

2018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 Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	(23.1)	(3.1)
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	(19.9)	21.0
2000	6.5	26.6	(9.1)
2001	(6.2)	6.5	(11.9)
2002	10.0	(3.8)	(22.1)
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	26.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.3
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	(12.5)	1.4
2016	10.7	23.4	12.0
2017	23.0	21.9	21.8
2018	0.4	2.8	(4.4)
Compounded Annual Gain - 1965-2018	18.7%	20.5%	9.7%
Overall Gain - 1964-2018	1,691,899%	2,472,627%	15,019%

致伯克希尔·哈撒韦公司的股东：

按照公认会计原则（通常称为“GAAP”），伯克希尔在2018年实现40亿美元收益。该数字包括营业收入248亿美元，无形资产减值产生的30亿美元非现金损失（几乎全部来自我们持有的卡夫亨氏股权），出售投资证券实现的资本收益28亿美元，以及我们投资组合中未实现的资本收益减少损失206亿美元。

新GAAP准则要求我们在收入中包含最后一项。正如我在2017年年度报告中强调的那样，伯克希尔的副主席查理·芒格和我都认为这条规则不明智。我们都一直认为，在伯克希尔，这种按市值变化计价的方式会产生我所说的“剧烈和反复无常的波动。”

这一预测的准确性可以通过2018年的季度业绩来表明。在第一和第四季度，我们分别报告了在GAAP准则下产生亏损11亿美元和254亿美元。在第二和第三季度，我们报告的利润为120亿美元和185亿美元。与这些波动形成鲜明对比的是，伯克希尔拥有的众多业务在各个方面都实现了持续和令人满意的营收。这一年的收入较2016年的高点176亿美元高出41 %。

我们季度GAAP收益将不可避免地继续大幅波动，这是因为我们庞大的股票投资组合——在2018年底价值接近1730亿美元——通常会在一日内经历20亿美元或更多的价格波动。事实上，在第四季度，股票价格高位震荡时期，我们经历了几天“盈

利”或“亏损”超过40亿美元的情形。

我们的建议是什么？专注于营业收入，不去关注任何品种的收益或损失。我的说法绝不会削弱我们的投资对伯克希尔的重要性。随着时间的推移，查理和我预计这些投资将获得可观的收益，尽管时机具有高度不确定性。

长期阅读我们年度报告的读者会发现，我展开这封信的方式与以往不同。近三十年来，信的开头通常会描述伯克希尔每股账面价值的百分比变化。现在是时候放弃这种做法了。

事实上，伯克希尔账面价值的同比变化——将在第2页最后一次出现——这一指标已经失去了其曾经拥有的相关性。在三种情况中就是如此。第一，伯克希尔公司逐渐从资产集中在可交易股票的公司转变为主要价值在于经营业务的公司。查理和我预计这种转变会以不规则的方式继续下去。其次，虽然我们持有的股权按市场价格计算，但会计准则要求我们投资组合里经营性公司的账面价值远低于其当前价值，这是近年来出现的错误性标志。第三，随着时间的推移，伯克希尔将很有可能成为其股票的重要回购者，交易价格将以高于账面价值，但低于我们对内在价值的估计。这种回购的数学很简单：每笔交易使每股内在价值上升，而每股账面价值下降。这种组合导致账面价值记分卡越来越与经济现实脱节。

在未来的财务报表中，我们希望重点关注伯克希尔的市场价格。市场可能非常反复无常：看看第2页列出的54年历史。不过，随着时间的推移，伯克希尔的股价将是衡量业绩表现的最佳指标。

在继续之前，我想给你们一些好消息——真的是好消息——这并没有反映在我们的财务报表中。它涉及到我们在2018年初做出的管理层变更，当时Ajit Jain负责所有保险业务，Greg Abel负责所有非保险业务。这些管理层变更早就该做了。现在伯克希尔的管理比我一个人管理业务要好得多。Ajit Jain和Greg Abel有着罕见的才能，并深深融入到伯克希尔的文化中。

现在让我们看看你们拥有什么。

专注于森林——忘掉树木

评估伯克希尔的投资者有时会对我们许多不同业务的细节着迷——我们的经济“树”，可以这么说。考虑到我们拥有大量的标本，从树枝到红木，对这种类型的分析可能会让人头脑麻木。我们的一些树病了，从现在起不可能有十年左右。尽管如此，很多其他树注定要成长。

幸运的是，没有必要单独评估每棵树来粗略估计伯克希尔的内在商业价值，因为我们的森林有五个非常重要的“小树林”，每个“小树林”都可以以合理的准确性对其整体进行评估。其中四个小树林是易于理解和区分的企业和金融资产。第五个——我们庞大多样的保险业务——以一种不那么明显的方式为伯克希尔带来了巨大的价值，我将在这封信后面解释这一点。

在我们更仔细地观察前四个小树林之前，让我提醒你们，我们在资本配置方面的主要目标是：购买全部或部分具有良好和持久经济特征的、管理良好的企业。我们还需要以合理的价格购买这些资产。

有时我们可以买下符合公司的控制权。更常见的是，我们发现我们在公开交易的业务中寻求的属性，通常能够使我们获得5%到10%的利润。在美国公司中，我们对于大规模资本配置的双管齐下的做法是罕见的，有时这也给了我们一个重要的优势。

近几年来，我们要遵循的合理路线是清晰的：许多股票为我们提供的资金远远超过了我们通过完全收购所能获得的资金。这种差异导致我们去年购买了约430亿美元的可销售股票，而只卖出了190亿美元。查理和我相信我们投资的公司产生了极好的回报，远远超过了收购交易中的价值。

尽管我们最近增持了股票，但伯克希尔森林中最有价值的小树林仍然是伯克希尔控制的数十家非保险业务（通常拥有100%的所有权，从不低于80%）。这些子公司去年赚了168亿美元。此外，我们说的“盈利”是扣除所有所得税、利息支付、管理补偿（无论是现金还是股票）、重组费用、折旧、摊销和母公司管理费用之后剩下的东西。

这一的盈利与华尔街投行和企业首席执行官经常吹捧的盈利大相径庭。他们的报告通常以“经调整后的息税折旧及摊销前利润”为特色，这一指标重新定义了“利润”，排除了各种真实的成本。

例如，有时管理层声称他们公司的股权激励不应被记为支出。（还能是什么呢——来自股东的“礼物”？）还有重组费用？诚然，也许去年的重组不会再发生了。但是这样或那样的重组在商业中很常见——伯克希尔已经在这条路上走过几十次了，我们的股东总是承担着这样做的成本。

林肯 (Abraham Lincoln) 曾提出过这样一个问题：“如果你把狗的尾巴叫腿，那这只狗有多少条腿？”然后他自己回答了他的问题：“四条，因为把尾巴称作腿，并不能使它真的成为一条腿”

林肯在华尔街可能会感到孤独。

查理和我认为，我们14亿美元的收购相关摊销费用（详见K-84页）不是真正的经济成本。当我们同时评估私营企业和有价证券时，我们将这些摊销“成本”加回到GAAP收益中。

相比之下，伯克希尔的84亿美元折旧费低估了我们真实的经济成本。事实上，我们每年要花费比这个数目还要多的资金，才能勉强维持我们在众多业务中保持竞争力。除了那些“维护”资金支出之外，我们还花费了大量资金来追求增长。总的来说，伯克希尔去年在厂房、设备和其他固定资产上投入了创纪录的145亿美元，其中89%用于美国。

伯克希尔公司价值排名第二的是股票集合，特别是涉及一家大公司的5%至10%的所有权。如前所述，我们的股权投资价值在年底时接近1730亿美元，远高于其成本。若该投资组合按年末估值出售，则所获收益将应缴纳约147亿美元的联邦所得税。我们将很有可能长期持有这些股票，无论届时最终销售时所产生的税率是多少。

去年，我们的投资对象向我们支付了38亿美元的股息，这一数字将在2019年增加。然而，比股息更重要的是这些公司每年留存的巨额利润。作为一项参考，这些数字只涵盖我们的五大控股公司。

<u>Company</u>	<u>Yearend Ownership</u>	<u>Berkshire's Share in \$ millions of</u>	
		<u>Dividends(1)</u>	<u>Retained Earnings(2)</u>
American Express	17.9%	\$ 237	\$ 997
Apple	5.4%	745	2,502
Bank of America	9.5%	551	2,096
Coca-Cola	9.4%	624	(21)
Wells Fargo	9.8%	809	1,263
Total		<u>\$2,966</u>	<u>\$6,837</u>

@普通财经APP

(1)基于当前的年利率。

(2)基于2018年收益减去支付的普通股和优先股股息。

GAAP，决定了在我们收益报告中，不允许我们将被投资方的留存收益纳入我们的财务账户。但那些收益对我们来说价值巨大：多年来，我们的被投资方（被视为一个集合）保留的收益最终为伯克希尔带来了资本收益，这些公司为我们再投资的每一美元的总收益已超过一美元。

我们所有的主要控股公司都有着良好的经济效益，而且大多数公司都将部分留存收益用于回购股份。我们非常喜欢这样：如果查理和我认为一家被投资方的股价被低估，当管理层利用其部分收益来提高伯克希尔的持股比例时，我们会感到高兴。

从上表中也引申出一个例子：伯克希尔在过去八年中持有的美国运通(AXP.US)数量保持不变。同时，由于公司回购，我们的所有权从12.6%增加到17.9%。去年，伯克希尔在美国运通公司69亿美元收入中所占的份额为12亿美元，约占我们购买该公司13亿美元股份的96%。当收益增加和流通股数量减少时，随着时间的推移，持有者通常会进展良好。

伯克希尔的第三类企业所有权，是我们与他方共享控制权的四家公司。2018年，我们在这些业务的税后收入中所占的份额分别为——卡夫亨氏(Kraft Heinz)的26.7%，Berkadia 和 Electric Transmission Texas的50%，以及Pilot Flying J的38.6%，总计约13亿美元。

我们的第四类所有权类型，是伯克希尔在年底持有的1120亿美元美国国库券和其他现金等价物，以及另外200亿美元的其他固定收益工具。我们认为这些中的一部分是不能碰的，因为我们承诺将始终持有至少200亿美元的现金等价物，以防外部灾难。我们还承诺避免进行任何可能威胁保持这种缓冲的活动。

伯克希尔将永远是一个金融要塞。在管理上，我会犯昂贵的佣金错误，也会错失许多机会，其中一些机会对我来说应该是显而易见的。有时，由于投资者逃离股市，我们的股票会暴跌。但我永远不会冒现金短缺的风险。

未来几年，我们希望将过剩的流动性转移到伯克希尔将永久持有的业务中。然而，目前的前景并不乐观：对于拥有良好长期前景的企业来说，价格是天价。

令人沮丧的现实意味着2019年我们可能会再次扩大持有可出售股票的规模。尽管如此，我们仍希望能获得“大象”规模的资产。即使在我们88岁和95岁的时候——我还是年轻人——这一前景也是我和查理心跳加速的原因。（仅仅是写了一篇关于大量购买的可能性的文章，就导致了我的心率飙升。）

我预期购买更多的股票并不是对市场看涨。查理和我不知道股票下周或明年的表现如何。这种预测从来没有成为我们操作的一部分。相反，我们的思考集中在计算一部分有吸引力的业务是否比其市场价格更值钱。

我相信，伯克希尔的内在价值可以通过将我们四个资产类型的价值相加，然后减去适当的支付有价证券所付的税额来近似计算。

你可能会问，如果我们要出售我们的某些全资企业，伯克希尔是不是不应该为主要的税收成本进行补贴。忘记这一想法：即使不纳税，我们也不会愚蠢到卖掉任何一家出色的公司。真正的好生意是很难找到的。出售任何你有幸拥有的东西根本毫无意义。

在计算伯克希尔旗下非保险公司的收益时，我们所有债务的利息成本都被当成开支减掉了。除此之外，我们对前四类资产大部分所有权的获得，都是由伯克希尔哈撒韦的第五类资产组合——一系列出色的保险公司来提供资金。我们把这些资金称为“浮存资金”，我们希望随着时间的推移，这些资金是零成本的，甚至可能更低。我们将在这封信的后面解释浮存资金的特性。

最后，关键和重要的是，伯克希尔的价值最大化是我们把五类资产组装成一个整体。这种安排使我们能够无缝、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，偶尔利用税收效率优势，并将管理费用降到最低。

在伯克希尔，整体效益远大于各部分之和。

回购与报告

早些时候我提到伯克希尔将会回购自己的股票。假设我们以低于公司内在价值的价格回购这些股票，回购将给那些即将离开和留下来的股东带来好处。

当然，对于那些即将离开的人来说，回购的好处是微乎其微的。我们的小心谨慎会将回购对伯克希尔股价的影响降到最低。不管怎样，多一点买家对卖家来说是有益无害的。

对于继续持有伯克希尔股票的股东来说，回购的优势是显而易见的，如果市场以90美分的价格将离合伙人的权益定价，那么留任股东在公司每次回购时都会获得额外收益。当然，回购的定价不能太高，盲目用高价进行回购会毁掉公司股票的价值，但许多上市公司的首席执行官却看不到这一点。

当一家公司说它在考虑回购时，重要的是要向所有股东以及合伙人提供他（她）们所需的信息，便于做出合理的估值。查理和我希望在这份报告中提供尽可能多的信息。我们不希望股东向公司出售股票是因为他或她被误导或信息不足。

然而，一些卖家可能不同意我们估值的方法，另一些卖家可能找到了比伯克希尔股票更有吸引力的投资，毫无疑问，有许多股票能带来比我们更大的收益。

另外，有些股东可能决定是时候开始花掉自己的财产，而不是继续积累下去。查理和我现在对花钱还没有兴趣。也许在我们年老的时候，我们会成为挥霍无度的人。

在过去的54年里，伯克希尔管理层所做的决定都是从留任股东的角度出发，而不是那些即将卖掉股份的人。因此，查理和我从未关注过本季度的业绩。

事实上，伯克希尔可能是《财富》500强中唯一没有编制月度收益报告或资产负债表的公司。当然，我经常查看子公司的月度财务报告，但查理和我只会在每个季度结束时去了解伯克希尔的整体收入和财务状况。

此外，伯克希尔没有公司范围内的预算（尽管我们的许多子公司有）。这意味着在伯克希尔，基金经理不需要达到特定的季度业绩指标，坚持这么做是为了加强我们所珍视的文化。

多年来，查理和我看到了许多不良行为，都是由于管理层希望满足华尔街的期望而导致的。比如说，在季度末进行交易，对不断上升的保险损失视而不见，或者干脆玩数字游戏使账面变得好看一点。可能有些首席执行官认为，触一两次红线没什么问题。但如果一个公司的管理层抱有这种态度，那么，底下的员工便很容易合理化这种行为。

在伯克希尔，我们既不服务于华尔街，也不服务于评论员。我们服务的是股东以及合伙人，你们看到的数字与我和查理所看到的是一样的。

非保险业务——从棒棒糖到火车头

现在，让我们来看看伯克希尔最有价值的资产，一系列的非保险业务。

作为一个整体，这些业务在2018年的税前收入为208亿美元，比2017年增长24%。我们在2018年时进行的收购只带来了一小部分收益。

我坚持使用税前收入，但在2018年，我们从这些业务中获得的税后收益高达47%，这在很大程度上要归功于年初时企业税率的下调。让我们来看看影响为何如此巨大。

从一个经济现实开始，不管你喜不喜欢，美国政府拥有一部分伯克希尔公司的收益，这一部分的大小由国会决定。实际上，美国的财政部持有一种特殊类型的股票，我把它称为“AA股”，它从伯克希尔公司获得大量的“股息”（即纳税）。2017年，与许多年前一样，公司税率为35%，这意味着财政部的“AA股”表现非常出色。事实上，财政部所持的“AA股”，在我们1965年刚接管伯克希尔时一文不值，但这

只“AA股”现在已变成一只每年向联邦政府交付数十亿美元“股息”的股票。

但是，在去年，政府将40%的“股息”无偿归还给了伯克希尔。当时公司税率降至21%。因此，伯克希尔股东的股票收益得到了大幅提升。

减税极大地增加了伯克希尔股票的内在价值。此外，还提高了伯克希尔持有的几乎所有股票的内在价值。

还有其他因素也会影响我们的收益。例如，我们的大型公用事业经营所获得的税收优惠会传递给客户。同时，我们从美国国内公司获得的大量股息所适用的13%左右的税率并没有什么变化（这一较低的税率长期以来是合乎逻辑的，因为我们的被投资方已经对他们支付给我们的收益纳税）。总体而言，新的法律使我们的业务和我们持有的股票更具价值。

我们来看看非保险业务的表现。这一板块的两位佼佼者伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司(BNSF铁路公司)和伯克希尔哈撒韦能源公司。加起来，他们去年税前收入达93亿美元，比2017年增长了6%。

另外收入最高的前五家非保险子公司，按字母顺序排列是，克莱顿家园（Clayton Homes），国际金属加工（International Metalworking），路博润（Lubrizol），马蒙（Marmon）和精密铸件（Precision Castparts），这5家公司在2018年的税前总收入为64亿美元，高于2017年的55亿美元。

第六到十名是森林河房车（Forest River）、佳斯迈威集团（Johns Manville）、Mitek、Shaw

Industries和TTI。去年的税前收入为24亿美元，高于2017年的21亿美元。

伯克希尔所还拥有许多其他非保险业务，它们在2018年的税前收入为36亿美元，2017年为33亿美元。

保险、“浮动资金”和伯克希尔的资金

自1967年我们以860万美元收购National Indemnity及其姊妹公司National Fire & Marine以来，我们的财产/意外险(“P/C”)保险业务一直是伯克希尔哈撒韦公司的增长引擎。今天，National Indemnity是世界上按净值计算最大的P/C公司。

P/C业务吸引我们的一个原因是，该行业的商业模式:P/C保险公司先收取保费，然后再支付索赔。在极端情况下，如因接触石棉引起的索赔或严重的工作事故，其赔偿期限可长达数十年。

这种现收现付的模式使得P/C公司持有大量——我们称之为“浮动”的资金——这些资金最终将流向其他公司。与此同时，P/C公司可以通过投资这些浮动资金获利。尽管有个别保单面临索赔，但相对于保费规模，保险公司所持浮动资金的体量通常保持相当稳定。因此，随着我们业务的增长，我们的浮动资金也在增长。它是如何成长的，如下表所示：

<u>Year</u>	<u>Float (in millions)*</u>
1970	\$ 39
1980	237
1990	1,632
2000	27,871
2010	65,832
2018	122,732

* Includes float arising from life, annuity and health insurance businesses.

@智通财经APP

我们有时也会经历浮动资金体量的下降。即使是这样，其下降也会是非常缓慢的——任何一年的下降幅度都不会超过3%。我们的保险合同的性质是，我们永远不能接受对那些我们有直接或短期的巨大现金流要求的保单。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。这种原则是永远不会妥协。

如果我们的保费超过了我们的费用总额和最终的损失，我们的保险业务将登记承保利润，这将增加浮动资金产生的投资收益。当我们获得这样的利润时，我们就可以享受免费使用这些资金——更好的是，我们还可以因为持有这些资金而获利。

不幸的是，所有保险公司都希望取得这样的结果，这就造成了激烈的行业竞争，其竞争之激烈有时甚至导致整个P/C行业在承保方面蒙受重大损失。实际上，这一损失正是该行业为持有浮动资金所付出的代价。尽管保险行业的所有公司都享有浮动资金带来的收益，但与其他美国企业相比，整个P/C行业竞争态势使得该行业的有形净资产回报率仍低于正常水平，且这一惨淡情况还会持续下去。

不过，我看好我们公司的前景。伯克希尔无与伦比的财务实力使我们在投资流动资金时比一般的P/C公司拥有更大的灵活性。我们有很多选择，这总是一种优势，偶尔也会提供重要的机会。当其他保险公司受到限制时，我们的选择仍会扩大。

此外，我们的P/C公司有着良好的承销记录。伯克希尔哈撒韦公司在过去16年里有15年都实现了承保利润，只有2017年例外，当时我们的税前亏损为32亿美元。16年来，我们的税前利润总计270亿美元，其中20亿美元是在2018年实现的。

这一记录并非偶然：严格的风险评估是我们保险经理每天关注的焦点，他们知道，浮动资金带来的利润可能会被糟糕的承销业绩所吞噬。这一准则在其他的保险公司都只是嘴上说说而已，但在伯克希尔这里，这是一种信仰。

在大多数情况下，企业的资金来自两个来源——外债和股权。在伯克希尔，我们还有两个渠道要谈，但让我们先谈谈传统的部分。

我们很少对外举债。应该指出的是，许多基金经理将不同意这一政策，他们辩称，巨额债务会给股东带来丰厚回报。这些更具冒险精神的CEO们在大多数情况下都是正确的。

然而，在罕见且不可预测的情况下，外债在财务上变得致命。就像俄罗斯轮盘一样

——通常是赢，偶尔是输。但这种策略对伯克希尔来说是疯狂的。因为理性的人不会拿他们拥有和需要的东西去冒险，来换取那些他们没有和不需要的东西。

投资者会在我们的合并资产负债表上看到的大部分债务——见第K-65页——这些都属于我们的铁路和能源子公司，它们都是重资产的业务。在经济衰退期间，这些企业产生的现金仍然充裕。他们的外债是适用于他们的业务，而伯克希尔并没有提供担保。

我们的权益资本则是另一回事：伯克希尔3490亿美元的权益资本在美国企业界是无与伦比的。通过长期保留所有收益，并允许复利发挥其魔力，我们积累了许多资金，使我们能够购买和开发前面所描述的有价值的资产。如果我们遵循100%的支付政策，我们现在仍只有1965财年的2200万美元。

除了外债和股票，伯克希尔还从两种不太常见的公司融资渠道中获得了巨大利益。其中一个较大收益，就是我所描述的浮动资金。到目前为止，这些基金虽然在我们的资产负债表上被记为巨额净负债，但对我们来说，它们的效用大于同等数额的股本。这是因为它们通常伴随着承销收益。实际上，我们多年来一直因为持有和使用他人的资金而得到报酬。

正如我以前经常做的那样，我将强调这一令人高兴的结果远非一件确定无疑的事情：在评估保险风险方面的错误可能是致命的，这也许需要很多年才能浮出水面（想一想石棉）。一场像卡特里娜飓风和迈克尔飓风的大灾难随时会发生——也许是明天，也许是几十年后。“大危机”可能来自飓风或地震等传统源头，也可能是完全出乎意料的“黑天鹅”事件，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。当这样一场特大灾难发生时，我们将分担我们的损失——这个损失是巨大的，非常巨大的。然而，与许多其它保险公司不同，我们将在第二天需求增加业务。

最后一个资金来源是递延所得税，伯克希尔哈撒韦在这方面也拥有不同寻常的优势。这些外债我们最终会支付，但它同时也是无息的。

正如我之前所说，我们的505亿美元递延税项中约有147亿美元来自我们持有股权的未实现收益。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，但实际上，将按我们的投资出售时的现行税率支付。在这个时间差里，相当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进行股权投资。

此外，由于在计算我们目前必须支付的税款时，我们能够加速厂房和设备等资产的折旧，由此产生了283亿美元的递延税款。在未来几年里，我们记录的税收的前期税收节省将逐渐逆转。然而，我们经常购买额外的资产。只要现行税法有效，这一资金来源应该会维持向上的趋势。

随着时间的推移，伯克希尔的融资基础——即我们资产负债表的右侧——应该会增长，主要是通过我们保留的收益。我们要做的用好资产负债表左侧的钱，购买更有吸引力的资产。

GEICO和托尼莱斯利

（智通注：GEICO为美国汽车汽车保险公司，是沃伦·巴菲特Berkshire Hathaway投资公司的合伙人）

这个标题说明了一切：公司和人是不可分割的。

1961年，托尼在18岁时加入了GEICO；我在70年代中期遇到了他。那时，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。当时新晋任命的管理层严重低估了GEICO的损失成本，导致其产品价格过低。GEICO账簿上的那些产生亏损的保单——不少于230万张——要过几个月才能中止，然后才能重新定价。与此同时，该公司的净资产迅速接近于零。

1976年，杰克·伯恩被任命为首席执行官来拯救GEICO。在他到来后不久，我遇到了他，我断定他是这份工作的最佳人选，并开始积极购买GEICO股票。几个月内，伯克希尔收购了公司约1/3的股份，这部分股份后来增长到约1/2，而我们却没有花一分钱。这种惊人的增长是因为GEICO在恢复健康后，一直回购其股票。总而言之，这一半的股权花费了伯克希尔4700万美元，大约是你今天在纽约买一套靚眼公寓的价格。

现在让我们快进17年，到了1993年，托尼被提升为首席执行官。在那个时候，GEICO的声誉和盈利能力已经恢复，但增长率没有恢复。事实上，在1992年底，该公司的账目上只有190万汽车保单，远低于危机前的最高水平。在美国汽车保险公司的销量中，GEICO名列第七，名不副实。

1995年底，托尼重振GEICO之后，伯克希尔提出以23亿美元收购公司剩余50%的股份，这大约是我们上次支付的50倍（人们总说我不会在高位购买股票！）。我们的提议达成了，给伯克希尔带来了一家出色、还可持续发展的公司，并带来了一位同样出色的首席执行官，他将推动GEICO超越我的期望。

GEICO现在是美国第二大汽车保险公司，销售额比1995年高出1200%。自我们收购以来，承保利润总额为155亿美元（税前），可用于投资的浮动资金从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，他是树立了一位管理者的完美榜样，帮助他的40000名员工意识到他们的潜力并得以提高。

去年，托尼决定辞去首席执行官一职。6月30日，他将这一职位移交给了比尔·罗伯茨，他的长期合作伙伴。我看着比尔运营了几十年，相信托尼又一次做出了正确的决定。托尼仍然是董事长，将在他的余生中竭力帮助GEICO。他是个绝不会少做一点的人。

以我为首，伯克希尔所有的股东都欠托尼一份感谢。

投资

下面我们列出了我们在年末市值最高的15项普通股投资。其中排除了卡夫-海因茨控股公司（325442152股），因为伯克希尔作为控股集团的一份子，必须采用“权益”法对该投资进行说明。在资产负债表上，伯克希尔持有卡夫-亨氏（Kraft-Heinz）公司的股份按照通用会计准则计算数额为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份额有所减少。去年年末，我们的卡夫亨氏持股市值为140亿美元，成本基础为98亿美元。

<u>Shares*</u>	<u>Company</u>	<u>Percentage of Company Owned</u>	<u>Cost**</u>	<u>Market</u>
(in millions)				
151,610,700	American Express Company	17.9	\$ 1,287	\$ 14,452
255,300,329	Apple Inc.	5.4	36,044	40,271
918,919,000	Bank of America Corp.	9.5	11,650	22,642
84,488,751	The Bank of New York Mellon Corp.	8.8	3,860	3,977
6,789,054	Charter Communications, Inc.	3.0	1,210	1,935
400,000,000	The Coca-Cola Company	9.4	1,299	18,940
65,535,000	Delta Air Lines, Inc.	9.6	2,860	3,270
18,784,698	The Goldman Sachs Group, Inc.	4.9	2,380	3,138
50,661,394	JPMorgan Chase & Co.	1.5	5,605	4,946
24,669,778	Moody's Corporation	12.9	248	3,455
47,890,899	Southwest Airlines Co.	8.7	2,005	2,226
21,938,642	United Continental Holdings Inc.	8.1	1,195	1,837
146,346,999	U.S. Bancorp	9.1	5,548	6,688
43,387,980	USG Corporation	31.0	836	1,851
449,349,102	Wells Fargo & Company	9.8	10,639	20,706
	Others		16,201	22,423
Total Common Stocks Carried at Market			<u>\$ 102,867</u>	<u>\$ 172,757</u>

* Excludes shares held by pension funds of Berkshire subsidiaries.

** This is our actual purchase price and also our tax basis.

@智通财经APP

查理和我不认为上述1728亿美元只是某种股票代码的集合——那种会因“华尔街”下调评级、美联储采取的行动、可能的政治动向、经济学家的预测或任何其他可能成为当前热点事端的影响而随时终止的短暂合作。

相反，在我们的持股中，我们看到的是我们各部分持股公司的集合。而按照加权计算上，这些公司在经营其业务所需的有形股本净额上获得了大约20%的收益。这些公司也能在不过度举债的情况下赚取利润。

在任何情况下，那些规模庞大、成熟且易于理解的企业的订单回报都是显著的。与许多投资者在过去10年里收到的债券收益率相比——例如，30年期美国国债收益率只有3%或更低——它们确实令人震惊。

有时，对某只股票的过高收购价会成为一家出色的企业的一笔糟糕的投资——如果不是永久性的，但至少是在很长一段时间内也是痛苦的。然而，随着时间的推移，投资业绩将与企业业绩趋同。而且，正如我接下来将阐明的那样，美国商业的记录非同寻常。

美国经济的顺风车

3月11日是我第一次投资美国企业的日子，到现在已经77年了。1942年，那时候我11岁，全身心投入了我从6岁开始积累了114.75美元。当时我买的是三股城市服务优先股。我就这样成了一个资本家，这种感觉很好。

现在先让我们回到我投身投资界前的两个77年的时期。我们从1788年开始，也就是乔治·华盛顿就任美国第一任总统的前一年。那时，有谁能想象他们的新国家在短短77年中会取得什么样的成就呢？

1942年之前的77年里，美国从400万人口发展成为世界上最强大的国家。然而，在1942年春天，它面临着一场危机：美国及其盟国在一场我们三个月前刚刚参战的战争中遭受了重大损失。每天都传来坏消息。

尽管头条新闻令人担忧，但几乎所有的美国人在3月11日都相信战争将会胜利。他们的乐观并不局限于那次胜利。撇开天生的悲观主义者不谈，美国人相信他们的孩子和后代会过上比他们自己好得多的生活。

当然，这个国家的人民都明白，前面的道路不会一帆风顺。事实上，从来没有一帆风顺过。在美国建国初期，我们的国家经历了一场内战的考验。这场内战导致4%的美国男性死亡，林肯总统因此公开思考：“一个孕育于自由和奉行上述原则的国家是否能够长久存在下去？”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。

然而，1942年，当我开始投资时，国家期望实现战后增长，这一信念被时间证明是有根据的。事实上，这个国家的成就可以说是惊人的。

让我们用数字来证明这一点：如果将我的114.75美元投资于一只免费的标普500指数基金，并且所有股息都进行了再投资，那么到2019年1月31日，我所持股份的价值(税前)将达到606811美元(这是在这封信出版之前可获得的最新数据)。也就是5288倍的增长。与此同时，如果当时免税机构(比如养老基金或大学捐赠基金)将100万美元进行投资，那么最终资金将增加到53亿美元左右。

让我再加上一个我相信一定会让你震惊的计算：如果这家假想的机构每年只向各种“帮助者”(比如投资经理和咨询师)支付1%的资产，它的收益就会减半，只有26.5亿美元。这就是77年来发生的事情，将标普500指数实际的11.8%年回报率以10.8%的比率重新计算得出的结果。

那些经常鼓吹政府预算赤字带来厄运的人（就像我多年来经常做的那样）可能会注意到，在我77年投资生涯的最后一段时间里，美国的国债增长了大约400倍。那可是40000%！假设你已经预见到了这一增长，并且对可能出现的失控的赤字和一文不值的货币感到恐慌，为了“保护”自己，你可能会避开股票，选择用114.75美元购买31/4盎司的黄金。

那么，这种所谓的保护会带来什么呢？现在你将拥有价值约4200美元的资产，还不到美国商业中最简单的非管理投资所能实现收益的1%。投资这种神奇的金属，实在是与美国人的勇气不相称。

我们国家几乎难以置信的繁荣是两党合作的结果。自1942年以来，我们有7位共和党总统和7位民主党总统。在他们任职的几年里，美国在不同的时期面临着长期的病毒式通货膨胀、21%的最优惠利率、几场有争议且代价高昂的战争、一位总统的辞职、房地产市场崩溃、金融危机瘫痪和许多其他问题。所有这些都产生了可怕的头条新闻，但现在都成为了历史。

克里斯托弗·雷恩，圣保罗大教堂的建筑师，永眠在这座伦敦教堂内。在他的墓旁写着（拉丁语）：“如果你想找我的纪念碑，请环顾你的周围。”那些对美国经济前景持怀疑态度的人，应该好好拜读这句话。

在1788年——时间退回回到我们的起点——除了一小群雄心勃勃的人和一个旨在将他们的梦想变为现实的管理框架雏形外，这里真的什么也没有。今天，美联储估计我们的家庭财富为108万亿美元，这个数字几乎难以置信。

还记得在这封信的前面，我是如何描述留存收益是伯克希尔繁荣的关键吗？美国也是如此。在美国的会计核算中，可比的项目被称为“储蓄”，而我们有储蓄。如果我们的祖先把他们生产的全部都消费掉，就不会有投资、生产力的提高和生活水平的飞跃。

查理和我很乐于承认，伯克希尔的成功大部分要归功于“乘着美国的顺风”（The American Tailwind）。对于任何美国企业或个人来说，夸耀自己“一个人就干成了”简直是比夜郎自大还离谱。

诺曼底那一排排整齐的白色十字架，会让那些做出这种声明的人感到羞愧。

世界上还有许多其他国家拥有光明的未来。关于这一点，我们应该感到高兴：如果所有国家都繁荣起来，美国人将更加繁荣和安全。对伯克希尔而言，我们也希望能将大量资金投在境外。

然而，未来的另一个77年里，我们收益主要来源几乎肯定依然会来自美国经济的“顺风车”。我们很幸运——非常幸运——有这样坚实的力量做为我们的后盾。

年度股东大会

伯克希尔2019年年度股东大会将于5月4日星期六举行。如果你想参加——查理和我希望你能来——请查看A-2-A-3页上的详细信息。上面列明了与我们多年来相同的安排。

如果你不能来奥马哈，可以通过雅虎的网络直播参与。Andy Serwer和他的雅虎合作伙伴在整个会议的报道和采访方面都做得很出色。自从雅虎进行股东大会直播以来，世界对每年5月份的第一个星期六奥马哈发生了什么有了更深的了解。报道将从北美中部时间早上8：45开始，并提供中文翻译。

54年来，我和查理热爱我们的工作。每天，我们会在会做我们觉得有趣的事情，和我们喜欢和信任的人合作。现在，我们的新管理架构使我们的生活更加愉快。整个团队——也就是说，Ajit和Greg带领的运营团队、一大批优秀的企业、那如尼加拉瓜奔涌的现金流、一批才华横溢管理人员、坚如磐石的企业文化——未来虽不可知，但您的公司确定无虞。

2019年2月23日

Warren E. Buffett

董事会主席