

2019 年巴菲特致股东信

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
2018	0.4	2.8	(4.4)
Compounded Annual Gain – 1965-2018	18.7%	20.5%	9.7%
Overall Gain – 1964-2018	1,091,899%	2,472,627%	15,019%

伯克希尔哈撒韦的各位股东们好：

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

的来自己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。

<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>

（首行从左到右依次为：公司、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：公司、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，我们很可能在 2019 年中再次扩大对有色证券的持有量。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，然后减去出售有色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：

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

* 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。

伯克希尔公司持股市值最大的前15只股票				
				截至2018年12月31日
持股数*	公司名称	持股比例 (%)	成本价 (百万美金) **	当前市值 (百万美金)
151,610,700	美国运通	17.9	1,287	14,452
255,300,329	苹果	5.4	36,044	40,271
918,919,000	美国银行	9.5	11,650	22,642
84,488,751	纽约梅隆银行	8.8	3,860	3,977
6,789,054	Charter Communications Inc.	3	1,210	1,935
400,000,000	可口可乐	9.4	1,299	18,940
65,535,000	三角洲航空	9.6	2,860	3,270
18,784,698	高盛	4.9	2,380	3,138
50,661,394	摩根大通	1.5	5,605	4,946
24,669,778	穆迪	12.9	248	3,455
47,890,899	西南航空	8.7	2,005	2,226
21,938,642	联合大陆控股	8.1	1,195	1,837
146,346,999	美国合众银行	9.1	5,548	6,688
43,387,980	USG Corporation	31	836	1,851
449,349,102	富国银行	9.8	10,639	20,706
	其他		16,201	22,423
	总计		102,867	172,757
* 不包括伯克希尔旗下养老基金的持股				
** 实际购买价和缴税基础				

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注目。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头条新闻；但现在这些都已经成为了历史。

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
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。

2019 年 2 月 23 日 沃伦巴菲特

伯克希尔哈撒韦董事会主席