

巴菲特致股东信

2010 年

2010 年，A 股和 B 股的每股账面价值都增长了 13%。也就是说，自从现任管理层接手公司之后，在过去 46 年中，每股账面价值从 19 美元增长到 95,453 美元，年复合增长率为 20.2%。

2010 年的亮点是公司收购了北伯林顿铁路公司，该项收购比我预期的要好。现在表明，拥有这条铁路将提高伯克希尔哈撒韦公司的“正常”盈利水平，税前盈利将近提高了 40%，税后盈利提高超过 30%。伯克希尔哈撒韦公司花费 220 亿美元现金来收购该条铁路。通过该次收购，我们的股份提高了 6%。由于我们很快就补充了现金，该项交易的经济效益证明非常好。

当然，伯克希尔哈撒韦公司的副总裁，查理·芒格，或者我本人，都无法准确定义“一个正常年份”的内涵。但是，为了估算公司当前的盈利能力，为了保险起见，我们假定“一个正常年份”不存在巨大灾难，其一般的商业环境比 2010 年的商业环境要好，但却不如 2005 年或 2006 年的商业环境。采用这些假设以及我在“投资”章节中所做的一些其他假设，本人估计公司目前所拥有资产的正常税前盈利能力为 170 亿美元，税后盈利能力为 120 亿美元，不包括资本损益。查理

和我每天都在考虑如何增强公司的盈利能力。

查理和我都对 BNSF 的前景持乐观的态度，因为与其主要的竞争对手，汽车运输相比，铁路也存在巨大的成本和环境优势。

2010 年，在大家都不看好美国经济的情况下，我们的伯克希尔哈撒韦公司显示了对资本投资的热情，花费了 60 亿美元进行不动产和设备投资，其中 90%，即 54 亿美元，是投资在美国境内。当然，公司的业务在将来将会扩张，但是，绝大多数投资还将位于美国境内。在 2011 年，我们的资本支出将创造新的记录，80 亿美元。与 2010 年相比，所增加的 20 亿美元将全部投资于美国境内。

资本总是在追逐机会，在美国存在大量的机会。如今的评论员经常提及“great uncertainty”。但是，回忆起来，例如，与 1941 年 12 月 6 日，1987 年 10 月 18 日和 2001 年 9 月 10 日相比，无论今天如何平静，未来总是存在不确定性。

不要让现实来告诉你。在我的整个一生中，政客和学者总在为美国所面临的恐惧问题而痛苦呻吟。然而，与我出生之时相比，美国民众的生活水平提高了 6 倍，这让我们感到很惊讶。世界末日的语言家们忽略了一个最重要的因素，这也是一个确定的因素：人类的潜能是取之不尽用之不竭的，用来释放这种潜能的美国制度永葆活力和高效。

业绩

查理和我认为那些受托为他人理财者应该在其工作伊始就确定业绩目标。如果缺乏业绩标准，管理层将会固步自封，不思进取。

就以伯克希尔哈撒韦公司来讲，在很久之前，我们就告诉你们我们的工作是在增加每股内在价值，其增加速度超过标准普尔 500 指数的增加速度。在有些年份，我们实现了业绩目标，而在有些年份，我们则落后于业绩目标。但是，如果随着时间的流失，我们无法实现业绩目标，对于投资者来讲，我们是碌碌无为，投资者本人通过投资指数基金，也可以达到相同的结果，甚至结果更好。

为了让你们能够了解我们的长期业绩，我们在迎面页公布了年度数据，每 5 年为一期，总共为 42 期。每一期都是一个有趣的故事。比较来看，我们最好的年份结束于 20 世纪 80 年代。然而，接下来的 17 年是市场的黄金时期。伯克希尔哈撒韦公司在此期间的绝对收益是名列前茅的，尽管我们的优势相对缩小。

1999 年之后市场低迷，因此，从那个时候起，伯克希尔哈撒韦公司所实现相对于标准普尔 500 指数的满意收益率只带来有限的绝对收益。

展望未来，我们希望伯克希尔哈撒韦公司所实现的收益率能够比标准普尔 500 指数平均高几个点，尽管这远非一件确定的事情。如果我们达到了这个目标，我们几乎可以肯定

伯克希尔哈撒韦公司能够在股票市场糟糕的年份获得较好的相对结果，而在股票市场坚挺的年份免遭较少的损失。

Berkshire's Corporate Performance vs. the S&P 500 by Five-Year Periods

Five-Year Period	Annual Percentage Change		Relative Results (1)-(2)
	in Per-Share Book Value of Berkshire (1)	in S&P 500 with Dividends Included (2)	
1965-1969	17.2	5.0	12.2
1966-1970	14.7	3.9	10.8
1967-1971	13.9	9.2	4.7
1968-1972	16.8	7.5	9.3
1969-1973	17.7	2.0	15.7
1970-1974	15.0	(2.4)	17.4
1971-1975	13.9	3.2	10.7
1972-1976	20.8	4.9	15.9
1973-1977	23.4	(0.2)	23.6
1974-1978	24.4	4.3	20.1
1975-1979	30.1	14.7	15.4
1976-1980	33.4	13.9	19.5
1977-1981	29.0	8.1	20.9
1978-1982	29.9	14.1	15.8
1979-1983	31.6	17.3	14.3
1980-1984	27.0	14.8	12.2
1981-1985	32.6	14.6	18.0
1982-1986	31.5	19.8	11.7
1983-1987	27.4	16.4	11.0
1984-1988	25.0	15.2	9.8
1985-1989	31.1	20.3	10.8
1986-1990	22.9	13.1	9.8
1987-1991	25.4	15.3	10.1
1988-1992	25.6	15.8	9.8
1989-1993	24.4	14.5	9.9
1990-1994	18.6	8.7	9.9
1991-1995	25.6	16.5	9.1
1992-1996	24.2	15.2	9.0
1993-1997	26.9	20.2	6.7
1994-1998	33.7	24.0	9.7
1995-1999	30.4	28.5	1.9
1996-2000	22.9	18.3	4.6
1997-2001	14.8	10.7	4.1
1998-2002	10.4	(0.6)	11.0
1999-2003	6.0	(0.6)	6.6
2000-2004	8.0	(2.3)	10.3
2001-2005	8.0	0.6	7.4
2002-2006	13.1	6.2	6.9
2003-2007	13.3	12.8	0.5
2004-2008	6.9	(2.2)	9.1
2005-2009	8.6	0.4	8.2
2006-2010	10.0	2.3	7.7

内在价值——今天和明天

尽管我们无法准确计算伯克希尔哈撒韦公司的内在价值，但是，对于其三个关键点，我们可以衡量其中的两个。查理和我在对伯克希尔哈撒韦公司的价值进行估量的时候，特别依赖这些衡量。

内在价值的第一个成分是我们的投资：包括股票、债券和现金等价物。期末，这些投资的市场价值为 1,580 亿美元。

保险浮存金：在保险业务中，我们所临时持有的不属于我们的货币，保险浮存金为我们的投资提供了 660 亿美元的资金。只要我们所承销的保险达到了盈亏平衡点，这种“浮动”就是自由的，也就是说，我们收取的保费等于我们所发生的损失和成本。当然，保险承销结果在盈利和亏损之间变化多端。然而，纵观伯克希尔哈撒韦公司的整个历史，我们一直是盈利不菲。在将来，我本人也希望我们能够平均能够实现盈亏平衡或者实现盈利。如果达到了这一点，我们的所有投资，由保险浮存金和保留收益融资的投资就可以视为伯克希尔哈撒韦公司股东们的一项价值要素。

伯克希尔哈撒韦公司内在价值的第二个组成部分是来自于投资和保险承销之外的其他来源的收益。这些收益来自于保险公司之外的其他 68 家公司。在伯克希尔哈撒韦公司成立的早些年间，我们集中于进行投资。然而，在过去 20 年间，我们逐渐强调开发来自于非保险业务的收益。我们将继续如此。

伯克希尔哈撒韦公司非保险业务每股税前盈利 40 年以来的复合年收益增长率为 21.0%，伯克希尔哈撒韦公司的股票价格同期年增长率为 22.1%。随着时间的流失，你就会发现公司的股票价格变动与伯克希尔哈撒韦公司的投资和收

益变动大致一致。市场价格和内在价值的路径经常不同，有的时候是时期延长，但最终它们将交汇。

<u>Yearend</u>	<u>Per-Share Investments</u>	<u>Period</u>	<u>Compounded Annual Increase in Per-Share Investments</u>
1970	\$ 66		
1980	754	1970-1980	27.5%
1990	7,798	1980-1990	26.3%
2000	50,229	1990-2000	20.5%
2010	94,730	2000-2010	6.6%

查理和我希望我们非保险业务的每股盈利能够继续带来令人满意的增长。但是，由于数字变得更加庞大，这项工作就越来越困难。我们不仅希望当前业务业绩良好，还希望更多主要收购项目的业绩良好。我们整装待发，猎象枪弹药已经上膛，扣动扳机的手指发痒痒。

我们所具备的一些重要优势部分抵消了我们的庞大规模。首先，我们有一群业务娴熟的经理，他们对自身的业务运营以及伯克希尔哈撒韦公司忠诚无比。我们的许多首席执行官都是独立的富裕阶层，他们因为喜欢才享受工作。他们是自愿的，而非唯利是图。由于无人能够向他们提供一份令他们更乐意从事的工作，所以他们不会因为受到诱惑而离开公司。

<u>Year</u>	<u>Per-Share Pre-Tax Earnings</u>	<u>Period</u>	<u>Compounded Annual Increase in Per-Share Pre-Tax Earnings</u>
1970	\$ 2.87		
1980	19.01	1970-1980	20.8%
1990	102.58	1980-1990	18.4%
2000	918.66	1990-2000	24.5%
2010	5,926.04	2000-2010	20.5%

伯克希尔哈撒韦公司的首席执行官们具备多种形式。有些是工商管理硕士，其他的则是大学肄业。有些首席执行官

进行预算，循规蹈矩；其他首席执行官则是摸着石头过河。我们的团队犹如一支棒球班，其所有明星球员的击球风格大相径庭，我们很少要求他们做出改变。

我们的第二个有点关系到我们业务收入的分配。在满足业务需要之后，有大量的剩余现金。绝大多数公司将剩余现金投资局限于自身的业务领域。针对少数机会的竞争变得更加激烈。卖方占据有力地位，如同在由众多男孩子参加的聚会上那名唯一的女孩子。这种不平衡的情况将对女孩子有利，却对男孩子有些恐怖。

在伯克希尔哈撒韦公司，我们处置资本的时候不会受到制度上的约束。查理和我只是受制于个人的能力，无法理解将来可能发生的潜在收购。如果我们清除了这项障碍，我们就能够将一项机会与其他众多机会进行对比。

我们在资本配置上的灵活性能够很好地解释我们迄今为止所取得的大多数成就的原因。

伯克希尔哈撒韦公司的最后一项优势是弥漫在公司内部的难以复制的文化。在业务上，文化发挥着重要的作用。

文化是自我推进的。温斯顿丘吉尔曾经说道，“你建立自己的房屋，房屋成就了你。”这种智慧适用于业务。只要查理和我视你们的资金为我们自己的资金，伯克希尔哈撒韦公司的经理人将可能会同样对待。

我们的薪酬方案、年度股东大会甚而我们的年度报告的

设计都关注于增强伯克希尔哈撒韦公司的文化，使得这种文化击退带有不同倾向的经理人。这种文化氛围逐年增强，即使在查理和我离职之后很久一段时间内，这种文化将完好无缺地保留下来。

GEICO

在过去的 60 年间，GEICO 发生了很多变故，但是，它的核心目标，大幅节省美国人的汽车保险购买成本，却始终未变。通过关注于该目标，公司发展成为美国第三大汽车保险商，市场占有率为 8.8%。

当 GEICO 的首席执行官，托尼·莱斯利，上任的时候，GEICO 的市场占有率为 2.0%。GEICO 的市场占有率曾经在 10 年中徘徊在该水平。在托尼的领导下，GEICO 成长为一家不同的公司，因为托尼发现了一条持续增长的路径，同时遵守承销秩序，保持低成本。

让我来量化一下托尼的成绩。当我们在 1996 年购买我们已经不再持有的 GEICO 另外 50% 的股票的时候，成本为 23 亿美元，对应的隐含价值为 46 亿美元，GEICO 当时有形资产价值为 19 亿美元。

隐含价值比有形资产价值高 27 亿美元，这 27 亿美元就是我们估算的 GEICO 的商誉在当时的价值。这种商誉代表当时与 GEICO 发生业务联系的保险客户的经济价值。在 1995 年，这些客户向 GEICO 支付了 28 亿美元的保险费，而这其

中有 97% 可以作为公司的收入。按照行业标准，这是一个非常高的价格。但是，GEICO 不是普通的保险公司。由于公司成本比较低，保险客户一直是盈利的，并且忠诚度非常高。

在托尼领导下，GEICO 已经发展成为美国境内最大的个人保险机构，主要向 GEICO 汽车保险客户销售家庭保单。在该项业务中，我们象征着众多与我们不存在关联关系的保险公司。他们承担风险，我们只简单地与客户签单。在 2010 年，我们出售了 769,898 份新订单，比 2009 年增加了 34%。该项业务对我们最明显的帮助是能够带来佣金收入。同等重要的是，它进一步增强了我们的保险客户与我们的关系，有助于我们留住客户。

我欠托尼和 Davy 很多。

现在，让我们来检查一下伯克希尔哈撒韦公司的四个主要部门。每个部门的资产负债表即收入特征各有不同，将它们搅合在一块则无法进行分析。因此，我们将其分为四项业务进行单独陈述。

首先来看保险业务，这是伯克希尔哈撒韦公司的核心业务和发动机。数年以来，是保险业务推动着伯克希尔哈撒韦公司的扩张。

保险业

财产及意外险保险公司预先接受保险费，在事后支付索赔。在极端情况下，例如对于劳工赔偿问题所引发的索赔，

索赔支付可能拖延数十年。这种“先收钱，后付款”的模式使我们持有大量的现金，我们称其为“浮存金”，这些“浮存金”最终将流向别处。同时，我们用这种“浮存金”进行投资，从而使得伯克希尔哈撒韦公司获利。尽管个人保单和索赔来去不停，但相对于保险费用，我们持有的浮存金的金额却特别稳定。因此，随着公司业务的增长，浮存金也在增长。

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

如果我们的保险费超过费用与最终亏损的总和，则记为保险利润，保险利润将加计入到保险浮存金产生的投资收益之中。如果产生了保险利润，我们就很享受使用这种自由资金，并且，如果情况良好的话，还因为持有这种自由资金而带来回报。哎，每个保险公司都希望实现这种结果，结果导致了激烈的竞争。在绝大多数年份，竞争是如此激烈，以至于财产及意外险行业整体遭遇严重的保险亏损。保险亏损的实质，是财产及意外险行业持有保险浮存金而招致的成本。例如，State Farm 到目前为止是美国最大的保险公司，尽管其经营管理良好，但在过去 10 年之中，有 7 年都承受保险损失。在此期间，总保险损失超过 200 亿美元。

在伯克希尔哈撒韦公司，我们连续八年获得保险利润，在此期间的盈利总计达到 170 亿美元。我相信保险业务在将

来的绝大多数年份继续盈利。如果我们达到了这个目标，我们不仅可以免费使用保险浮存金，还将获得利润。如果当事方将 660 亿美元存入我们公司，并因为我们持有它的资金而向我们支付费用，然后允许我们为了自己获利使用该笔资金进行投资，我们则将如愿所偿地获利。

我要再次强调一下，免费的保险浮存金不是财产险及意外险行业整体的一个结果。在大多数年份，行业的保险费不足以支付理赔金和其他费用支出。因此，几十年来，保险业有形资本的总收益远远低于其他行业的平均收益，业绩乏善可陈，以后肯定也将如此。伯克希尔哈撒韦公司拥有雄厚的经济实力，是因为我们卓越的经理人在经营着非同寻常的业务。GEICO 的故事到此结束。除了 GEICO 外，我们还拥有另外两家大型保险公司和数家小公司。每个公司都因为自己独特的地方而熠熠生辉。

实际上，保险业务的健康运营需要遵循四条准则：1、明白任何一项风险承担都可能造成保险损失；2. 保守地估计任何风险承担实际造成损失的可能性以及一旦发生损失情况下的可能成本；3. 一般来讲，在扣除未来损失和运营费用之后，保险费的确要确保能够实现保险利润；4. 如果不能获得合理的保险费就放弃这项业务。

许多保险公司通过了前三条准则的考验，却在第四条碰了壁。华尔街的急功近利、机构和经纪人带来的压力，或者

是雄心勃勃的首席执行官不肯让业务规模缩水，导致许多保险公司以低价承揽业务。“别人在做，我们也必须要做”，这种想法让许多企业身陷困境，但是保险行业尤其如此。

在这些大型的保险公司中，我认为伯克希尔哈撒韦公司是全球最好的保险公司。

<i>Insurance Operations</i>	<i>Underwriting Profit</i>		<i>Yearend Float</i>	
	<i>(in millions)</i>			
	<i>2010</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2009</i>
General Re	\$ 452	\$ 477	\$20,049	\$21,014
BH Reinsurance	176	250	30,370	27,753
GEICO	1,117	649	10,272	9,613
Other Primary	268	84	5,141	5,061
	<u>\$2,013</u>	<u>\$1,460</u>	<u>\$65,832</u>	<u>\$63,441</u>

Among large insurance operations, Berkshire's impresses me as the best in the world.

制造业、服务业和零售业

该组企业销售的产品范围很广，从棒棒糖到直升飞机。有些企业的经济效益特别好。用非杠杆净有形资产的收益率来衡量，其税后收益率最低为 25%，有的甚至超过 100%。其他企业的收益率介于 12-20%之间。不幸的是，少数企业的收益率特别低，这是我在资本配置的工作中所犯下的严重错误的结果。发生这些错误的原因是因为我错误判断了我正在收购的企业的竞争力，或者该企业所在行业的未来经济效益。我试图本着十年二十年的长期持有来进行收购，但有时候也难免老眼昏花。

Balance Sheet 12/31/10 (in millions)

<u>Assets</u>		<u>Liabilities and Equity</u>	
Cash and equivalents	\$ 2,673	Notes payable	\$ 1,805
Accounts and notes receivable	5,396	Other current liabilities	8,169
Inventory	7,101	Total current liabilities	9,974
Other current assets	550		
Total current assets	15,720		
Goodwill and other intangibles	16,976	Deferred taxes	3,001
Fixed assets	15,421	Term debt and other liabilities	6,621
Other assets	3,029	Equity	31,550
	<u>\$51,146</u>		<u>\$51,146</u>

Earnings Statement (in millions)

	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>
Revenues	\$66,610	\$61,665	\$66,099
Operating expenses (including depreciation of \$1,362 in 2010, \$1,422 in 2009 and \$1,280 in 2008)	62,225	59,509	61,937
Interest expense	111	98	139
Pre-tax earnings	4,274*	2,058*	4,023*
Income taxes and non-controlling interests	1,812	945	1,740
Net earnings	<u>\$ 2,462</u>	<u>\$ 1,113</u>	<u>\$ 2,283</u>

*Does not include purchase-accounting adjustments.

管制及资本密集型商业领域

北伯林顿铁路公司和中美能源是我们旗下两家最大的企业，这两家企业都有区别于我们其他企业的共性。

这两家企业的一个主要特征是对使用寿命长、受管制资产投资巨大，资产投资是通过长期巨额负债进行融资，且伯克希尔哈撒韦公司不提供担保。这两个企业不要我们的信用。这两家企业都拥有盈利能力，即使面临不利的经营条件，足以满足盈利对利息的倍数比率的要求。例如，在 2010 年经济衰退的情况下，BNSF 的车载运输远未达到高点，而企业的盈利对利息的倍数比率为 6: 1。

这两家企业都是高度管制性的，两家企业都存在无止境的工厂和设备巨额投资需求，两家企业都需要提供高效的，客户满意的服务来获得业界的及其管理者的尊重。作为回报，

两家公司都需要确保可以获准其将来的资本投资获取合理的收益。

先前我就强调过铁路对于国家未来的重要性。如果按照吨盈利来衡量的话，美国境内 42%的城际货物运输是通过铁路运输的，其中，大约 28%的货物是 BNSF 来运输的，该数据高于其他任何一家铁路公司。简单计算一下，你就会发现，美国境内超过 11%的城际货物通过 BNSF 完成的。鉴于美国人口的西进趋势，我们在 BNSF 的股份还要进一步扩大。

重任在肩，我们是美国经济循环系统中主要的基本组成部分，有义务去不断改善我们 23,000 英里的铁路线，包括辅助性桥梁、隧道、引擎和卡车。为了履行这份职责，我们不应该只是被动作出反应，还要预见社会的需要。为了完成我们的社会责任，除了折旧之外，我们还要额外进行消费支出，2011 年该笔金额为 20 亿美元。我们不断增加的巨大投资会获得相应的回报，对此我有信心。明智的调控和明智的投资是同一枚硬币的正反面。

至于中美能源，我们也享有类似的“社会契约”。为了满足客户的未来需要，我们需要不断增加产量。如果能够同时兼顾可靠性和高效性，我们会获得公正的投资回报。

<u>MidAmerican</u>	<u>Earnings (in millions)</u>	
	<u>2010</u>	<u>2009</u>
U.K. utilities	\$ 333	\$ 248
Iowa utility	279	285
Western utilities	783	788
Pipelines	378	457
HomeServices	42	43
Other (net)	47	25
Operating earnings before corporate interest and taxes	1,862	1,846
Interest, other than to Berkshire	(323)	(318)
Interest on Berkshire junior debt	(30)	(58)
Income tax	(271)	(313)
Net earnings	<u>\$1,238</u>	<u>\$1,157</u>
Earnings applicable to Berkshire*	\$1,131	\$1,071

*Includes interest earned by Berkshire (net of related income taxes) of \$19 in 2010 and \$38 in 2009.

<u>BNSF</u>	<u>(in millions)</u>	
	<u>2010</u>	<u>2009</u>
<u>(Historical accounting through 2/12/10; purchase accounting subsequently)</u>		
Revenues	\$16,850	\$14,016
Operating earnings	4,495	3,254
Interest (Net)	507	613
Pre-Tax earnings	3,988	2,641
Net earnings	2,459	1,721

融资和金融产品

这是我们规模最小的部门，包括两家租赁公司，分别是经营拖车租赁业务的 XTRA 公司和经营家具租赁的寇特家具，以及全美最大的预制房屋建造商和融资公司克莱顿。去年两家租赁公司的业绩都有所改善，尽管基础较差。XTRA 公司的设备利用率从 2009 年的 63% 提高至 2010 年的 75%，税前利润也随之从 1,700 万美元增加到 3,500 万美元；寇特家具的业务也逐步复苏，同时严控运营费用，从而使其扭亏为盈，实现 1800 万美元税前利润。

如果全美各地的住房买家都像我们的客户那样行事，美国就不会面临信贷危机了。我们的成功法则是：收取合理的首付，且将每月还款额度与月度收入固定挂钩。该政策使克

莱顿不致破产，也帮助客户保住了住宅。

<u>Year</u>	<u>Net Losses as a Percentage of Average Loans</u>
2006	1.53%
2007	1.27%
2008	1.17%
2009	1.86%
2010	1.72%

考虑到现今美国的房价和利率都很低，购买住房对大多数美国人来说都是明智的选择。我自己就把购买住宅看成我第三成功的投资，仅仅花了 3.15 万美元，我和家人就获得了 52 年的美好回忆，而且今后还将继续受益。

尽管如此，如果购房者的眼光高于其经济承受能力，而银行助长了他的幻想，那住房就可能成为灾难。我们国家的社会目标不应该是让家庭享受梦幻住宅，而是住进能够承担的住房。

投资

我们在报表中反映的收益只是投资组合公司支付给我们的红利。然而，2010 年，我们在这些被投资公司的未分配盈利超过 20 亿美元。这些留存收益特别重要。根据我们多年的投资经验，这些未分配盈利已经相当于或超过市场收益。我们预计，本公司持有股份未来的市场收益将和被投资企业的留存收益持平。

我们此前预计了伯克希尔哈撒韦公司正常盈利能力，根据未来的投资收益做出了三次调整。

<u>Shares</u>	<u>Company</u>	12/31/10		
		<u>Percentage of Company Owned</u>	<u>Cost *</u>	<u>Market</u>
			<i>(in millions)</i>	
151,610,700	American Express Company	12.6	\$ 1,287	\$ 6,507
225,000,000	BYD Company, Ltd.	9.9	232	1,182
200,000,000	The Coca-Cola Company	8.6	1,299	13,154
29,109,637	ConocoPhillips	2.0	2,028	1,982
45,022,563	Johnson & Johnson	1.6	2,749	2,785
97,214,584	Kraft Foods Inc.	5.6	3,207	3,063
19,259,600	Munich Re	10.5	2,896	2,924
3,947,555	POSCO	4.6	768	1,706
72,391,036	The Procter & Gamble Company	2.6	464	4,657
25,848,838	Sanofi-Aventis	2.0	2,060	1,656
242,163,773	Tesco plc	3.0	1,414	1,608
78,060,769	U.S. Bancorp	4.1	2,401	2,105
39,037,142	Wal-Mart Stores, Inc.	1.1	1,893	2,105
358,936,125	Wells Fargo & Company	6.8	8,015	11,123
	Others		3,020	4,956
	Total Common Stocks Carried at Market		<u>\$33,733</u>	<u>\$61,513</u>

*This is our actual purchase price and also our tax basis; GAAP "cost" differs in a few cases because of write-ups or write-downs that have been required.

总体看来，我们的正常投资收益将和 2010 年的收入持平，尽管前述的股票回购将减少我们在 2011 年和 2012 年的持股份额。

四年以前，我曾经说过，等到我和查理、卢辛普森都退休后，公司需要聘请年轻的投资经理。关于首席执行官的职位，我们目前有多位杰出的候选人，但是在投资领域，我们还没有合适的人选。

找到多位绩效卓越的投资经理人是件轻而易举的事。但是过去出色的表现尽管重要，却不能以此判断未来的业绩。至关重要的是如何取得业绩，经理人如何理解和感知风险。在风险评价标准方面，我们希望找到能力超群的候选人，他能够预计到经济形势前所未有的影响。最后，我们需要全身心为伯克希尔哈撒韦公司效力的候选人，而不仅仅把这当做

一份工作。

我和查理发现托德库姆斯的时候，我们就明了他符合我们的各项要求。托德和卢辛普森的待遇相同，薪金加上和业绩相关的额外奖金。我们安排他负责收入延期和抵免业务，防止波动剧烈的投资受到不当支付的影响。对冲基金见证了普通合伙人的可怕行径，他们在上涨时获得利润，在下跌时让有限合伙人丧失此前的收益。有些普通合伙人会立即开设另一个对冲基金，套取预期利润，而不顾及过去的损失。把资金托付给这种经理人的投资者实际上成了替罪羊，而不是合伙人。

只要我担任首席执行官，我就会继续管理伯克希尔哈撒韦公司的大部分资产，包括债券和股票。托德将初步管理 30 亿美元的基金，每年会重新安排管理范围。他主要负责股票，但是不限于投资形式。其他基金顾问可能会分为“长期投资”、“宏观投资”和“国际股票投资”，而我们在伯克希尔哈撒韦只有一种模式，即“精明投资”。

随着时间推移，如果能找到合适的人选，我们将增设 1-2 名投资经理的职务。每位投资经理的绩效薪酬，80%来自于他管理的投资组合，20%来自于其他经理人的投资组合。我们希望为每位成功人士建立一套薪酬体系，促进他们之间相互合作而不是竞争。

等到我和查理退休后，我们的投资经理将负责首席执行

官和董事会委托的全部投资组合。出色的投资者具有良好的商业眼光，我们预计他们将在企业并购方面提供咨询和经验智慧。当然，董事会将对重大并购案作出决策。

当我们宣告托德将加盟我们的时候，有些评论员指出，托德是无名小卒，对于我们没有找到声名显赫的经理人士表示困惑。我想知道，究竟有多少人在 1979 年听说过卢·辛普森，在 1985 年认识阿吉·特杰恩，在 1959 年听说过查理。我们的目标是找到一位资历尚浅的经理人，而不是久经沙场的老将。

金融衍生品

两年半前，在 2008 年年度报告中，我向你们披露伯克希尔持有 251 个金融衍生品合约。截止到目前为止，我们持有 203 个金融衍生品合约，数字变化是由于我们增加了一些新的投资，一些旧合约已经到期或被解除。

我们继续持有的这些金融衍生品均由我本人负责，它们主要包括两种类型。这两种都属于和保险相似的投资活动，即我们为他人承担极力避免的风险而收取费用。实际上，这些交易中我们采用的决策机制也与保险业务相似。此外，我们在缔结这些合同时预先收费，因此不会面临对手风险。这点相当重要。

正如我们之前告诉你们的，几乎我们所持有的全部衍生品合约免担保的，这种情况减低了我们的保险费。但是，

在金融危机期间，我们因此而倍感轻松，使得我们能够在那些日子进行一些有利的收购。前述一些额外衍生品保险费证明是合理的。

报告与误报：哪些数字在财报中算数？

我和查理发现了有利于评估伯克希尔、衡量其进展情况的数字，已经在前面提供给大家。

下面我们重点谈谈被忽略的一个数字：净利润，其媒体作用远大于所有其它数字。这个数字对大多数公司来说很重要，但对伯克希尔来说往往毫无意义。不管业务如何运营，我和查理总能在任何特定时期合法地创造想得到的净利润。

我们有大量未实现收益可利用，因此如果确实认为净收益很重要，我们可以定期在其中加入已实现收益。不过，请放心，我和查理绝不会抛售证券，因为抛售会影响我们即将报告的净利润，而且我们都对“玩数字游戏”深恶痛绝。

总体来看，虽然存在某些缺点，但是营业收入能合理指导我们的经营。不过，它忽视了我的净利润数字。法规要求我们向你们报告这个数字，但是，如果报告者强调这一点，则说明他们的业绩比我们的好。

我们的帐面价值计算全面反映了已实现和未实现收益与亏损。你们应该注意度量标准和营业收入过程的变化。

我和查理都认为，在评估长期期权时，布莱克—斯科尔斯期权定价公式产生了非常不相称的数值。两年前，我们通

过签订股票买卖合同含蓄地宣称，我们的交易对手或其客户采用的布莱克—斯科尔斯期权定价公式运算有缺点。

但是，我们继续采用这个公式编制财务报表，因为布莱克—斯科尔斯是公认的期权估价标准，几乎所有顶级商学院都开设这个课程。我们不得不按它计算，否则会受到指责，还会给审计带来难以解决的问题。因为我们的交易对手也采用此公式，如果双方的评估方法相差太大，审计就无法证明他们与我们评估的精确度。

约翰肯尼思曾经俏皮地评论，经济学家最节省观点：他们在研究院学到的观点能用一辈子。上世纪七、八十年代，各大学金融系几乎都固执地坚持有效市场理论，轻蔑地称驳倒这一理论的有力事实为“反常现象”。

我们需要重新审视大学教师把布莱克—斯科尔斯公式作为披露真相的现行方法来教授，也要重新审视大学教师详述期权定价的倾向。即使没有丝毫评价期权的能力，你一样可以成为非常成功的投资者。学生们应该学习的是如何评价一个企业，那才是与投资相关的一切。

生活和债务

毫无疑问，有些人通过借钱投资成为巨富，但此类操作同样可能使你一贫如洗。杠杆操作成功的时候，收益就成倍放大，配偶觉得你很聪明，邻居也艳羡不已。但它会使人上瘾，一旦你从中获益，就很难回到谨慎行事的老路上去。而

我们在三年级都学到，不管多大的数字一旦乘以 0 都会化为乌有。历史表明，无论操作者多么聪明，金融杠杆都很可能带来“0”。

对企业来说，金融杠杆也可能是致命的。许多负债累累的公司认为债务到期时可以靠继续融资解决，这种假定通常是正常的。可一旦企业本身或者全球信用出现危机，到期债务就必须如约清偿，届时只有现金才靠得住。

信贷就像氧气，供应充沛时，人们甚至不会加以注意。而一旦氧气或信贷紧缺，那就成了头等危机。即使短暂的信贷危机也可能使企业崩溃，事实上，2008 年 9 月一夜之间席卷多个经济部门的信贷危机使整个美国都濒临崩溃。

我和查理不会从事任何可能给伯克希尔带来丝毫威胁的活动。我们永远铭记在心：你们，也就是我们的合伙人往往将毕生积蓄的很大一部分投入到本公司，信赖我们的谨慎管理。此外，一些重要的慈善活动也依赖于我们的审慎决定。最后，许多因事故致残的受害人依赖于我们的保险服务。如果为了追求额外的一点利润而使这么多人面临风险，那将是不负责任的。

我们伯克希尔公司承诺，将始终维持最少 100 亿美元的现金储备，为此我们通常都持有最少 200 亿美元现金。如此我们既可以承受前所未有的保险偿付，还能抓住收购或投资机会，即使金融危机也不会影响我们。

我们的现金主要以美国国库券形式存在，而避免持有利率略高几个基点的其他短期证券。商业债券和货币市场基金的脆弱性在 2008 年 9 月毕露无疑，而我们在此之前就长期坚持上述原则。

此外，伯克希尔过去 40 年来从未将现金用于分红或回购股票，我们将所有的盈利都用于强化业务，现在月度盈利已超过 10 亿美元。在这 40 年中，我们的净资产从 4,800 万美元增长至 1,570 亿美元，没有任何其他美国公司像我们这样重视财务实力。

由于我们对利用金融杠杆持谨慎态度，我们的回报率略受影响，但拥有大量现金使我们得以安枕无忧。在偶尔爆发的经济危机中，其他公司都为生存而挣扎，而我们拥有充沛资金和精神准备去发动攻势。2008 年雷曼兄弟破产后市场一片恐慌，而我们得以在 25 天内投资了 156 亿美元。

年会

年会将于 4 月 30 日周六召开。今年的主题是飞机、火车和汽车，NetJets、BNSF 和比亚迪将有机会表演。

（文章资料源自网络）