

## 2018 年巴菲特致股东信

依照惯例，第一页是伯克希尔业绩与标普 500 指数表现的对比，2017 年伯克希尔每股账面价值的增幅是 23.0%，而标普 500 指数的增幅为 21.8%。长期来看，1965-2017 年，伯克希尔的复合年增长率为 19.1%，远远超过标普 500 指数的 9.9%，而 1964-2017 年伯克希尔的整体增长率是令人吃惊的 1,088,029% (即 10880 倍以上)，而标普 500 指数为 15,508%。

**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	28.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	(12.5)	1.4
2016	10.7	23.4	12.0
2017	23.0	21.9	21.8
Compounded Annual Gain – 1965-2017	19.1%	20.9%	9.9%
Overall Gain – 1964-2017	1,088,029%	2,404,748%	15,508%

## 各位伯克希尔哈撒韦的股东：

2017 年间，伯克希尔的资产净值增长了 653 亿美元，这也就意味着我们 A 类股和 B 类股的账面价值增长了 23%。过去 53 年（自当前的管理层接掌公司算起），企业每股账面价值从 19 美元增长到了 21.175 万美元，复合年均增长率 19.1%（类似这种计算均以 A 类股为准，B 类股量级为 A 类股的 1/1500）。

像这样的开篇已经是伯克希尔财报 30 年来的惯例了，但是 2017 年其实与往年大有不同：我们很大一部分利得都不是来自伯克希尔本身的运营。

当然，650 亿美元的收入是实实在在的，这一点大可放心，不过需要指出的是，只有 360 亿美元是伯克希尔的运营所得。其余的 290 亿美元是拜美国国会所赐——他们 12 月间重修了美国的税法。

(伯克希尔税务相关所得内容，详见 K-32 页，以及 K-89 至 K-90 页。)

按说，在就这些重要的财务事实做了澄清之后，我应该立即开始讨论伯克希尔的运营情况了，但是我还是不得不再次引入一段插曲，即我必须首先向各位介绍新的会计准则，其实也就是通用会计准则（GAAP）——这也就意味着，在将来，伯克希尔的季度和年度净所得数字将受到严重的扭曲，而评论家和投资者也将因此而时常被误导。

根据新的规则，我们所持有股票的未兑现的投资利得或者亏损都必须被计算在我们报告给各位的净所得数字之内。遵从这样的标准，就意味着我们发布的 GAAP 盈利数据将会出现一些真正是变化巨大而无常的波动。伯克希尔持有总价值 1700 亿美元的可销售股票（不计卡夫亨氏的股份），在一个季度的时间当中，这些持股的价值上涨或者下跌 100 亿美元，其实都是很正常的事情。

将会有如此规模波动的数据纳入我们报告的净所得数据，无疑会使得那些真正重要的，真正能够体现我们运营表现的数据变得更加难以被提炼和分析。实话说，如果是用于分析，伯克希尔的“盈利”数字将变得全无意义。

新规则带来的另外一个麻烦还在于让我们的沟通遇到了更大的麻烦。在过去，根据会计原则，我们一直都必须将那些兑现投资利得（或亏损）计入最终业绩。在过去的季报和年报当中，我们一再告诫大家不要过度关注这些已兑现利得，因为它们其实和未兑现利得一样，都是随机波动的。

这在很大程度上也是因为，我们出售股票时，考虑的只是这样的决定在当时是否明智，而不是这会给我们的盈利带来怎样的影响。于是，在有些时期当中，我们报告了非常可观的兑现利得，但实际上，我们投资组合的整体表现却很不理想——当然，也有些时期的情况恰好相反。

之前适用于已兑现利得的会计准则就已经在相当程度上造成了业绩的扭曲，而引入关于未兑现利得的新准则只能让扭曲更加严重，迫使我们每个季度都不能不煞费苦心地进行解释，帮助大家调整，以看清楚我们这些数据的真正意义。遗憾的是，电视财经节目所注重的，往往都是一时的影响，而报纸的大字标题又只看重 GAAP 盈利的同比变化。于是乎，媒体报道最终的结果都只是夸大了一时数据的意义，让诸多受众受到了不必要的惊吓或者怂恿。

我们会一直坚持在周五晚间收盘后，或者是在周六上午发布财报，这样的做法在很大程度上也是为了努力削弱这种不当的影响。这样就可以让大家得到尽可能多的时间来做分析，让投资专家们有机会在市场周一开盘前做足够的功课，在发表评论时更加靠谱。

无论怎样，我都可以想象得到，对于那些听会计学条条框框如听外语的股东而言，巨大的困惑总是难免的。

在伯克希尔，重中之重就是我们的正常每股盈利成长能力。这也是我和我的老伙计查理·芒格（Charlie Munger）一直以来所最为关注的，我希望大家也和我们一样。我们 2017 年的具体表现如下所述。

## 并购

在伯克希尔，有四大增值行为模型：(1)大规模独立收购；(2)契合我们既有业务的强化收购；(3)在我们旗下诸多不同业务之间的内部销售和利润率增长；(4)我们庞大的股票和债券投资组合所产生的投资利润。在这个章节当中，我们将对 2017 年的并购活动进行评估。

在寻找新的、独立的业务时，我们所看重的关键品质包括：可持续的竞争优势；高质量的，有能力的管理层；运营所需有形资产的优秀回报率；以富有吸引力的回报实现内部成长的机会；以及，归根结底的，合理的收购价格。

事实上，在 2017 年的美国企业界，并购交易的活跃程度达到了历史新高。当我们对这些交易进行评估的时候，很自然就会考虑到前述最后一条要求的门槛，我们的结论是，尽管收购价格还算是得体，但实在说不上有怎样的说服力。事实上，对于那些满心乐观的收购者而言，似乎价格已经不再有什么意义了。

如此程度的收购狂热何以会上演？在一定程度上，这是首席执行官这样一种位置自身的特性使然，只有那些“敢干”的人才能上位。当华尔街的分析和董事会的敦促要求这种类型的首席执行官去考虑可能的并购交易。

一旦一位首席执行官陷入“我为并购狂”的境地，他或者她总是能够找到某种预期来让自己的并购决定获得合理性的。下级想到伴随企业规模

的扩大，自己将要得到升迁和加薪的机会，自然也会大声叫好。投资银行家嗅到了巨额服务味的味道，更是不可能不高声赞同的。（不管什么时候，你想让理发师告诉你该不该剪头发，回答都是注定的。）哪怕收购对象的历史表现显示它并不是个靠谱的目标，你还可以指望可观的“协同作用”。总之，表格永远不会让你失望。

2017 年当中，你不费吹灰之力就能够以极低的成本举债，这也让并购狂热火上浇油。毕竟，如果能够以债务融资来进行收购，那么哪怕是高价交易通常也可以让每股盈利得到可观的推动。可是伯克希尔不同，我们往往都是基于完全换股的方式对收购交易进行评估，因为我们对整体债务规模高度警觉，坚信将可观债务负担转嫁给任何一个具体业务的做法都是极为不明智的（当然也会有某些例外，比如那些源于 Clayton 放款投资组合或者我们管理的公共事业业务的固定资产承诺的债务）。同时，我们也永远不会去考虑所谓的“协同效应”——而且事实上，我们也几乎没有发现过这种效应。

由于对杠杆手段的这种抗拒，我们历来的回报率确实受到了影响。不过关键在于，这让我和查理·芒格晚上睡得更踏实了。我们都坚信，拿你已经拥有的和真正需要的东西去冒险博你并不需要的东西，那简直是发疯。我们五十年前以信任自己的亲朋好友为基础，各自建立自己的投资合伙时，秉持的就都是这同样的理念。五十年后的今天，我们在伯克希尔已经拥有了多达上百万的“合伙人”，但这份理念一如当初。

尽管我们近期似乎遇到了“并购荒”，但是查理和我都相信，伯克希尔总会不时遇到值得我们大规模出手的机会。与此同时，我们还将继续坚持我们简洁明了的指导方针：其他人在进行并购交易时越是粗放，我们的交易就越是应该谨慎。

当然，我们在去年还是进行了一笔非常合理的独立收购，即获得了 Pilot Flying J 的 38.6% 的合伙权益。这家公司的年销售额高达 200 亿美元，是全美市场上毋庸置疑的旅行中心运营商。

PFJ 是非凡的哈斯拉姆 (Haslam) 家族的创造。“超级吉姆” (Jim Haslam) 60 年前靠着一个加油站和一腔梦想奠定了起点，现在他的儿子吉米 (Jimmy) 管理着覆盖北美的 750 处地点的 2.7 万家加盟企业。根据业已签署的协议，到 2023 年，伯克希尔所拥有的 PFJ 合伙权益将达到 80%。

到那时，哈斯拉姆家族将拥有余下的 20%，伯克希尔非常高兴成为他们的合伙人。

当你在州际公路上驾车，欢迎接受 PFJ 的服务。我们有汽油和柴油，也有非常可口的食品。如果太阳太晒，记得我们还有 5200 个淋浴点。

\*\*\*\*\*

下面我们要说一说强化收购。这种交易中一些规模较小，我不会一一都具体说明。不过，也有少数规模较大的交易，从 2016 年底到 2018 年初将陆续完成。

——Clayton Homes 在 2017 年当中收购了两家美国传统住宅建筑商，这一动作让我们在只是三年前才开始涉足的市场上的份额翻了一番还多。拥有了这两个收购目标，即科罗拉多的 Oakwood Homes 和伯明翰的 Harris Doyle，我预计我们 2018 年的在地建筑营收将超过 10 亿美元。

不过，无论如何，Clayton 的业务重点依然是预制装配式房屋，依然是预制装配式房屋的建造和融资。

2017 年当中，Clayton 通过自己的零售渠道售出了 19168 幢住宅，并向其他独立零售商批发出了 26706 幢。合计下来，Clayton 去年在预制住宅市场上的份额已经达到了 49%。这样一个份额是全行业毋庸置疑的领导者，哪怕是距离最近的手对手也只有其三分之一——要知道，Clayton 最初加入伯克希尔旗下的 2003 年，他们的市场份额不过只有 13%。

Clayton Homes 和 PFJ 都是诺克斯维尔的企业，在当地，Clayton 和哈斯兰姆家族早已建立了长期的友谊。正是克莱顿 (Kevin Clayton)



对哈斯兰姆家族谈到了加入伯克希尔旗下的种种好处，以及他对哈斯兰姆家族的评价也帮助促成了 PFJ 交易。

——在接近 2016 年年底的时候，我们的地面装饰子公司 Shaw Industries 收购了快速成长的高端乙烯地板公司 U.S. Floors。USF 的两位经理人多斯克（Piet Dossche）和厄兰姆泽普（Philippe Erramuzpe）迅速脱颖而出，他们让公司的销售额在 2017 年当中增长了 40%，同时这也收购对象也被完美整合到了 Shaw 当中。显然，在 USF 交易当中，我们既收购到了优质的企业资产，也收购到了优质的人力资产。

Shaw 的首席执行官贝尔（Vance Bell）是这一交易的提出者，亲身参与谈判并主导了交易的完成，这一交易使得 Shaw's 的 2017 年销售额达到了 57 亿美元，员工数量达到了 2.2 万。凭借着对 USF 的收购，Shaw 作为伯克希尔一个重要的，持久的盈利来源的地位也得到了充分的强化。

——我已经不止一次对你们谈到过 HomeServices，我们持续成长的房地产经纪子公司。伯克希尔是 2000 年收购 MidAmerican Energy（现名伯克希尔哈撒韦能源）控股股权时获得这一业务的。那时，MidAmerican 的主要经营活动还是围绕着公用电力事业，我最初几乎没有怎么注意到 HomeServices。

可是，年复一年，该公司旗下经纪人不断增加，到 2016 年底，HomeServices 已经成了全美第二大经纪公司——尽管距离行业头牌 Realty 依然相当遥远。不过，无论如何，2017 当中，HomeServices 还是实现了爆炸性增长。我们收购了业界排名第三的玩家 Long and Foster，排名第十二的 Houlihan Lawrence，还有 Gloria Nilson。

这些收购完成后，我们又新增了 1.23 万经纪人，使得旗下经纪人总数达到了 4.095 万。HomeServices 现在已经有了在住宅销售额方面挑战全美领先地位的本钱，参与（包括三家收购对象）了 2017 年“双边”价值 1270 亿美元的房屋销售。这里需要做一个解释，每一笔交易都有所谓“双边”——如果我们在一笔交易当中既代表买家也代表卖家，则交易的账面价值会被计算两次。

尽管进行了近期的这些收购，但是 HomeServices 到 2018 年代理的业务预计依然只占全美市场总份额的 3%，还有 97% 等待去拓展。在保持价格合理的前提下，我们还将继续扩大经纪人的队伍，他们是这个业务的根基。

——最后是 Precision Castparts，这本身就是一家通过收购建立起来的公司，又收购了德国耐腐蚀配件、管道设备和部件制造商 Wilhelm Schulz GmbH。在这里请允许我多做一点解释。对于制造业运营，我的了解和房地产经纪、住宅建筑以及旅行中心一样有限。

幸运的是，我在此刻不需要具备这样的专门知识，因为 Precision 的首席执行官多尼根 (Mark Donegan) 是一位非凡的制造业管理人才，在他专业范围内的所有生意，他都能处理得井井有条。有些时候，相信合适的人要比相信实实在在的资产更为靠谱。

接下来，我们将开始讨论公司的运营，首先是财产 - 意外险 (property-casualty ,P/C)，这是我切实了解的业务，也是过去 51 年来推动伯克希尔成长的引擎。

## 保险

在开始讨论 2017 年的保险业绩之前，我首先还是要向大家解释一下我们为何要进入这一领域。我们最初涉足保险业是在 1967 年，以 860 万美元收购了国民保险公司 (National Indemnity) 和一家较小的姊妹公司。通过收购交易，我们获得了 670 万美元有形净资产，由于保险生意的天然特性，我们得以将这笔资金投入到了有价证券中。与伯克希尔直接持有证券相比，无疑还是将这个投资组合重新配置到相应的证券中容易得多。本质上说，我们就是将成本净值转化成了可投资的资金。

至于伯克希尔在净值之外支付的 190 万美元溢价，则为我们带来了一桩通常都可以产生承销利润的保险生意。更加重要的是，保险业务为我们带来了 1940 万美元的“浮存”——这些钱属于他人，但暂时由我们的两家保险公司持有。

从那时到现在，浮存对于伯克希尔一直是极为重要的。当我们将这些资金用于投资，所获取的全部股息、利息和利得都归伯克希尔所有。（当然，若是我们遭遇了投资亏损，也一样由我们自己承担。）

财产-意外险的浮存主要由以下几个渠道产生：(1) 保费通常都是先付给公司，而损失则是发生在保单覆盖的期间内，一般是未来六个月到一年间；(2) 尽管一些损失如汽车修理等都需要迅速理赔，但是其他的如石棉接触等，或许要许多年后才能发现，而要进行评估和确定赔付金额，则需要更长的时间；(3) 有些时候，理赔周期会长达数十年，比如员工保单持有者遭受到永久性伤害，需要价格不菲的终生护理。

通常情况下，伴随保费总规模的增长，浮存也会不断增加。此外，某些专门从事医疗事故或产品责任业务——即行话所谓“长尾”业务的财产-意外保险人——所获得的浮存往往还会多过提供车险和房产保险的公司，毕竟在后述这些险种当中，一旦客户提出必需的修理要求，保险人几乎是当即就必须进行赔付。

多年来，伯克希尔一直是长尾业务领域的领先者。尤其是，我们专门从事大型再保险业务，即承担其他财产-意外险保险商业已产生的长尾损失。由于我们对这种业务的强调，伯克希尔的浮存增长一直极为可观。以保金规模计算，我们目前是全美第二大财产和意外保险公司，而以浮存计算，我们则是第一名。

记录如下（单位：百万美元）：

年份 保费 浮存

1970 39 39

1980 185 237

1990 582 1,632

2000 19,343 27,871

2010 30,749 65,832

2017 60,597 114,500

我们 2017 年的保费金额大幅度增加，是因为一笔大交易的缘故，我们为美国国际（AIG）的长尾损失提供了至多 200 亿美元的再保险。这笔交易的保费为 102 亿美元，创下了世界纪录，连我们自己都很难再重演一遍。因此，到了 2018 年，预计保费总额将会有所回落。

至少几年之内，浮存的增长速度预计都将比较迟缓。当浮存最终出现下滑时，其幅度将是非常有限的，预计单一年度最多也就是 3% 左右。银行存款可以提前提取，人寿保险可以退保，但是财产和意外保险的浮存是不能提取的。这也就意味着，哪怕在金融紧张时期，财产和意外保险

商也不会遭遇大规模“挤兑”，这是伯克希尔一个最重要的特质，我们在进行投资决策时总会纳入考虑。

查理和我从来不会靠着陌生人的善心来运营伯克希尔，哪怕是好友的善心也不是依靠，因为谁都难免遇到流动性吃紧的时候。2008年至2009年的危机期间，我们喜欢持有短期国债——大量的短期国债——这样就可以确保我们不必依靠银行信用额度或者商业票据之类融资来源。我们最初打造伯克希尔的时候，就想要确保它能够从容面对各种经济非常时期，包括市场长期关闭的极端局面。

\* \* \* \* \*

浮存模式的不利一面是伴随着风险，有些时候甚至是巨大的风险。在保险业当中，哪怕是看上去注定的东西也可能会有万一。比如著名的劳埃德保险市场，他们在长达三个世纪的时间里都表现得可圈可点，可是在1980年代，少数几桩长尾保险出现了问题，就使得他们的历史传奇一度面临终结之虞。（当然，我必须补充一句，他们现在已经彻底复元了。）

伯克希尔的保险经理人们都是非常保守与仔细的承保人，他们一直以来身处其中的企业文化就是品质第一。这种训练有素的行为在大多数年头当中都创造了可观的承保利润，在这些时候，我们的浮存成本甚至低于零。事实上，因为持有着前面表格当中所列出的庞大资金，我们还获得了报酬。

不过，我必须警告大家的是，我们近些年其实一直运气很好，整个行业近年一直没有遇到多少大灾难，但这并不是什么新常态。去年 9 月就让我们充分领略了现实，三次大规模的飓风灾难席卷了得克萨斯、佛罗里达和波多黎各。

根据我目前的预测，是飓风灾害带来的保险损失会在 1000 亿美元左右。不过这个数据可能远未达到实际数据。绝大多数特大灾难的模型的最初损失估值都相对较低。正如知名分析师 V.J.道林(V.J. Dowling) 指出的那样，保险公司的损失储备金如同自评测试一般。无知，一厢情愿，有时甚至是彻头彻尾的欺诈，都能提供一份关于保险商长期财务状况的不准确的数据。

我们当前预计，伯克希尔·哈撒韦在三场飓风灾害中的损失约为 30 亿美元（税后损失约为 20 亿美元）。如果预测数字接近准确数字，伯克希尔·哈撒韦将承担美国保险行业损失的大约 3%。我认为这一比例也是美国未来再次发生重大灾难时，伯克希尔·哈撒韦将会承担保险损失的合理比例。

值得注意的是，三次飓风灾害带来的 20 亿美元的净损失，让伯克希尔·哈撒韦按照美国通用会计准则计算的账面净值减少不到 1%，远远强于行业平均水平。在再保险行业中，许多公司通常账面净值会减少 7%至 15%以上。对他们的伤害可能会更糟：如果飓风艾尔玛横穿佛罗里达再向东延伸一点，可能会再带来 1000 亿美元的保险损失。

我们认为，美国每年造成 4000 亿美元甚至更多保险损失的特大型灾难的概率约为 2%。当然，没有人知道正确的概率。但是我们确实知道，易受灾地区的建筑物数量和价值都在增长，因此随着时间的推移，风险也在增加。

没有一家企业能够像伯克希尔哈撒韦一样为 4000 亿美元的巨灾做好财务准备。我们在此类灾难中将承担约 120 亿美元左右的损失，这远低于我们对公司每年从非保险活动中获得的收入预期。与此同时，许多、也许是大部分的财险和意外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·哈撒韦的保险业务已连续 14 年实现盈利，税前总利润为 283 亿美元。我经常告诉你们，我预计伯克希尔·哈撒韦的保险业务将在大多数年份将实现盈利，但也会时不时的出现年度亏损。我的警告在 2017 成为事实，因为我们承保业务在 2017 年的税前亏损 32 亿美元。

有关各类保险业务的诸多附加信息将会在此报告后的 10-K 文件中进行披露。我要补充的唯一一点是，你们拥有一批杰出的经理人在我们的各类保险业务中为你们工作。这是一个没有商业机密、专利或区位优势



行业，最重要的是头脑和资本。我们旗下的各家保险公司的经理们提供了头脑，伯克希尔·哈撒韦提供了资金。

多年以来，这封信一直在描述伯克希尔·哈撒韦旗下诸多其他业务的经营状况。在这封信随后发布的 10-K 文件中，经常会重复和复制这些信息。鉴于此，今年我将向你们简要介绍我们几十家非保险业务的情况。你们可以在 10-K 文件中的第 5、第 22、第 40 和第 50 页查阅具体信息。

不包括投资收入，我们旗下非保险业务在 2017 年的税前收入为 200 亿美元，比 2016 年高出 9.5 亿美元。在 2017 年非保险业务的税前收入当中，大约 44% 来自于两家子公司--伯灵顿北圣太菲铁路公司和伯克希尔·哈撒韦能源公司 (Berkshire Hathaway Energy, 公司持股 90.2%)。你们可以在 10-K 文件中的第 5、第 10、第 40 和第 44 页查阅上述业务的更多信息。

在伯克希尔·哈撒韦公司旗下的一长串子公司当中，排名第三至第七的 Clayton Homes、International Metalworking Companies、Lubrizol、Marmon 和 Precision Castparts 公司，2017 年的税前收入为 55 亿美元，略高于 2016 年的 54 亿美元。排名八至十二位的公司 (Forest River、Johns Manville、MiTek、Shaw 和 TTI) 2017 年的税前收入为 21 亿美元，高于上年的 17 亿美元。

剩余公司的税前收入合计为 37 亿美元，高于上年的 35 亿美元。

所有上述非保险业务的折旧支出为 76 亿美元, 资本支出为 115 亿美元。伯克希尔·哈撒韦公司一直在寻找扩大业务的途径, 资本支出会经常性的超出折旧支出。伯克希尔·哈撒韦公司近乎 90% 的投资都在美国进行。公司认为, 美国的经济土壤依旧肥沃。

公司的摊销费用为 13 亿美元。我相信在很大程度上该项支出不是真正的经济成本。部分抵消这个好消息的是伯灵顿北圣太菲铁路公司 (像所有的其他铁路公司一样) 计入的折旧支出远远低于维持铁路一流状态所需的成本。

伯克希尔·哈撒韦公司的目标是大幅增加非保险部门的利润。为实现这一目标, 该公司需要进行一次或多次大规模的并购交易。伯克希尔·哈撒韦公司有资源实现这一目标。截至 2017 年年底, 伯克希尔·哈撒韦公司持有 1160 亿美元现金和平均到期期限为 88 天的美国债券, 高于截至 2016 年年底的 864 亿美元。伯克希尔·哈撒韦公司目前持有的现金投资回报率非常低, 且远远超出我本人和查理·芒格 (Charlie Munger) 所期望的水平。当我们把伯克希尔·哈撒韦公司的冗余资金注入到更多生产性资产当中, 我们才会笑得更加开心。

## 投资

以下图表为我们截至 2017 年年末的 15 个市值最高的普通股投资。我们未计入所持的 325,442,152 股卡夫亨氏股票, 因为伯克希尔·哈撒韦

公司已成为该公司的控股公司。在公司的资产负债表当中，按照美国通用会计准则计算，伯克希尔·哈撒韦公司所持的卡夫亨氏股票价值为 176 亿美元。按照 2017 年年底的股价计算，伯克希尔·哈撒韦公司目前持有价值 253 亿美元的卡夫亨氏股票，投资成本为 98 亿美元。

<u>Shares*</u>	<u>Company</u>	<u>Percentage of Company Owned</u>	<u>12/31/17</u>	
			<u>Cost**</u>	<u>Market</u>
			<i>(in millions)</i>	
151,610,700	American Express Company .....	17.6	\$ 1,287	\$ 15,056
166,713,209	Apple Inc. ....	3.3	20,961	28,213
700,000,000	Bank of America Corporation .....	6.8	5,007	20,664
53,307,534	The Bank of New York Mellon Corporation .....	5.3	2,230	2,871
225,000,000	BYD Company Ltd. ....	8.2	232	1,961
6,789,054	Charter Communications, Inc. ....	2.8	1,210	2,281
400,000,000	The Coca-Cola Company .....	9.4	1,299	18,352
53,110,395	Delta Airlines Inc. ....	7.4	2,219	2,974
44,527,147	General Motors Company .....	3.2	1,343	1,825
11,390,582	The Goldman Sachs Group, Inc. ....	3.0	654	2,902
24,669,778	Moody's Corporation .....	12.9	248	3,642
74,587,892	Phillips 66 .....	14.9	5,841	7,545
47,659,456	Southwest Airlines Co. ....	8.1	1,997	3,119
103,855,045	U.S. Bancorp .....	6.3	3,343	5,565
482,544,468	Wells Fargo & Company .....	9.9	11,837	29,276
	Others .....		14,968	24,294
	Total Common Stocks Carried at Market .....		<u>\$ 74,676</u>	<u>\$ 170,540</u>

(图注：此为伯克希尔 15 大重仓股。从左到右依次为，持股数量、公司名称、所占该公司股份的比例、成本价格和市值。)

表中的某些股票是由托德·库姆斯 (Todd Combs) 或泰德·韦斯勒 (Ted Weschler) 负责买入的，他们跟我一起管理伯克希尔哈撒韦的投资。他们每人都独立于我之外管理着 120 亿美元以上的资金，而我通常会通过查阅月度投资组合摘要的方式来了解他们作出的投资决定。在两人管

理的 250 亿美元资金中，有 80 亿美元以上是伯克希尔哈撒韦旗下特定子公司的养老金信托资产。需要注意的是，养老金投资不包括在前述的伯克希尔哈撒韦所持资产表格之中。

\*\*\*\*\*

查理和我将伯克希尔哈撒韦所拥有的可出售的普通股视为企业利益，而并不是基于其“图表”模型进行买卖的行情显示代号，也并不在意分析师设定的目标价或是媒体权威人士的观点。我们简单地认为，如果被投资者的业务是成功的（我们相信，大多数都将如此），那么我们的投资也将获得成功。有些时候，我们获得的收益会是比较少的；偶尔也会有很大的收益。也有些时候，我会犯下代价高昂的错误。整体上来说——随着时间的推移——我们应该可以取得不错的结果。在美国，股票投资者是有“贵人”相助的。

从我们的股票投资组合——我们持有的股票可以被称作一批多样化的上市企业的“少数权益”——中，伯克希尔哈撒韦在 2017 年里收到了 37 亿美元的股息。这一数据包含在了我们公布的按照美国通用会计准则计算的业绩中，在我们的季报和年报中也以“运营利润”的形式被提及。

但是，这一股息数据远远低估了源自于我们所持股票的“真实”利润。在过去数十年时间里，我们一直都在“所有者相关业务准则”

(Owner-Related Business Principles) 的第六条准则中指出，我们预计被投资者的未分配利润将以后续资本收益的方式给我们带来至少等量的利润。

我们认列的资本收益（和亏损）将是起伏不定的，尤其是我们开始遵循新的美国通用会计准则，新准则要求我们在财报中持续认列未实现损益。但我确信，被投资者留存的收益将随着时间的推移——加之被投资者被视为一整个群体——转化为伯克希尔哈撒韦的等量资本收益。

短期之内，我刚刚描述过的价值建立与留存收益之间的联系将是不可能被探测到的。股价有涨就有跌，看似与其基础价值的同比积累之间毫无联系。但随着时间的推移，本·格雷厄姆（Ben Graham）经常被引用的那句格言会被证明是正确的：“短期来看，市场是台投票机；但从长期来看，就会变成称重机。”

\*\*\*\*\*

伯克希尔哈撒韦本身就提供了一些生动的例子，可以说明短期的股价随机变动能够如何遮蔽长期的价值增长。在过去 53 年时间里，这家公司已经通过将盈利用来再投资以及让复利发挥其“魔力”的方式建立起了价值。年复一年，我们一直都在前进。然而，伯克希尔哈撒韦的股价也曾遭遇过四次极大的下跌，以下列出的就是血淋淋的细节：

<u>Period</u>	<u>High</u>	<u>Low</u>	<u>Percentage Decrease</u>
March 1973-January 1975	93	38	(59.1%)
10/2/87-10/27/87	4,250	2,675	(37.1%)
6/19/98-3/10/2000	80,900	41,300	(48.9%)
9/19/08-3/5/09	147,000	72,400	(50.7%)

(图注：从左到右依次为，时间段、高点、低点、百分比跌幅)

这张表格提供了我能聚集起来的最强大的证据，用以反对使用借来的钱来持有股票。根本就没有办法知道，股价在一个较短的时间段里会下跌多少。哪怕你的借款金额很小，而且即便股市暴跌，也不会马上威胁到你的持仓，但令人惊恐的头条消息和让人无法呼吸的评论也可能会让你变得慌乱。而在情绪不稳定的时候，是无法作出良好决策的。

在未来 53 年时间里，我们（以及其他公司）的股价必将迎来类似于表格中的下跌，而没人能告诉你此事会在何时发生。“绿灯”可能会在任何时候不经“黄灯”的过渡，直接就变成“红灯”。但当大跌来临时，就会给那些没有债务缠身的人提供非同寻常的机会。在这种时候，就该想到吉卜林（Kipling）的这首《如果》了：

“如果周围的人毫无理性地向你发难，你仍能镇定自若保持冷静.....

如果你肯耐心等待不急不躁.....

如果你有神思，而又不走火入魔.....

如果众人对你心存猜忌，你仍能自信如常并认为他们的猜忌情有可原.....

那么，你的修为就会如天地般博大，并拥有了属于自己的世界。”

“十年赌约”（译注：十年前巴菲特和一个叫 Protege Partners 的对冲基金打赌，看谁在十年后的收益更多）已经结束，带来了一个意料之外的投资教训。

去年，我给了你们一份有关我在 2007 年 12 月 19 日作出的“十年赌约”——当时这场对赌已经进行了 90%——的详细报告。现在，我手里则已有了最终的结果，而从很多方面来说，结果都让人颇感惊奇。

我在当时押下赌注的原因有二：（1）利用杠杆将我 318,250 美元的花费变成一个不成比例的很大金额——如果事情能如我预期般发展的话——这笔钱会在 2018 年初被分配给奥巴马的 Girls Inc.公司；（2）宣传我的一种信念，那就是我选择的投资——一个非托管标普 500 指数基金中的一笔几乎没什么费用的投资——将随着时间的推移带来比大多数投资专家更好的收益结果，无论那些“帮手”是多么备受尊敬和业绩斐然的。

解决这个问题是极其重要的。美国投资者每年向投资顾问们支付的费用令人咋舌，而经常都会带来多层的间接费用。总体而言，这些投资者花

费的顾问费用是否物有所值呢？同样是总体而言，投资者能否通过花费这种费用而获得任何收益呢？

与我对赌的 Protege Partners 选择了五只“母基金”（FOF），预计这些基金将可跑赢标普 500 指数，这是一个不小的样本，因为那五只母基金持有 200 多个对冲基金的权益。

基本上来说，作为一家熟谙华尔街的咨询公司，Protege 其实就是选中了五个投资专家，然后由他们来雇佣数以百计的其他投资专家，每个都管理着他或她自己的对冲基金。这就聚集起了一个精英团队，他们智力超群、情绪高昂、信心满满。

这五个母基金的管理者们还拥有另外一个优势：他们可以——也确实这样做了——在这十年时间里重新安排自己的对冲基金投资组合，与新的“明星们”联手进行投资，同时退出那些失去了自己的“触觉”的经理人们所管理的对冲基金中的头寸。

Protege 一方的所有上场“演员”都是相当业绩斐然的：无论是母基金的管理者，还是他们选中的对冲基金的管理者，都会在很大程度上分享收益，哪怕只是因为市场整体上涨所带来的收益。（自我们取得对伯克希尔哈撒韦的控制权以来的 43 年时间里，标普 500 指数实现了年度上涨的年份多于下跌的年份。）



应该强调的是，这种绩效诱因就像是一个又大又好吃的蛋糕上的霜状白糖：哪怕这些基金在这十年时间里使其投资者亏了钱，它们的管理者还是会变得非常富有。之所以会发生这种事情，是因为母基金的投资者每年支付的固定费用在总资产中所占比例达到了惊人的 2.5%，其中一部分费用由五个母基金的管理者收取，剩余部分则由下面的 200 多个对冲基金的管理者瓜分。

下表就是这场对赌的最终结果：

<u>Year</u>	<u>Fund-of-Funds A</u>	<u>Fund-of-Funds B</u>	<u>Fund-of-Funds C</u>	<u>Fund-of-Funds D</u>	<u>Fund-of-Funds E</u>
2008	-16.5%	-22.3%	-21.3%	-29.3%	-30.1%
2009	11.3%	14.5%	21.4%	16.5%	16.8%
2010	5.9%	6.8%	13.3%	4.9%	11.9%
2011	-6.3%	-1.3%	5.9%	-6.3%	-2.8%
2012	3.4%	9.6%	5.7%	6.2%	9.1%
2013	10.5%	15.2%	8.8%	14.2%	14.4%
2014	4.7%	4.0%	18.9%	0.7%	-2.1%
2015	1.6%	2.5%	5.4%	1.4%	-5.0%
2016	-3.2%	1.9%	-1.7%	2.5%	4.4%
2017	12.2%	10.6%	15.6%	N/A	18.0%
Final Gain	21.7%	42.3%	87.7%	2.8%	27.0%
Average Annual Gain	2.0%	3.6%	6.5%	0.3%	2.4%

脚注：根据我与 Protege 达成的协议，这些母基金的名称永远都不能对外披露。但是，我已经从 Protege 收到了他们的年度审计报告。基金 A、B 和 C 的 2016 年数据与去年初步报告的数据相比略有修改。基金 D 已

在 2017 年清盘，该基金的年平均收益是按其运营的九年时间计算得出的。

这五个母基金最初起步迅速，在 2008 年中全都跑赢了指数基金，但随后就急转直下。在其后九年的每一年时间里，这些母基金整体而言的表现落后于指数基金。

我要强调的一点是，在过去十年时间里，股市的行为没有任何脱离常规之处。如果在 2017 年底时对投资“专家”进行一次有关长期普通股回报预期的调查，那么从平均值来看，他们的猜测很可能将接近于标普 500 指数实际上带来的 8.5% 回报。在当时的环境之下，赚钱原本应该是件很简单的事情。事实上，华尔街的“帮手”们赚到了令人瞩目的大笔金钱。但是，虽然这批人变富了，他们的投资者中却有很多人经历了“失落的十年”。

绩效总是有起有落，但费用从不上升。

\*\*\*\*\*

这场对赌还昭示了另外一个重要的投资教训：虽然市场总体上是理性的，但偶尔也会作出疯狂的事情。在那种时候抓住机会并不需要超群的智力，不需要经济学学位，也不需要懂得 Alpha 值和 Beta 值等华尔街的术语。那种时候投资者需要的是一种能力，不要理会那些乌合之众的恐惧或是

热情，而是重点关注一些简单的基本面。另外，愿意在一段持续的时间里给人留下无趣的印象——甚至于看起来就像是傻子——也是必不可少的。

最开始，Protege 和我都各自购买了 50 万美元面值的零息美国国债（有时也被称作“剥离债券”），用以融资 100 万美元最终奖金中的一部分。这些债券让我们都花了 318,250 美元——也就是每美元不到 64 美分一点儿——十年后到期时能拿到 50 万美元。

正如其名称所表明的那样，我们购买的这种债券是没有利息的，但（由于购买时的折价）如果持有至到期的话，就可获得 4.56% 的年度回报。Protege 和我最初的计划是别的什么也不做，直到 2017 年底这笔国债到期时，对年度回报做个计算，然后将 100 万美元奖金分配给胜出的慈善基金。

不过，在我们购买后，债券市场发生了一些非常奇怪的事情。在 2012 年 11 月份的时候，我们的债券（当时还有五年时间到期）仅以账面价值的 95.7% 的价格出售。以这个价格计算，他们到期后总的年度收益率少于 1%。确切的说是 0.88%。

由于这低的可怜的回报率，投资于债券与投资于美国股票相比就显得愚蠢至极。随着时间过去，标准普尔 500 归属于股东的股权净收益的年度增长率远超过 10%。

在 2012 年 11 月，我们就已经考虑过这些事情，来自标准普尔 500 股息分红的年度现金回报率为 2.5%，为美国国债收益率的三倍。而股息的支付几乎可以肯定是会增长的。此外，标普 500 指数公司还有留存了许多的收益。这些企业使用他们留存的利润来扩展业务，以及频繁的股票回购操作。而随着时间的推移，这两种操作无论哪个都能够增加公司的每股收益。而且，自 1776 年以来，无论途中遭遇了什么危机，美国的经济总是向前发展的。

在 2012 年年底，由于债券和股票超乎寻常的估值错配，Protege 和我决定卖出五年前购买的国债，并使用这些现金购买 11200 股伯克希尔 B 股。其结果是奥马哈的慈善机构 Girls Inc. of Omaha 发现上个月他们收到了 222.2279 万美元的捐款，而不是最初期望的 100 万美元。

需要强调的是，伯克希尔自 2012 年以来的表现还并不是非常抢眼。但是，并不需要靓丽的表现，因为伯克希尔的收益只需要打败债券 0.88% 的年度收益回报率，这远称不上一项困难的任务。

将持有债券转为持有伯克希尔公司股票的唯一风险在于 2017 年年底可能会经历一个异常疲软的股市行情。但是，Protege 和我认为这样的可能性是非常小的，尽管总是存在。有两大因素促成这一结论：伯克希尔在 2012 年的合理估值，以及在我们立下赌约之前，伯克希尔就已经有大量的资产积累计划，这些计划在后面的五年中几乎都要完成。尽管如此，为了消除这一赌约的所有风险，我同意如果在 2017 年年底出售这

11200 股伯克希尔 B 股股票不能为 Girls Inc. of Omaha 带来至少 100 万美元的慈善捐助，我将支付所有的差额。

\* \* \* \* \*

投资是一种放弃今天的消费以博取明天更大的消费能力的活动。这一目标无法实现的风险是存在的。

基于这个标准，在 2012 年投资所谓的无风险长期债券的风险要远高于长期投资于股票市场。因为，在 2012 年至 2017 年期间，只要年度通货膨胀率仅仅高于 1%就可能减少 Protege 和我出售的国债的购买力。

长期投资者容易犯的一个错误是将他们投资组合中债券和股票的比率作为衡量其投资的风险，这些长期投资者包括养老基金、校园基金和个人储蓄。通常，在一个投资组合中，高等级债券会增加投资组合的风险。

\* \* \* \* \*

来自我们赌约的最后一个启示是，坚持重仓于绩优股，轻松决策，避免频繁的交易。在见证我们赌约的这十年中，超过 200 多家的对冲基金几乎都进行了数千次的买入和卖出交易。大多数的对冲基金管理人都艰难的思虑他们的决策，他们认为这是有益的。在投资的过程中，他们研究 10-K 表格，考察企业管理层人员，研读交易期刊，并和华尔街分析师们进行讨论。

然而，在这个过程中，Protege 和我却既没有深入的研究，艰难的思虑也没有天才的操作，在这个十年中，我们仅仅做了一个投资决定。我们轻松的决定出售市盈率超过 100 倍，且现有收益不可能在未来五年增长的债券投资。

我们将资金转移到伯克希尔这一单一的股票上来，但是却获得了多样化的稳固的业务组合。受留存收益的推动，伯克希尔的年度价值增长很少低于 8%，即使我们经历的是一个疲软的经济。

经过一些简单的分析，Protege 和我做出了卖出债券买入伯克希尔的决定，并且我们坚信随着时间的推移，8%的收益绝对能够击败 0.88%很多。

## **年度股东大会**

我们的年度股东大会将在 5 月 5 日举行，并将在雅虎网站进行直播，直播网址为 <https://finance.yahoo.com/brklivestream>。伯克希尔股东大会将在美东时间 5 月 5 日上午 8 点 45 分进行直播。雅虎还将在大会开始之前和午饭时间采访公司的董事、高管及各界知名人士。所有的采访及股东大会内容届时都将会在全球进行转播。

伯克希尔与雅虎的合作伙伴关系始于 2016 年，股东们对于我们与雅虎的关系反应强烈。去年，雅虎的实时收视用户增加了 72%至大约 310 万，而短视频播放用户总共达到 1710 万人。

对于亲身参加股东大会的投资者们，CenturyLink 的大门将于周日上午 7 时开放，以方便投资者们在我们的股东电影开播之前进行购物，股东电影将于 8 点 30 分开始。而问答环节将于 9 点 15 分开始，持续至下午 3 点 30 分，期间将进行 1 小时的午餐。最后，在下午 3 点 45 分，我们将开始正式的股东大会，通常进行 15 至 45 分钟。购物时间将在下午 4 点 30 分结束。

在周五 (5 月 4 日),伯克希尔在 CenturyLink 的展览将从中午开始开放至下午 5 点。我们在 2015 年增加了额外的购物时间，并且得到了许多购物者的喜欢。去年，在周五开放的五个小时中大约有 12000 人参与了购物活动。

购物中心是毗邻股东大会中心的一个面积为 19.43 万平方英尺的大厅，来自数十个伯克希尔子公司的产品将会在购物展上出售。而且许多伯克希尔的管理者们将出现在他们的展位前负责销售，并与投资者们互动。还有一定要来看看我们非常棒的伯林顿北方铁路公司的展览。

我们旗下的专业跑鞋公司布鲁克斯 (Brooks) 将再次为我们的股东大会提供一款特别纪念款跑鞋。当你购买这双跑鞋后，你可以穿着他们在

周日上午 8 点举行的第六次年度伯克希尔 5 公里赛跑活动。这一活动的详细参与信息将在参观指南中列出，并会发送至您的大会邀请函中。参赛者们会发现，他们将与许多伯克希尔的高管、董事及合伙人们并肩作战。参与 5 公里跑的人数正逐年增加，来一起帮助我们创造一个新的纪录吧。

美国政府雇员保险公司 (GEICO) 也将在购物中心设置一个展位，并将有一批来自全美的顶级顾问人员充当销售员。在去年的股东大会中，我们的保险销售量创出了纪录水平，较 2016 年增长了 43%。

因此停下来问问价格吧。通常 GEICO 会给您一个股东折扣，这个折扣率通常为 8%。我们可以为美国 51 个州中的 44 个州的消费者提供这种特殊折扣。这可以为大家省下不少钱，您可以用这些钱购买其它一些伯克希尔的产品。

请一定要参观老书虫 (Bookworm)。这家奥马哈本地的图书零售商将带来超过 40 种图书及 DVD，这其中有许多新发行的产品。伯克希尔的股东们都有一个图书销售员的梦想：几年前当我们的查理出版的《穷查理宝典》(Poor Charlie's Almanack) 出现在购物大厅上，我们共售出了 3500 本。这本书单本重达 4.85 磅。做个算术题：我们的股东们那天在离开这栋建筑时带走了大约 8.5 吨芒格的智慧。



附在本报告内的委托书材料里，详细介绍了您可以如何获得参加本次会议和其他活动的所需凭证。请记住，飞往奥马哈的大多数航班都大幅提高了伯克希尔周末几日的机票价格。如果你从很远的地方来，请比较一下飞往堪萨斯城和奥马哈的航班费用的高低。这两个城市之间的距离开车大概需要 2.5 个小时，因此飞到堪萨斯城可以节省很多费用。一对夫妇节省的费用可以达到 1000 美元甚至更多。把那些钱节省下来与我们一起投资吧。

内布拉斯加州家具市场 (Nebraska Furniture Mart, 占地 77 英亩, 位于 Dodge 和 Pacific 之间, 在 72 街上) 将再次提供“伯克希尔周末”的折扣价。如果您想获得内布拉斯加州家具市场的伯克希尔折扣, 您必须在 5 月 1 日星期二至 5 月 7 日星期一 (含) 购买, 同时也必须出示您的会议凭证。去年, 这家店当周的销量达到了惊人的 4460 万美元。实体销售在内布拉斯加州家具市场仍然很活跃。

在这期间, 几家知名的家具制造商同样推出了折扣价。这些制造商通常都有严格的折扣规定, 但在我们股东大会周末的情绪引领下, 它们为您破例了。我们感谢它们的合作。在“伯克希尔哈撒韦周末”期间, 内布拉斯加州家具市场的开放时间是周一至周六上午 10 点至晚上 9 点, 周日上午 11 点至晚上 8 点。从周六下午 5 点半到 8 点, 内布拉斯加州家具市场将举办一场野餐会, 你们都被邀请参加。

内布拉斯加州家具市场将再次向其位于堪萨斯城和达拉斯的商店提供伯克希尔股东折扣。从5月1日到5月7日，凡出示参加股东大会凭证或其他持有伯克希尔哈撒韦公司股权凭证(如代理商声明)的股东，在这些商店购物将会享受与在奥马哈商店相同的折扣。

波仙珠宝店(Borsheims)将再次举办两个仅限于伯克希尔股东的活动。第一个是5月4日星期五下午6点到9点的鸡尾酒会。第二个是一场主庆祝活动，将于5月6日星期日上午9点至下午4点举行。星期六，波仙将一直营业到下午6点。记住，你买的越多，你省的就越多(我的女儿在我们去这家商店的时候是这么告诉我的)。

整个周末都将会有大量的人聚集在波仙。因此，为了您的方便，该商店提供股东价格的时间是从4月30日星期一到5月12日星期六。在此期间，请通过出示您的会议凭证或代理商声明来证明您拥有我们的股票，并确认您自己是股东。

周日下午，在波仙珠宝店的上层，鲍勃-汉曼(Bob Hamman)和莎伦-奥斯伯格(Sharon Osberg)两位世界顶级的壳牌专家将和我们的股东们一起互动。如果他们建议您下注，那么请转变话题。阿吉特(Ajit)，查理(Charlie)，比尔-盖茨(Bill Gates)和我也可能会顺便来看看。

我的朋友阿里尔-赫辛(Ariel Hsing)周日也会来到商场里，在乒乓球比赛中迎战挑战者。我在阿里尔九岁的时候就认识了她，即使这样，我也

无法在她身上得分。阿里尔曾代表美国参加了 2012 年的奥运会。如果你不介意让自己难堪的话，那么从当天下午 1 点开始可以与她较量，试试你的乒乓球技艺。比尔-盖茨去年表现很好，所以他可能会再次挑战她。(我的建议是：把宝押在阿里尔身上)我将仅以顾问的身份参加。

葛瑞特牛排馆 (Gorat) 将于 5 月 6 日周日专门为伯克希尔公司的股东开放，营业时间是从中午 12 点到晚上 10 点。如果您想提前预约，请在 4 月 2 日(不要提前)拨打 402-551-3733 预约。如果您想证明您是一个精致的用餐者，那么请点 T 骨牛排 (T-bone) 和薯饼。

与去年相同的三名财经记者将会主持大会中的问答环节，并向查理和我提出股东们通过电子邮件向他们提交的问题。记者和他们的电子邮件地址是：

凯罗尔-卢米斯 (Carol Loomis) ，本时代最杰出的商业记者，邮箱：  
loomisbrk@gmail.com;

贝琪-斯威夫特 (Becky Quick) ，CNBC 电视台记者，邮箱：  
BerkshireQuestions@cnbc.com;

安德鲁-罗斯-索尔金 (Andrew Ross Sorkin) ，《纽约时报》记者，  
邮箱：arsorkin@nytimes.com。

每个记者将从提交的问题中选择他或她认为的最有趣且对股东最重要的 6 个问题进行提问。他们告诉我，如果您的问题简洁，不是在最后才提交，与伯克希尔相关而且在你发送的电子邮件中包含不超过两个问题，那么你的问题最有可能被选中。（请在您的电子邮件中注明，如果记者选择提问您的问题，您是否愿意您的名字被提及。）

跟踪伯克希尔公司的三位分析师将接着提出一系列问题。今年的提出保险相关问题的行业专家将会是投资公司 Dowling & Partners 公司的加里-兰塞姆（Gary Ransom）。与非保险业务相关的问题将由投资公司 Ruane, Cunniff & Goldfarb 的乔纳森-勃兰特（Jonathan Brandt），和晨星（Morningstar）的格雷格-沃伦（Gregg Warren）提出。由于我们将要进行的是股东大会，我们希望分析师和记者提的问题能够有助于我们的股东更加了解他们的投资。

查理和我都不知道我们将会面临什么问题。有些肯定会很难，而这恰恰是我们喜欢的方式。一个人提多个问题将不被允许，我们想给尽可能多的人提问的机会。我们的目标是在您离开会场时比来的时候更了解伯克希尔公司，让你在奥马哈度过一段美好时光。

我们预计会至少接受有 54 个问题，其中每个分析师和记者都会提出 6 个问题，而剩下的 18 个问题将留给观众。在 54 个问题之后，所有的问题都将来自观众。根据以前的经验，查理和我一般在 3:30 之前就回答了超过 60 个问题。

来自观众的提问者将通过 11 次抽签选出，抽签将于年会当日的上午 8 点 15 分举行。每个主会场都将举办一场抽签活动。

谈到我们的股东在这次年会上能获得的知识，查理和我认为所有的股东都应该同时获取伯克希尔所发布的新信息，如果可能的话，也应该有足够的时间在交易发生之前消化和分析这些信息。这就是为什么我们试图在周五或周六早上发布财务数据，以及为什么我们的年会总是在周六举行(这一天也会缓解交通和停车问题)。

我们没有与大型机构投资者或分析师一对一谈话的惯例，而是像对待其他普通股东一样地来对待他们。对我们来说，没有什么比普通股东对我们更重要了，因为他们相信我们，将自己积蓄中的很大一部分投资于我们。当我管理公司的日常事务时以及当我写这封信的时候，我心中想的就是这些股东。

\* \* \* \* \*

出于充分的理由，我经常称赞我们运营经理的成就。他们是真正的全明星，经营自己的业务，就好像这些业务是他们家拥有的唯一资产一样。我还相信，我们的经理们的思维方式像大型公众企业一样，以股东为导向。我们的大多数经理工作不是为了钱。打出商业上的“本垒打”的乐趣，对他们来讲和薪水一样重要。

如果经理(或董事)持有伯克希尔的股票（许多人确实有）的话，那一定是他们从公开市场购买的股票，或者因为他们在将自己的业务出售给我们时获得了我们的股份。然而，没有人能在不冒风险的情况下获得持股的好处。我们的董事和经理们的处境和你们一样。

我们公司总部的团队一直很棒。这个团队可以有效地处理大量的美国证券交易委员会（SEC）和其他监管要求,处理 32700 页的联邦所得税申报表,管理着 3935 份州所得税申报表,回应无数股东和媒体调查,发布年度报告,准备这个全国最大的年会,协调董事会的活动,并核实你正在读的这封信的信息，其他的例子不胜枚举。

他们高兴地处理所有的商业任务，效率惊人，让我的生活变得轻松和愉快。而且他们的努力并不限于与伯克希尔公司紧密相关的活动。例如，去年他们接待了从 40 所大学(从 200 名发出申请的大学中选出)送到奥巴马哈的大学生，这些学生到这里来向我进行提问。他们还处理我收到的各种各样的请求，安排我的旅行，甚至给我买汉堡包和薯条（当然要蘸亨氏番茄酱）作为午餐。此外，他们还兴致勃勃地在年会上做能做的一切。他们为在伯克郡工作而自豪，我为他们感到骄傲。

我把最好的留到了最后。在 2018 年早些时候，伯克希尔的董事会选出阿吉特-杰恩（Ajit Jain）和格雷格-阿贝尔（Greg Abel）为董事和公司副总裁。阿吉特现在负责保险业务，格雷格监管我们的其他业务。查理和我将专注于投资和资本配置。

股东们和我很幸运有阿吉特和格雷格来为我们工作。他们与伯克希尔公司相伴了几十年，他们的血管中流淌着伯克希尔的血液。每个人的性格都与他的才能相匹配。这就说明了一切。

欢迎您 5 月 5 日来到奥马哈——“资本的摇篮”——并与伯克希尔的公司成员见面。我们公司的每个人都欢迎你的到来。

2018 年 2 月 24 日

沃伦·巴菲特

董事会主席