司花了860万美元收购了国民保险公司（National Indemnity），逐步发展成为保险浮存金规模全球领先的保险企业。保险浮存金其实是客户交的保费，在理赔支付之前，由我们保险公司持有，尽管这笔保费资金并不属于我们公司，但是可以用这些资金来投资，赚的钱归我们保险公司所有。我们的保险浮存金，其中只有一小部分来自于人寿保险业务，大部分都来自于财产保险业务。伯克希尔公司1967年刚刚进入保险行业的时候，保险浮存金只有0.19亿美元，现在有1,470亿美元，折合人民币有一万亿，累计增幅超过7千倍。

到目前为止，这笔规模巨大的浮存金，让我们为此付出的成本，比零成本还要低，因为我们不仅仅一分钱融资成本都没有花，还赚到一些保险盈利。尽管我们有些年份保险业务是亏钱的，保险理赔的损失再加上保险业务运作的费用支出，超过了我们收到的保费，形成了承保亏损，但是过去这55年来整体来看，我们的保险业务，既创造出来1470亿美元规模如此巨大的浮存金可供投资使用，还创造出来相当不错的承保利润，相当于是说我们融资进来这么一大笔资金，融资成本是负的。

和低成本同样非常重要的另一个特点，保险浮存金的粘滞性非常强，会长期稳定滞留在我们的账户上。我们保险业务，客户投保，就有保费收入，就有资金进来，客户申请理赔，就有赔付支出，就有资金出去，每天保险业务都有相关的资金进进出出，来来去去，但是留在账户上的保险资金总额相当稳定，并不会陡然大幅的下滑。所以说我们保险公司用这些浮存在账户上的保险资金去做投资的时候，我们因此可以把投资期限想得很长远。

如果你还不太熟悉保险浮存金的概念，我推荐你好好读读我们年报A-5那一页上的长篇解释。让我吃惊的是，我们保险企业创造出来的浮存金，去年2021年又增加了90亿美元，这让我们伯克希尔公司的企业价值又增加了一块，给我们的企业城堡又添砖加瓦了，对于我们伯克希尔的股东来说，这很重要，但是这一块增值并没有反映在我们公司按照通用会计准则编制的财务报表上，既没有反映在损益表的盈利增长上，也没有反映在资产负债表的股东权益增长上。

我们公司在保险公业绩上创造出来的巨大价值，很大一块要归功于我们公司股东的运气好，让我能在1986年聘用阿吉特·杰恩来管理保险业务。

我们两个第1次见面是在一个周六的早上。

我开门见山问道：你做过哪些保险业务呢？

阿吉特·杰恩回答说：「我什么保险业务也没有做过。」

我说：「人无完人。」

这天交流之后，我就聘用阿吉特·杰恩来管理保险业务。这一天就成了我的幸运日：阿吉特·杰恩实际上我们能够找到的最完美人选。这35年，阿吉特·杰恩做得非常优秀，好上加好的是，他还会继续为我们公司服务，而且是现在是这位拥有了35年成功经验的保险业务顶级高手继续为我们企业来服务。

我最后还要再说一句保险业务：我相信，可能，但是远远不是绝对确定无疑，伯克希尔公司保险浮存金的庞大规模将会持续保持下去，我们不会发生长期的承保损失。不过，我也敢肯定，将会有一些年份，我们会经历这种承保亏损，也许会是非常大的亏损，但只是一时的亏损而已。

我们打造的伯克希尔保险公司，就是要去处理那些超级巨大灾难性保险事件，其他保险公司都承保不了，只有我们能够承保，这种巨灾保险是我们优先考虑的保险业务，即使我和查理芒格两个人都走了，还会长期如此。

四大天王

你买了伯克希尔公司的股票，就成了股东，间接持股了好几十家企业。我们持股的这些公司，有些自己又持股了一些子公司，比如玛蒙集团（Marmon）就控股了100多家企业，经营范围很广，从出租铁路的油罐车，到制造医疗设备，各有不同。

尽管如此，从旗下企业价值在我们整个集团企业总价值中的占比来看，我们投资的四大天王企业，占比非常大。所以我们抓住重点，重点讲讲这四大天王企业。

第一大天王企业：保险集团。

四大天王排名第一的是我们的保险企业集团军。我们伯克希尔公司实际上100%完全控股这些保险企业，这些保险企业的巨大价值，在于他们的融资能力，汇聚的保险浮存金规模庞大，接近2,000亿美元，我们前面已经讲过了。这些保险企业账上保费收入形成的浮存金，就是们可以用来投资的资本，其规模还会进一步扩大，因为我们伯克希尔集团有超级巨大的资本规模，来支持这些保险企业承保更大的保单，做出赔付金额更大的保险承诺，这样就可以收到更多的保费，形成更多的保险浮存金。

保险业务就像是为我们伯克希尔公司订制的一样。保险产品从来不会过时淘汰，保单销售规模一般随着经济增长和通货膨胀而持续增长。企业行为要正直，资本规模要充足，这两条铁律会永远是非常重要的。我们的保险企业会始终保持良好的行为举止。

当然了，肯定会有其他一些保险企业业务模式非常好，经营前景非常好。不过想要复制我们伯克希尔公司保险业务的经营运作，做得这么好，这么大，几乎是不可能的。

第二大天王企业：苹果公司。

我们投资的四大天王，第二位是苹果公司，这是按照我们持股在年底的市值来衡量的。这是我们从二级市场上买入的苹果流通股，和我们100%持股保险企业一比，持股占比差别很大。我们持有苹果公司的股票数量，在企业股份总数中占比只有5.5%，比一年之前的5.39%上升了0.16个百分点，只有一个百分点的六分之一，这么小的增长幅度看起来小的不值一提。但是，架不住苹果公司是全球第一大股票市值，盈利规模非常大，超过一千亿美元。你想想看，千分之一的持股比例，就意味着能享有苹果2021年千亿美元盈利的千分之一，就是1亿美金。我们在苹果公司的持股占比提升0.16%，就能从苹果公司2021年千亿美元盈利中多享有1.6亿美元。而我们在苹果公司的持股占比增长，却没有花伯克希尔各位股东一分钱，这都是苹果回购股票导致其总股本减少，我们的持股数量不变，分子不变，分母小了，算下来我们的持股占比自然就提高了。

下面这一点很重要，你要搞明白：只有苹果公司分配给我们的现金分红，才能够按照按照公认会计准则计入我们公司财务报表的盈利上。去年2021年苹果给我们的现金分红有7.85亿美元。而按照我们的持股比例，应该享有的苹果盈利为56亿美元，相比之下，我们分到手的盈利只有七分之一。苹果公司盈利大部分都是作为留存收益保留在公司内部了，这笔资金大部分都用来回购苹果公司自己的股票了，这个举动，我们要鼓掌欢迎。蒂姆·库克，苹果公司杰出的CEO，做的非常好，他把苹果产品的用户当做他的初恋情人一样看待，非常重视用户，爱惜用户，这一点，所有用户人人受益，也人人称赞，但是相比之下，蒂姆·库克卓越的管理才能，也让苹果公司股票持有人等多个方面的人士受益，我们公司各位股东应该充分认识到，大大称赞。

第三大天王企业：BNSF铁路公司。

我们旗下四大天王里的第三大巨头，是BNSF公司。笨鸟先飞铁路公司去年2021年还是美国商业界排名第一的大动脉，因此，这家公司对于我们伯克希尔整个集团来说是不可或缺资产，对于我们整个国家来说也是不可或缺资产。笨鸟先飞铁路公司运送的货物，对于我们整个国家的经济活动来说至关重要，如果是用卡车来运输，我们全国的碳排放量就会直线上升。

我们控股的笨鸟先飞铁路公司，去年2021年盈利60亿美元，我们说的这个盈利数字，是我们喜欢那种老式的盈利数字，是扣掉利息、税收、折旧、摊销、还有所有各种各样的补偿之后的盈利。（我们这样定义盈利，就是警告各位小心：上市公司欺骗性的盈利「调整」，会造成盈利数字有很大水份。用礼貌的说法，我会说，随着股市不断上涨，上市公司欺骗性的盈利「调整」现象越来越多，手法越来越玄幻（我本想译成越来越不要脸，算了还是文明一些吧），用不太礼貌的说法，我会说，大牛市吹出来很多大牛股，越吹越大，越吹越牛.....。

笨鸟先飞铁路公司去年2021的火车运输里程达到1.413亿公里，运送货物5.3亿吨。这两大成就都远远超过了美国其他任何一家运输公司。我们旗下这家铁路公司这么牛，我骄傲，我们各位股东也可以大声说，我骄傲。

第四大天王：伯克希尔能源公司（BHE）

伯克希尔能源公司是我们四大天王第四大巨头，2021年盈利40亿美元。2000年我们刚刚收购这家公司部分股权那一年盈利只有1.22亿美元，21年来盈利增长超过30倍。现在我们伯克希尔集团持有伯克希尔能源公司91.1%的股权。

伯克希尔能源公司财务成就很杰出，其社会成就一样杰出。2000年我们刚刚收购这家公司股权的那一年，没有风能发电，也没有太阳能发电。当时在同行看来，这家公司相对而言成立时间相当短，规模相当小，在规模巨大电力公用事业行业里，只不过是一个很小的角色。后来在大卫·索克尔和格雷格·阿贝尔的领导下，伯克希尔能源公司逐步发展成为一个电力公用事业巨头（这不是吹的），在风能发电、太阳能发电、还有全美大部分地区输电业务上，都是全国领先。

格雷格·阿贝尔详细汇报了伯克希尔能源公司的这些成就，请参见年报A3到A4这两页。你读了会发现，伯克希尔能源公司做的这些事，完全不是现在很流行的那种「洗绿」行为。。伯克希尔能源一直忠实地详细汇报他们在可再生能源以及输电业务上的规划，从2007年以来，年年如此。

要更多了解这方面的最新信息，请访问伯克希尔能源公司官网（brkenenergy.com）。在公司官网上，你会看到，伯克希尔能源公司过去一直以来不断做出很有气候意识的举动，投资这些有利于改善气候变化的项目建设，用掉了公司历年所积累的全部盈利。伯克希尔能源公司有管理，有经验，有资本，有胃口，去投资建设我们国家需要的巨大规模能源项目。

股票投资

现在我们来谈谈我们的股票投资，我们持股比例小，并不控股，里面再次会提到前面说过的苹果公司。下面是我们的前15大重仓股名单，其中有些选股，来自于我们旗下两位任期已经相当长的投资经理，托德·康布斯和泰德·威斯切尔。到去年2021年底，这两位价值非凡的投资双星，各自全权管理的资产规模合在一起有340亿美元，他们有很多持股市值规模小，进不了我们前十五大重仓股。这两个投资经理管理的资金，有相当大的部分，都属于我们旗下企业的退休养老金计划，这些企业养老金计划的持股，并不包括在这张表里面。

12/31/21				
持股数量	公司名称	持股占比	成本*	市值
			(单位: 百万美元)	
151,610,700	美国运通	19.9	1,287	24,804
907,559,761	苹果公司	5.6	31,089	161,155
1,032,852,006	美国银行	12.8	14,631	45,952
6,835,615	纽约梅隆银行	8.3	2,918	3,882
225,000,000	比亚迪**	7.7	232	7,693
3,828,941	特许通讯Charter Communications)	2.2	643	2,496
38,245,036	雪佛龙	2.0	3,420	4,488
40,000,000	可口可乐	9.2	1,299	23,684
52,975,000	通用汽车	3.6	1,616	3,106
89,241,000	伊藤忠商事	5.6	2,099	2,728

81,714,800	三菱商事	5.5	2,102	2,593
93,776,200	三井株式会社	5.7	1,621	2,219
24,669,778	穆迪公司	13.3	248	9,636
143,456,055	合众银行	9.7	5,384	8,058
	威瑞森通信 Verizon			
158,824.575	Communications)	3.8	9387	8,253
	其它持股***		26,629	39,972
	所有股票投资按 照市值核算		\$ 104,605	\$350,719

注释*: 股票买入成本，是按我们实际买入价格计算，这也是我们报税的基数。

注释**: 比亚迪这只股票是伯克希尔能源公司的持股，因此，伯克希尔公司股东对于这笔股票投资91.1%的权益。

注释***: 其它持股，其中包括我们对西方石油公司的100亿美元投资，其中有优先股，还有可以购买普通股的认股权证，加在一起现在估值有107亿美元。

除了脚注里面说的我们持有的西方石油公司股票，以及我们上表中所列各种各样的普通股投资持股，此外，伯克希尔公司还持有卡夫亨氏公司26.6%的股东权益，这笔并购投资持股的账面价值，是按照权益法来核算的，并不是按照股票市场价格核算的，我们这些持有的市场价值现在有131亿美元。我们还持股有领航旅行服务公司（Pilot Corp.）38.6%的股权，这是一家旅行中心行业的领导企业，去年2021年销售收入有450亿美元。

自从我们2017年收购了领航旅行服务公司之后，这笔投资持股就有充分依据按照并购权益法来核算其账面价值。2023年初我们伯克希尔公司再增加收购一部分剩余股权，把我们的持有比例提高到80%，这样我们就能够完全把这家公司盈利、资产、负债完全合并到我们伯克希尔整个集团的财务报表里面。

美国短期国债

伯克希尔的资产负债表上，包括有1,440亿美元的现金和现金等价物（这里面不包括笨鸟先飞铁路公司和伯克希尔能源公司两大企业持有的现金及现金等价物）。在我们这1,440亿美元的现金资产里面，有1,200亿美元持有的是美国短期国债，其到期日都不到一年。我们买了这么多短期国债，支持美国政府融资，也是爱国之举了，在公众持有的美国政府发行的国债总额中，我们占比能有半个百分点。

我和芒格都发誓，伯克希尔（包括我们旗下控股的企业，除了笨鸟先飞铁路公司和伯克希尔能源公司之外），合计持有的现金和现金等价物总是要超过300亿美元。我们希望各位股东持股的伯克希尔这家公司，在财务上不可动摇，坚不可摧，永远不需要依赖于陌生人的好心好意才能够活下去（甚至也不需要依赖于朋友的好心好意才能够活下去）。我们两个都希望天天能够睡得稳，我们都希望贷款给我们公司的银行，在我们旗下保险企业投保的客户，还有投资我们公司股票的各位股东，都能够天天睡得稳。

你说有300亿美元以上的现金和现金等价物，就足够让你睡得稳了，但是你为什么现在账上会有1,440亿美元呢？

1440亿，折合成人民币超过9000亿，这个数字太庞大了，我向各位股东保证，我们买这么多国债，并不是精神错乱了，为了表达爱国主义热情，过于狂热大量买入国债了。我和芒格两个管理人也并没有丧失我们压倒一切的企业股票投资偏好。事实上我第一次表现出股票投资的激情，都是早在80年前的事了，那是1942年3月11号，我才十一岁多，就开始人生第一次买股票了，我买了三股城市服务公司的优先股，这花了我114.75美元，花光了11岁的我此前一生全部的积蓄。（道琼斯工业平均指数那天收盘99点，去年2021年底收盘超过3万6千点，80年涨幅超过360倍，这个事实其实是在冲你大喊大叫：永远不要下注赌美国会衰落。）

自从我80年前11岁时第1次纵身一跃跳入股海之后，我总是把个人财产至少80%投资在股票上。我11岁最初开始投资股票那段时间，最喜欢的股票仓位水平是100%，现在我还是仍然最喜欢100%满仓投资股票。我们伯克希尔公司现在有两种投资企业股票的方式，一是整体收购控股企业的股权投资，二是在股票市场上买入一部分可流通股的股票投资，这两类股票投资合在一起占到伯克希尔投资总额的80%左右，离我最喜欢的满仓投资股票的100%还差距相当大，这都是因为我没能找到符合我们长期投资买入标准的好企业，整体收购，或者从股票市场来大量买入其流通股。

类似这样现金仓位比例过高的情况，我和芒格过去80年来都经历一次又一次，不得不忍受下去。手上持有大量资金，却没有地方可投，这种日子从来不会好受；但是这样的日子也从来不会永久持续下去。幸运的是我们在2020年和2021年还有一些还是比较有吸引力的替代投资选择，可以来运用我们规模巨大的资本。欲知详情，且听下回分解。

股票回购

要增加各位股东持有我们伯克希尔股票这笔投资的价值，我们有三种办法：

第1种办法是总是排在最前面，也是说属于中心地位的主要办法，就是提高伯克希尔的长期盈利能力，要么是通过内部增长，要么就是通过外部增长，就是从外部并购企业。现在内部增长的机会能够创造出来的收益，远远好于外部并购。但是这些内部机会的投资规模太小了，和我们现在手上拥有的近2,000亿美元现金资产相比，远远不够。

我们的第2个选择，就是到股票市场上去买那些公开交易的流通股，股市里有很多优秀的甚至卓越的企业，但是我们只能买到一部分股票，只占一小部分股权，属于少数股东，没有控制权。时不是地，这种股票投资机会就会出现，数量很多，而且价格明显便宜得非常有吸引力。不过遗憾的是，现在的美国股市，我们找不到什么好的股票投资机会，能够让我们感到内心激动。

这主要是因为一个不言自明的道理：长期利率水平，现在太低了，导致所有能创造产出的投资的市场价格上涨，不管是股票也好，公寓也好，农场也好，油井也好，等等，都在涨。其他因素也影响了股票的估值，但是利率是总是非常重要的因素。

我们第三个创造价值的方法，就是回购我们伯克希尔自己的股票。用回购股票这样非常简单的举动，就把我们公司总股本缩小了，各位继续持股不动，你们的持股占比自然就提高了，间接持股我们旗下这些控股和非控股企业的占比也就提高了。当我们付出的价格与得到的价值之比，也就是投入产出比合适的话，回购股票这个方法，最容易操作，也最确定无疑能够让我们提高各位股东持股的价值。（当然了，回购股票能够提高选择继续留下来的股东的持股价值，其他还有两个群体也会受益：一是公司回购股票时选择卖出股票的人相当受益，你本来就想卖出，正好公司大量回购了，二是整个社会也从中受益。）

隔上一段时间，前面两个可以替代的提升股东价值方法变得没有吸引力了，回购股票成了对于伯克希尔股东来说很有道理的选择。在过去2020年和2021年这两年里，我们回购的股份，占企业发行在外股份总数9%，回购股票买入成本为517亿美元。这笔投资支出，让我们这些继续持股的股东，在伯克希尔旗下所有下属公司享有的股权比例增长了10%以上，不管是我们完全控股的企业（比如笨鸟先飞铁路公司和GEICO保险），还是我们部分持股的企业（比如可口可乐和穆迪），都是如此。

我这里要强调说明的是，我们伯克希尔公司股票回购这个事，要做得有道理有意义，我们回购的股票必须能够提供适当的价值才行。我们买别的上市公司股票，我们不希望自己支付的买入价格过高，同样的道理，我们回购股票也就是买我们伯克希尔自家公司的股票，要是我们支付价格过高，就不是价值创造，而是价值毁灭了。到2022年2月23日为止，今年还不到两个月的时间，我们投入12亿美元继续回购股票。我们买股票的胃口还是很大的，但是我们胃口大小总是取决于价格合适不合适，

这里需要说明的是，我们伯克希尔公司回购股票的机会是有限的，因为持股我们公司股票的高层次股票投资人基数很大。如果我们公司的股票，大部分是在那些短线投机者手里，那么股票价格的波动性和交易量都会大幅增加。要是我们伯克希尔公司的股东结构是以短线投机者为主，将会给我们远远要大得多的好机会，来通过回购股票为股东创造价值。尽管如此，我和芒格还是远远更加喜欢我们现有的股东，虽然他们采取买入并长期持有这种投资态度令人敬仰，其实也限制了我们那些长期持股股东能够通过选择市场机会进行回购来从中获利的程度，你想买，人家就是不卖，这也没办法。

最后，估计我们伯克希尔公司股票内在价值时，有一点很容易受到忽视：正如我们前面讨论过的那些，保险企业合适类型的浮存金，对于我们伯克希尔公司有着巨大的价值。属于这种情况的话，回购股票就能提高我们股东每股拥有的保险浮存金。伯克希尔公司每股股票对应拥有的保险浮存金，在过去两年增长了25%，从每股A股79,387美元提升到99,497美元，增长幅度有四分之一，还是相当大，正如前面说的那样，这在相当程度上要归功于股票回购。

了不起的企业和了不起的人

去年2021年，保罗·安德鲁去世了。保罗·安德鲁是TTI公司的创始人和CEO，这家公司总部设在美国得克萨斯州的第五大城市沃斯堡，这是伯克希尔收购控股的一家企业。保罗·安德鲁这一生，做企业也好，做人也好，从不张扬，却体现出极高的品质，做事的质量，做人的品行，我和芒格都非常敬仰。保罗·安德鲁的故事，值得我在这里跟大家说一说。

1971年，保罗·安德鲁当时在通用动力这家军火巨头超大企业上班，是个买手。突然天塌了，通用动力丢掉了美国国防部一个巨大的采购合同，只好紧缩业务，一下子裁员好几千人，保罗·安德鲁就是下岗人员之一。

眼看第1个孩子马上就要出生了，保罗·安德鲁却没工作了，总得养孩子啊，他决定把命运押在自己身上，用他攒的500块钱创业（各位别笑，那1971年我才出生不久，当时这500美元，大致相当于中国一般工人十年的工资收入。），创建了Tex-Tronics公司（后来更名为TTI公司。为了好记，我称其为天天爱公司。）。这家公司设立之初的业务是分销小型电子元器件，第1年的销售收入只有11.2万美元。现在天天爱公司销售商品种类繁多，超过100万种，年销售额超过77亿美元。

到了2006年，保罗·安德鲁63岁了，他发现自己可以说到达人生幸福的巅峰了，家庭很好，事业很好，跟朋友和同事也处得很好。但是他有一件烦心事儿，越来越让他烦心，烦心得相当严重了。这是因为保罗·安德鲁最近亲眼看到一个朋友不幸早早去世，祸不单行，这个灾祸后来严重影响了他的家人和他的企业。2006那一年，保罗·安德鲁就自己问自己：万一要是我像那个好朋友一样，突然出了意外死掉了，这么一大家子人这么多，这么一个大企业，好几千个企业员工，失去了我这个主心骨，会出现什么情况呢？

整整花了一年，保罗·安德鲁都在不断寻找和比较各种各样的选择。第一个选择，把自己创办的企业卖给同行竞争对手？严格来说，只看经济利益，这条路是最划算的。毕竟，竞争对手可以想像得到，收购完成之后会产生肥得流油的「协同效应」，所以会愿意出高价收购。但是要取得这种协同效应，收购那一方就要砍掉天天爱公司与收购方重复的保罗·安德鲁功能部门。

同行竞争对手这样一个买家进来之后，肯定会安排自己的财务总监，自己的法律顾问，还有自己人力资源部。天天爱公司对应的财务、法务、人力资源部三个部门就要连锅端。一想到这些跟了自己很多年的老员工要失业，就让人生气！还有呢，以后如果需要设立新的分销中心，收购方企业肯定会优先选择他们自己总部所在的城市，而不是天天爱公司总部所在沃斯堡，我们老家沃斯堡这个地区就沾不上光了。

不管能多赚多少钱，保罗·安德鲁很快得出结论，卖给竞争对手，根本不是他这个人会做出来的事。于是保罗·安德鲁接下来考虑另外一个选择，就是寻找一个只是财务投资的买家，这类买家一度被大家贴上杠杆收购企业的标签，这个标签很恰当。可是，保罗·安德鲁也知道，这种只是财务投资的买家眼里只有钱，对企业业务没有感情，专注于「退出策略」，只考虑如何高价退出捞上一大笔就走人。可是，谁知道这些人买了我的企业之后又会转手高价卖给谁呢？想来想去，保罗·安德鲁觉得，把他辛辛苦苦35年打拼创办起来的企业，交给一个以后还想高价转手卖出的买家手里，他一点也没有兴趣这么做。

后来2007年，保罗·安德鲁和我有机会见面，他就跟我解释说了一番，他为什么把上面同行竞争对手和财务投资机构这两个买家选项都给排除掉了。保罗·安德鲁接来总结他的两难困境时，说了这么一句话，当然啦，他本人的原话要远远更加圆通得多，大意基本如此：「我用了一年来考虑这些选择，最后得出的结论是，我想把我创办的企业卖给你们伯克希尔公司，因为你是我剩下来的唯一人选。」于是，我就报出了一个收购价格，保罗一听就说「好」。见了一次面；吃了一顿饭：做成一单收购交易。

要是只是说，从此我们两个人就开始了幸福的生活，那就说的太谦虚太低调了。2007年3月30日伯克希尔收购天天爱公司时，这家公司员工总数有2387人，现在2021年底已经增长到8043人。增加聘用的员工大多数都是在公司总部沃斯堡及其周边地区。天天爱公司这14年来盈利增长673%。

每年看到财务报表之后，我都会给保罗·安德鲁打电话，跟他说：“「你的薪酬应该大幅度提高了，我们两个商量一下提高多少。」」每年，保罗都会这样答复我：「明年再说吧，巴菲特先生；我现在实在太忙了。」

去年2021年，我和格雷格·阿贝尔参加了保罗·安德鲁的追悼会。我们见到了他的孩子和孙子孙女，还有他长期合作的同事，其中包括天天爱公司的第1位员工。我们还见到了约翰·洛奇，这是我们伯克希尔公司在2000年收购的一家同样位于沃斯堡的企业。约翰·洛奇和保罗·安德鲁是老朋友，正是约翰·洛奇把保罗·安德鲁带到奥马哈引荐给我认识，他心里一想就知道，伯克希尔和天天爱公司会是天作之合。

在追悼会上，我和格雷格·阿贝尔听了大家的回忆才知道，保罗·安德鲁生前一起悄无声息地大量捐助，支持了那么多人，那么多慈善组织。他的慷慨捐助，范围很广，力度很大，总是愿意出手相助，改善了很多人的生活和命运，特别是他的家乡沃斯堡这个地区的人。

从做人、做企业、做慈善等所有方面来看，保罗·安德鲁都是一流的人物。

好运，有的时候是好得出奇的好运，对我们伯克希尔公司的发展作用很大。如果不是我和保罗·安德鲁有一位共同认识的朋友约翰·洛奇，天天爱公司就不会加入我们伯克希尔这个大家庭。但是，好运起的大大作用，现在只是刚刚开始。天天爱公司很快就要引领伯克希尔得到最重要的一次并购机会。

每年秋天，我们伯克希尔公司的董事都要聚会一次，听我们公司负责经营管理公司的高管汇报一下企业的最新情况。我们有时选择开会的地点，就会选在最近刚刚并购的企业总部所在地，这样正好借着开董事会的机会，让各位董事来见见我们新收购的这家企业CEO，以更多了解我们新收购的这家企业的经营活动。

2009年秋天我们把召开董事会的地点选择在沃斯堡，这样我们这些董事就可以去看看我们两年后才收购的天天爱这家企业。那个时候，笨鸟先飞铁路公司，总部也设在沃斯堡，这是我们股票投资的第三大重仓股。尽管我重仓投资这家企业的股票，但是我从来没有拜访过这家铁路公司的总部。

黛比·波桑尼克，我的助理，把我们这次董事会的开场晚宴，安排在10月22号。与此同时，我特意安排好那天早一点起到沃斯堡，我要见一下马特·罗斯，这位笨鸟先飞铁路公司的CEO，此人管理企业成就非凡，我仰慕已久。我约定好见面日期的时候，我根本没有意识到，10月22号，我们两个见面那一天，正巧赶上笨鸟先飞铁路公司发布第3季度盈利报告，22号那天晚上就发布了。

股票市场对这家铁路公司的经营业绩反应非常不好。2008年开始的金融危机引发美国经济大萧条，到2009年3季度正好进入经济下滑最厉害的阶段，笨鸟先飞是美国最大的铁路运输公司，其盈利完全反映了经济增长情况，经济大萧条导致这家美国最大铁路公司盈利随之大幅下滑。这时展望美国经济前景一片惨淡，证券市场自然不太看好与宏观经济紧密的铁路公司，甚至可以说是非常不看好。

第2天，10月23日，我又跟笨鸟先飞铁路公司的CEO马特·罗斯见面了，我建议，由伯克希尔公司来收购笨鸟先飞铁路公司，给这家铁路公司提供一个长期稳定的而且更加温暖的大家庭，这样一来，这家公司的处境要比做一家公开上市公司宽松多了。我也告诉我们希尔公司会出的最高收购价格。

马特·罗斯这位CEO就把我的收购提议和出价转达给笨鸟先飞公司的董事会和财务顾问，开始商讨。经过11天的紧张工作之后，伯克希尔和笨鸟先飞公司正式宣布达成收购。在这里，我大胆做出一个预测，我极少会这样预测：笨鸟先飞公司，未来100年，都会一直是伯克希尔公司的一块核心资产，未来100年也会是我们美国经济的一块核心资产。

我们伯克希尔公司并购笨鸟先飞铁路公司，是我们最大也是最重要的一次并购，本来绝对不会发生，多亏保罗·安德鲁主动选择加入伯克希尔公司这个大家庭，为他用一生精力创建的天天爱公司找到一个美满的家园，也才让我们有机会做出公司历史上最大最重要的收购，收购了笨鸟先飞铁路公司。

感谢听我讲课的那些学生

我第1次讲投资课，是70年前的事了，那是1951年开始在内布拉斯大学办的成人夜校讲投资课。从那之后，我很高兴每年能跟一帮学生交流，这些学生年龄有大有小。我这份业余教学工作，一直干到在2018年才「光荣退休。」

回顾这这六十多年的讲课经历，最难搞的学生是我那些给我那些上小学5年级的孙子孙女。这些11岁的孩子一点也不会老实听我讲课，在座位上扭来扭去，听我讲了半天，两眼一片茫然。后来我灵机一动，讲起他们经常喝的可口可乐，讲起可口可乐有名的「秘密」配方。一下子，小家伙个个两眼发光，每人都举起了小手，我懂了，吸引小猫得用猫薄荷。吸引这些小家伙，得讲一些「秘密」才行。

教学，和写作一样，帮助我发展形成自己的思考，讲一讲，写一写，让我的想法变得更加清晰，比自己闭门苦苦思考的效果更好，芒格称这种讲课大大促进思考的现象称为大猩猩效应：你和一个大猩猩面对面坐下来，给这个大猩猩认认真真仔细讲解你最喜欢的一个想法，这样听了你一番讲解之后，最后的结果是，大猩猩这个地球上最聪明的灵长类动物，做为你的学生，反而更加困惑了，但是你本人这位老师讲课结束之后中自己的思考变得更加清晰了。

和给大猩猩讲相比，给上大学的那些学生讲的效果远远要好的多。

我一直敦促大学生，要去找符合这样两个标准的工作，一是在自己喜欢的行业里工作，第二和自己喜欢的那类人一起工作，前提是他们不用考虑这份工作钱多钱少的问题。我知道，经济利益上的现实考虑，会干扰你无法这样选择自己真正喜欢的工作。尽管如此，我还是劝告那些学生永远不要放弃去追求这样自己真正长期喜欢的工作，因为他们早晚会发现，找到这种自己喜欢的工作，每天上班工作就不再是「工作」，而是「享受」。

我和芒格，就走过了寻找自己喜欢工作来释放内心激情的解放之路，自由之路。当然刚开始工作那些年我们也摔过好几次跟头，跌跌撞撞，摸索了好一阵子，才找到我们真正喜欢的工作。我们两个人，人生第一份工作，都是在我爷爷的杂货店打零工，芒格是从1940年他开始干的，我是1942年12岁那年开始干的，芒格比我大6岁，我来干活的时候，他已经搬家走了。我们两个人前后打工的待遇差不多，我爷爷这个杂货店的老板，派的活儿很枯燥无聊，给的工钱又很少，绝对不是我们心里想要的工作。芒格后来研究生毕业去做了律师，我后来研究生毕业之后去证券公司做销售证券的经纪人，其实就是我老爸开的小小证券经纪公司。我们两个人在自己大学毕业做的正式工作，还远远不能从中找到真正的满足。

最后，我们在1965年收购了伯克希尔公司，管理这家公司的经营和投资，这让我们找到了自己一生热爱的工作。我们现在已经在伯克希尔公司工作了五十多年了，除了极少数例外情况，我们合作共事的人都是我们喜欢并且信任的人。能够和保罗·安德鲁这样做人做事都非常了不起的人物合作共事，真是人生一大乐事，不止他一个，像我前年2020年报里给你们讲的B夫人等，还有我以前年报讲过的那些优秀企业经理人，数量很多。在我们公司位于奥马哈的总部办公室里，我们雇佣的人都很正派也很有才华的人，没有一个是傻瓜是坏蛋。平均来看，我们员工的流动比率，一年下来只有一个人走掉。

不过，我还要强调另外一个因素，让我们的工作充满乐趣和满足……就是为你们这样的股东工作，这么多个人股东，你们拿出来一些自己辛辛苦苦积攒的钱买我们公司的股票，加入我们公司股东队伍就是把这些资产托付给我们两个管理，预期我们会是可靠的托管人，能够得到大家好几十年的信任，再没有比这份长期的信任更让我们感动的东西了，能为你们这样的股东工作，太值了。

很明显我们做为上市公司的管理者，没法选择我们公司的股东，这和我们以前做投资合伙企业时不一样，我们做为投资管理人可以选择谁来加入我们的合伙人队伍。我们伯克希尔是上市公司，股票公开流通交易，谁想买都能够买，哪怕是打算很快就转手卖出也行。可以确定，我们肯定有一些股东属于这种短线投机者，只想短线博一把就走，对公司没有感情，与此同时，我们有一些指数基金，他们持有大量的伯克希尔公司股票，其实这些指数基金对我们公司也没有感情，只是按照指数基金的契约要求，我们伯克希尔公司是指数成份股，指数基金必须要持股才会持股的。

可是，伯克希尔有一大批个人和家庭股东，他们纯粹是因为对我们公司有感情才，买入并持有我们公司的股票，他们的打算就是要长期做股东，「一旦结合到死也不分开」，这样打算我们长相守的股东人数占比非常高，和一般上市相比高得非同寻常。这些个人股东托付给我们的资金，往往占到他们一生积蓄的很大一部分，甚至有的时候可以说是占比实在过高了。

这些个人股东其实知道，我们伯克希尔公司远远并非他们能够做出的股票投资最佳选择。但是他们会补充说明一下，要是列出来能让他们觉得最安心的股票投资选择，伯克希尔不是排名最高，但肯定排名很高。总体平均来看，长期投资持有那些让自己觉得很安心的公司股票，这类投资人的长期业绩更好，相比之后，有许多人过度关注不断变化的头版头条、小道消息、虚伪承诺，跟着自己的感觉走来投机交易，长期业绩更差。

长期持股的个人股东，是我和查理·芒格这两个公司管理层一直寻求的合伙人，也是我们平时管理公司做出经营和投资决策时心里一直装着的那个人。我们要对这些长期个人股东衷心说一句：「能为你们「工作」太好了，感谢你们多年来的信任，我们一定不负所托，不辱使命。」

翻译到这儿都有点哽咽了，想流泪了，哎呀，得到信任非常难，尤其是愿意把钱给你。以前经常听到，感谢信任，不负所托，不辱使命，真正得到别人的信任，谁都会内心非常感动，但是不负所托，不辱使命，这么值得信任值得托付大量财产的人，经得起几十年考验的人，太少了。

年度股东大会

各位股东请安排好你们的日程！伯克希尔一年一度的年度股东大会，重新恢复在奥马哈现场召开，时间是在从4月29号到5月1号，从星期五到星期天，聚会持续三天。周末股东聚会活动安排，详见我们年报A1到A2那两页。奥马哈热切期待各位再次光临，我本人也是热切期待与各位股东一年一度再相聚。

在这封信的末尾，我要插播一条广告。我的那位「表弟」吉米·巴菲特设计了一款浮筒船，这款游艇专供「聚会」使用，现在正在由我们旗下森林之河公司制造。这款浮筒船，将于在4月29日，我们伯克希尔股东大会期间的淘宝大集市活动上正式发布。优惠时间只有两天，我们公司的股东可以享受优惠价格来购买吉米·巴菲特设计的这款大师级浮筒船，优惠幅度高达10%。身为董事会主席，我这个人一贯喜欢用便宜的价格买好货，我会带头买一艘浮筒船给我们家人聚会使用。快来和我一起去买吉米·巴菲特亲自设计的这款浮筒船吧！

2022年2月26日

沃伦·巴菲特

董事长