

## 巴菲特致股东信

### 2013 年

2013 年，伯克希尔的净值增长了 342 亿美元。这是抵消了 18 亿美元的账面冲销后的数据，账面冲销源于我们购买 Marmon 和 Iscar 的少数股权——这些冲销没有实质上的经济意义，我后面会解释。扣除上述摊销费用后，伯克希尔的 A 级和 B 级股票每股账面价值增长了 18.2%。过去的 49 年（即从现任的管理层接手以来），我们的每股账面价值从 19 美元增长到 134,973 美元，复合增长率 19.7%。

封面上是我们的业绩衡量标准：每年伯克希尔每股账面价值的变动和标普 500 指数的比较。当然真正有意义的是每股内在价值。但内在价值是一个主观的数字，每股账面价值则是内在价值一个有用的参考。（关于内在价值，更详细的讨论请参考我们的股东手册 103-108 页。30 多年来，这些原则一直印在我们的股东手册上，我们希望新加入的以及有兴趣成为股东的投资者都阅读这部分内容。）

我已经说过，伯克希尔的内在价值远超账面价值。并且两者之间的差距近年来显著扩大。这也是我们在 2012 年以账面价值 120% 的价格回购公司股票的原因。在这个价位回购股票有利于继续持有的股东，因为公司的每股内在价值超过了账面价值一大截。2013 年我们没有回购股票，原因是股价

一直没有掉到账面价值 120% 的价位。要不然我们会积极回购的。

公司的副董事长，我的合伙人，查理·芒格和我都相信，在市场下跌或者上涨缓慢的年份，伯克希尔的账面价值和内在价值增速都会战胜标普指数。在市场强势上涨的年份——比如刚刚过去的 2013 年，我们一般会暂时落后。过去 49 年里，我们曾有 10 年跑输市场，其中只有一次标普指数上涨不到 15%。

2007-2013 年这个周期里，我们成功跑赢了标普指数。在未来的周期中，我们也一样会跑赢市场。如果没有做到这一点，我们将愧对于自己的工资。因为大家始终可以买一只指数基金来获得和标普 500 一样的收益。

### 今年的伯克希尔

运营方面，过去的一年结果很不错——某些方面甚至非常棒。请看下文：

我们完成了两项大型收购，花了 180 亿美元完全买下 NV Energy，以及亨氏（H. J. Heinz）的大笔股权。两家公司和我们都非常契合，而且它们的生意都还会红火一个世纪。

在亨氏的收购中，我们创造了一个未来伯克希尔可能还会使用的合作模式。具体来说，我们和 3G Capital 的投资者合作完成了收购。3G Capital 是由我的朋友 Jorge Paulo Lemann 领导的一家公司。他的天才合伙人——Bernardo Hees，

亨氏的新 CEO，以及 Alex Behring，公司的董事长，将会负责公司未来的运营。

伯克希尔扮演的角色是财务合伙人。作为财务合伙人，我们花 80 亿美元买下了亨氏分红率 9% 的优先股，并且有权利将每年优先回报提高到 12%。同时伯克希尔和 3G 分别出资 42.5 亿美元各买下亨氏一半的普通股。

我们对亨氏的收购看起来和“私募股权”投资的交易非常相似，但是有着本质的不同：伯克希尔不打算卖出公司的任何股份。我们喜欢的是购买更多的股份，而且那很可能发生：3G 的部分投资者将来会把他们的股份转让给我们，于是我们可以提高持股比例。另外，伯克希尔可以和 3G 协商，在未来某个合适的时间，在对双方都有利的情况下，将我们的优先股转换为普通股（以当时一个合理的估值）。

（去年）6 月，我们的合作伙伴接手了亨氏，业绩喜人。但是在伯克希尔的报表上，来自亨氏的利润很小，这是由于收购和业务重组形成了 13 亿美元的一次性摊销。2014 年的业绩数字就会变得非常明显。

有了亨氏以后，世界 500 强公司里，伯克希尔已经拥有了 8.5 家公司（忽略关联关系将它们看作独立的公司）。现在还剩 491.5 家等着我们。

NV Energy，由中美洲能源以 56 亿美元买下，隶属于我们的公共事业板块，为内华达州 88% 的人口供电。这笔收购

和我们现有的电力事业相辅相成，并且给我们在可再生能源的几个大项目提供了许多机会。NV Energy 不会是中美洲能源的最后一个大型收购。

MidAmerican Energy (中美洲能源) 是我们的“五驾马车”之一——我们最大的 5 家非保险公司。2013 年中美洲能源税前利润创纪录地达到 108 亿美元，而 2012 年仅有 7.58 亿。其他的 4 架马车分别是 BNSF (伯灵顿北方圣特菲铁路公司)、Iscar (伊斯卡)、Lubrizol (路博润) 和 Marmon

5 架马车中，只有中美洲能源是 9 年前伯克希尔就已经拥有的，当时它税前利润 3.93 亿。后来，我们相继以现金收购了另外 3 家。收购第五家，也就是 BNSF 的时候，我们支付了 70% 的现金，剩余部分通过增发股票支付，这样我们增发了 6.1% 的股份。换句话说，现在 5 驾马车每年贡献给伯克希尔的 104 亿利润，而我们的股票这 9 年来却只有轻微的稀释。这与我们不单单追求增长，而是要追求每股价值的增长这一目标相符。

如果 2014 年美国继续恢复，我们预计 5 驾马车的利润也会随之增长——大致会增加 10 亿美元左右。

非保险业务里，我们其他小一些的公司税前盈利从 2012 年的 39 亿增长到今年的 47 亿。预计 2014 年它们也会持续增长。

2013 年，伯克希尔最重要的保险业务再次实现了承保盈

利——这是连续承保盈利的第 11 个年头了，浮存金也还在继续增加。11 年来我们的浮存金——那些不属于伯克希尔，但是我们可以投资并未伯克希尔赚取收益的钱，从 410 亿增加到了 770 亿。

与此同时，我们累计实现了 220 亿税前承保利润，其中 2013 年 30 亿。而这一切，都起始于我们 1967 年以 860 万美元收购了 National Indemnity。

现在我们已经拥有多家卓越的保险公司。最为人所熟知的，GEICO，由 1955 年伯克希尔完全收购的车险公司（在那之前很多年我们就持有它部分权益了）。1996 年 GEICO 在美国车险企业里排名第七。现在它排第二，刚刚超过了 Allstate。它惊人增长的秘密其实非常简单：便宜的价格和可靠的服务。大家应该打客服电话 1-800-847-7536，或者登录 Geico.com，看看 GEICO 的产品是不是能帮你节省一些保险支出。省下来的钱可以买些其他伯克希尔的产品。

查理和我一直在猎象，我们的公司也在不断进行补强型收购。去年我们一共有 25 笔，总计 31 亿美元的此类收购。这些收购从 190 万到 11 亿美元不等。查理和我都支持这些收购。它们把资本用在了契合我们现有业务的地方，并且将由我们优秀的经理人团队管理。结果就是，我们不用干活，大家却在赚钱。未来还会有更多类似的补强型收购。整体而言，它们带来的意义非凡。

去年我们投资了 35 亿，用于确定无疑的补强型投资：购买了两家我们已经拥有控制权公司的剩余股权。第一个是 Marmon，根据 2008 年的协议我们获得了 Marmon 100% 的权益。另一个是 Iscar，Wertheimer 家族决定行使它的卖出权，将其持有公司的 20% 股份转让给我们。2006 年我们已经获得了公司的控制权。

两笔收购让我们增加了 3 亿的税前利润，带来 8 亿的现金流。但是去年的信中已经讲过的，“虚幻”的会计准则要求我们以低于支付金额 18 亿的价格对它入账，于是减少了伯克希尔的账面价值。（这项费用应该记在“超过账面价值的资本”项目下；一个报表上没有的项目）。大家应该明白，这条怪异的会计要求使得伯克希尔内在价值和账面价值的差距增加了 18 亿。

2013 年，伯克希尔所属企业在厂房、设备上的资本开支达到 110 亿，几乎是折旧额的 2 倍。大约 89% 的钱投在了美国。我们也在国外投资，但是投资机会的主矿脉还是在美国。

去年多数投资经理没能战胜标普 500，但是 Todd Combs 和 Ted Weschler 轻松做到了。他们各自管理的组合都超过了 70 亿美元。他们应得的。

我不得不坦白，他们的投资业绩超过了我。（查理提醒我应该加上“超过了一大截”。）如果这种令人惭愧的对比继续下去，我就只好闭口不提他俩了。

除了投资赚钱以外，Todd 和 Ted 还在诸多方面为大家创造了价值。他们带来的价值只是小荷才露尖尖角：他们都流淌着伯克希尔的血。

截至年底，伯克希尔的雇员总数，算上亨氏，再创纪录达到了 330,745 人，比去年增加了 42,283 人。我得承认，增加的人里包括一名在奥马哈家庭办公室里上班的人。（别慌：一层楼还是足够公司总部的家伙们用了，不挤。）

去年伯克希尔在“四大”上的投资比例都上升了——美国运通、可口可乐、IBM 和富国银行。我们增持了富国银行（从 2012 年底的 8.7% 增加到 9.2%）和 IBM（从 6.0% 到 6.3%）。同时，可口可乐和美国运通的股票回购提高了我们的持股比例。我们在可口可乐的持股比例从 8.9% 提高到 9.1%，美国运通的从 13.7% 提高到 14.2%。如果大家觉得百分之零点几的变动意思不大，那请大家这样估算一下：我们在四大上的投资，每增加 0.1%，伯克希尔每年的利润就会增加 5000 万。

四家公司都拥有良好的业务，并由聪明而且为股东着想的经理人掌管。在伯克希尔，我们情愿拥有一家好公司非控制性但大比例的持股，也不愿意 100% 拥有一家普普通通的公司；宁愿拥有希望之星的一部分，也不愿要一整颗人造钻石，同样的道理。

以年末的持股比例计算，2013 年四大归属于我们的利润 44 亿。但是在利润表上，我们只报告了分红——大约 14 亿。

但是别犯迷糊：没有报告的 30 亿利润每一分都和账上报告的一样值钱。

4 家公司留存的利润经常被用于回购股票——这将增加未来我们所占的利润比例，或者投资于有利可图的新业务。可以预期，我们在“四大”上的每股投资利润都会不断显著增长。倘若事实的确如此，伯克希尔获得的分红也将随之增加，更重要的是，我们的未实现资本收益也会增长。（截止年底，我们在“四大”上的未实现收益累计 390 亿美元。）

相比于那些局限于投资自身能够运营的业务的公司，我们在投资上的灵活性——大额进行被动投资的意愿，让我们拥有更多优势。伍迪·艾伦说过，“双性恋的好处就是，周六晚上约会的概率可以提高一倍。”同样，我们即投资可以自己运营的业务，又愿意被动投资，于是我们源源不断的现金找寻到合适投资机会的概率也提高了一倍。

2009 年年末，在大衰退的阴影中，我们通过了买下 BNSF 的决定，伯克希尔历史上最大的收购。当时我把这笔交易称作是“完全下注于美国经济的赌博”。

当然这对我们来说也不是新鲜事了：从巴菲特合伙公司 1965 年买下伯克希尔以来，我们一直在下类似的赌注。以同样充分的理由。查理和我一直认为“赌”美国长盛不衰，几乎是一件只赚不赔的事。

过去的 237 年里看空美国的人中谁获益了？如果把我们将



国家现在的样子和 1776 年作一个比较，大家一定不敢相信自己的眼睛。而且市场经济的内在机制还会继续发挥它的魔力，美国的好日子还在前头。

趁着顺风，查理和我希望通过以下方式更进一步增加伯克希尔的每股内在价值：1、持续增强各个业务公司的盈利能力；2、继续通过补强型收购来增加它们的利润；3、从我们投资的公司的增长中获益；4、当伯克希尔的股价下跌到相对内在价值有很大折扣时回购公司股票；5、偶尔进行大型的收购。少数情况下，我们也可能通过增发伯克希尔的股票来最大化大家的收益。这些方式都有其坚实的基础。一个世纪内，BNSF 和中美洲能源还将继续在我们的经济中扮演重要角色。无论对于公司还是个人，保险业务也依然不可或缺，在这方面，伯克希尔投入的人力和资金超过其他任何公司。

另外，我们依然会保持高度的财务稳健，维持至少 200 亿的现金及等价物，并避免承担大规模的短期债务。考虑到方方面面的优势，查理和我非常看好公司的未来。我们感到非常幸运能够将财富托付给公司管理。

### 内在价值

查理和我时常提到内在价值，但是我们很难告诉大家伯克希尔每股内在价值的准确数字（实际上，其他任何股票都不能）。2010 年的年报中，我们提出了三个基本要素——其中一个定性的，我们相信这些要素是衡量伯克希尔内在价

值的关键指标。这些讨论我们完整地收录在 109-110 页。

这里是我们对两个定量指标的更新：2013 年，我们的每股投资增长了 13.6% 至 129,253，另外我们的非保险非投资业务每股税前利润增长了 12.8% 至 9,116。

1970 年来，我们的每股投资以每年 19.3% 的速度复合增长，同时我们的运营利润数增速是 20.6%。伯克希尔的股价 43 年来以一个类似的速度增长并非巧合。查理和我喜欢看到两个部分都获得增长，但是我们会更在意运营利润。

接下来，我们看一下公司四个主要板块的业务情况。四个板块都有完全不同的资产负债表和收入特性。所以我们把它们区别对待，这也是查理和我看待业务的方式（但是把它们在同一个体系中运作是非常重要的并且具有优势的）。假设我们位置互换，我们自己是没到场的股东，而大家是作报告的管理层，那提供我们想要知道的信息就是以下汇报的目标。

## 保险业务

“在保险行业的投资是我们形成多元化利润来源的重要一步。” — 1967 年年报

我们先来看保险业务，1967 年的年报发布以来不断驱动伯克希尔前进和扩张的核心业务。

财产保险公司先收取保费，事后进行理赔支付。在一些极端情况下，比如某些工伤保险，赔付可能发生在几十年之后。这种现在收钱，将来赔付的模式让我们持有大量的现金

——我们把它称作“浮存金”——最终它会支付到别人手中。

同时，我们可以使用这些浮存金为伯克希尔投资。虽然单笔的保单和索赔有进有出，但是我们持有的浮存金总额和保费收入维持一个稳定关系。所以，当我们的业务扩张时，我们的浮存金规模也扩张。我们增长的速度，参见下面的表格：

<u>Year</u>	<u>Float (in \$ millions)</u>
1970	\$ 39
1980	237
1990	1,632
2000	27,871
2010	65,832
2013	77,240

获取更多的浮存金越来越困难了。不过 GEICO 的浮存金继续增长基本确定无疑。在 National Indemnity 的再保险业务部门，我们流失了一些保单，浮存金也相应下降。即便未来我们出现浮存金的下降，那也会是非常轻微的——每年最多不会超过 3%。相较于我们的流动性规模，我们的保单特性保证我们不会受制于任何短期的流动性压力。（在这方面，财险业务和某些形式的寿险业务有非常的区别。）

如果我们的保费收入超过了总成本和最终的赔付支出，我们会在利用浮存金投资获得的投资收益之外，录得一个承保利润。赚到这种利润的时候，我们是在享受持有这些免费资金的好处——更好的是，我们还因为持有资金而赚到钱。这就好像你去银行贷款，银行还倒贴给你利息。

不幸的是，保险公司实现这个美好结果的强烈愿望导致了激烈的竞争，竞争如此惨烈以至于大多数年份，财产保险

行业整体处在严重的承保亏损中运行。这笔承保亏损，实质上就是整个行业为了获得浮存金而支付的成本。举个例子，State Farm，当前美国最大且管理良好的保险公司，截止到2012年前的12年里有9年都录得承保亏损（依据我写作本报告时所能获得的最新一年的财务数据）。保险行业有很多种亏钱的方式，而且这个行业从来不曾停止寻找新的亏钱方式。

正如前一部分提到的，我们已经连续11年录得承保利润，我们这一时期内的税前承保利润累计达220亿美元。预计未来大部分年份中，我们依然会保持录得承保利润。实现承保利润是我们保险公司管理层的每日工作，他们明白浮存金的价值，糟糕的承保亏损将会吞噬它的价值。

那我们诱人的浮存金将会如何影响内在价值？当伯克希尔计算账面价值的时候，所有的浮存金都作为负债被扣除了，就好像我们明天就要兑现债务，并且再也无法补充回来。但把浮存金当做一种严格意义上的负债是错误的，它实际上应该被看做一笔循环基金。2013年，我们平均每天赔付超过500多万笔保单总计170亿美元——这减少了浮存金。同时，我们每天都承接新保单从而增加浮存金。如果浮存金是无成本并且是长期存在的，我相信对伯克希尔来说确实如此，那这项负债的真实价值就远比账面负债小得多。

我们资产账面上记录的，对应保险公司的155亿“商誉”

部分地抵消了负债账面价值的高估。实际上，这些商誉代表着我们为保险公司产生浮存金的能力所支付的价格。然而商誉的账面成本，和它的真实价值毫无对应关系。比如说一家持续产生大额承保亏损的保险公司，其商誉应该为零，无论其历史成本是多少。

幸运的是，伯克希尔的情况不是那样。查理和我相信，我们保险公司的真实商誉——我们愿意为购买一家能产生类似质量的浮存金的保险公司所支付的价格——远超过账面上记录的历史成本。浮存金的价值是我们认为伯克希尔的内在价值明显超过账面价值的一个原因——一个重要原因。

伯克希尔优越的经济特性之所以存在，是因为我们有一群卓越的经理人经营我们拿手的业务，并且这些业务模式基础强健并且难以复制。让我将给大家介绍一些主要的公司。

首先，浮存金规模排在第一的是伯克希尔哈撒韦再保险集团，由 Ajit Jain 领导。Ajit 对其他人都不愿意承保，或者没有足够资本进行承保的风险进行承保。他的公司集能力、速度、果断，以及最重要的，保险专业智慧于一身。他从未让伯克希尔暴露于与我们的资源不相称的风险之下。实际上，我们比多数大保险公司在规避风险方面都更加谨慎。举例来说，如果保险行业因某项巨灾遭遇了 2500 亿美元的亏损——这是历史上所发生过最大规模亏损的 3 倍——伯克希尔当年整体上依然能够实现盈利，因为它有如此多的利润来源。我

们一直会攥满现金，等待巨灾冲击市场这样的好机会。而其他的大保险公司和再保险公司则可能会出现大额的亏损，有些甚至将面临破产。

从 1985 年开始，Ajit 已经创立了一个浮存金 370 亿美元，实现巨额累计承保利润的再保险公司，这是一项任何其他保险公司的 CEO 都难以望其项背成就。Ajit 的大脑就想一个创意工厂，无时无刻搜寻着任何可以扩展他现有业务的机会。

去年 6 月一项新业务成行，Ajit 组建了伯克希尔哈撒韦专业保险公司（“BHSI”）。这是我们首次进入商业保险领域，全国主要的保险经纪人和企业风险管理人都非常认可我们。这些专业人士明白，在财务稳健方面没有任何其他保险公司可与伯克希尔相比，这保证了它们未来多年的任何合法索赔都会得到及时的全额赔付。

BHSI 由 Peter Eastwood 领导，他是一名经验丰富、受人尊敬的保险人。Peter 组建的豪华团队已经为许多世界 500 强企业提供了大量承保，当然也包括小一些的公司。BHSI 将会成为伯克希尔的重要资产之一，一块在未来几年内贡献数十亿美元的财富。如果大家在年会上碰到 Peter 的话，向他致以伯克希尔式的问候。

我们还有另外一驾再保险马车，它属于通用再保险，由 Tad Montross 掌管。

最起码地，一家优秀的保险公司必须遵守四项原则。它必须（1）理解所有可能导致保单形成损失的风险敞口；（2）保守地衡量风险敞口实际形成损失的概率以及可能的损失规模；（3）设定合理的保费，平均来看，要能在覆盖潜在的损失成本和运营成本后实现承保利润；（4）愿意在收取不了合意的保费时放弃保单。

很多保险公司顺利通过前三条，但在第四条上不及格。它们无法在它们的竞争对手也争抢的业务上回头。古语说，“别人这么干，我也得这么干”，这在很多行业都造成了麻烦，但这在保险行业造成的麻烦尤其多。

Tad 非常明了保险行业的四条军规，他的业绩证明了这一点。在他的领导下，通用再保险的巨额浮存金比免费的资金还要诱人，并且我们预计这种情况依然会继续。我们尤其对通用再保险的国际人寿再保险业务充满热情，从 1998 年我们收购公司以来，这项业务持续增长并不断盈利。

当初我们买下通用再保险时，公司问题缠身，许多评论员——甚至在短时间内包括我，都认为我自己犯下了巨大错误。不过事情过去很久了。现在，通用再保险是一块珍宝。

最后，是 GEICO，63 年前让我开始入行时投资的保险公司。GEICO 由 Tony Nicely 掌管，他 18 岁就加入了公司，到 2013 年，已经服役 52 年。1993 年 Tony 当上了 CEO，公司从那一刻开始起飞。

1951年1月我第一次接触到GEICO的时候就被公司无与伦比的成本优势所震撼。这项优势至今依旧保持并且是公司最最重要的资产。没人喜欢买车险。但是几乎每个人都喜欢开车。必不可少的车险成了大多数家庭的主要开支。便宜对他们来说非常重要——而只有低成本的保险公司能为他们提供这样的车险。

GEICO的成本优势是其市场份额年年上升的原因。它的低成本优势是其它竞争对手难以逾越的、持久的护城河。我们的小蜥蜴一直在宣传GEICO如何为大家省钱。最近公司进行了新一轮的运营成本削减，它的传说还将继续。

1995年，我们买下GEICO剩余的一半股份时，比可辨净资产多花了14亿。这被记作“商誉”，并且在财报上的数值一直不变。但是随着GEICO的业务增长，它的真实商誉也不断增长。我认为这个数值现在接近200亿。

除了我们的三家主要保险公司外，我们还有一些小保险公司，它们的大部分专注于保险行业的一些细分领域。整体上，这些公司一直为我们贡献承保利润。另外，正如表格数据显示的那样，它们也提供了大量浮存金。查理和我感谢这些公司和它们的经理人们。



<u>Insurance Operations</u>	<u>Underwriting Profit</u>		<u>Yearend Float</u>	
	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>
	<i>(in millions)</i>			
BH Reinsurance .....	\$1,294	\$ 304	\$37,231	\$34,821
General Re .....	283	355	20,013	20,128
GEICO .....	1,127	680	12,566	11,578
Other Primary .....	385	286	7,430	6,598
	<u>\$3,089</u>	<u>\$1,625</u>	<u>\$77,240</u>	<u>\$73,125</u>

简单的说，保险卖的是对未来的承诺。“顾客”现在付钱，保险公司承诺未来某些事件发生的情况下付钱。

有时候，承诺在未来几十年都有效。（比如大家 20 来岁时买的寿险。）因此，保险公司的赔付能力和赔付意愿非常的重要，哪怕赔款的需要刚好赶上经济危机。

伯克希尔的信誉是无人能比的，最近几年的事实更加证明了一点，一些全球最大、最富经验的保险公司正在试图摆脱它们巨额的长寿风险，尤其涉及到石棉的保单。它们希望将这些负债转移给再保险公司。但是如果选择了错误的再保险公司——那些将会陷入财务困境或者运营不良的再保险公司，对原保险公司来说意味着将赔付责任转回自己脚下的风险。

毫无例外，所有寻求帮助的大保险公司都会联系伯克希尔。实际上，2007 年 Lloyd's 将上千笔 1993 年前的确定将会索赔的保单出售给了我们，同期的保单里还有不确定数量但是绝对是大额的索赔未来基本一定会赔付，这是创纪录的一笔交易。（对，我们会接收几十年前的保单并对 1993 前发生的事件承保。）

伯克希尔因为 Lloyd's 的交易最终的赔付额今天还不得而知。但是可以确定的是，伯克希尔一定会赔付上限为 150 亿内的一切有效索赔。没有任何其他保险公司的承诺能给予 Lloyd's 伯克希尔所提供的安心。公司的 CEO 拿着 Lloyd's 的保单说：“某某（Lloyd's 的原承保人）希望晚上能安心睡觉，我们想我们已经给他送去了世界上最好的床垫。”

伯克希尔优秀的经理人团队，良好的财务稳健性，还有多元化的业务，构成了它在保险行业独一无二的护城河。这样的构成是伯克希尔股东们的巨大财富，并且随着时间推移，它会变得越发值钱。

### 受管制的、资本密集型业务

“虽然公用事业充满管制，我们还是有机会进行一些投资。一旦我们决定投资，一定是大手笔。”——1999 年年报

这个版块主要有两家公司，BNSF（伯灵顿北方圣特菲铁路公司）和 MidAmerican Energy（中美洲能源），它们有一些重要共同特点区别于我们其他的公司。所以，我们在这里把它们单独归为一类进行讨论，并在 GAAP 会计报表中单独列示它们的合并资产负债表和营收表。

它们的一个重要特征是，两家公司都有巨额的长期受管制的资产投资，这些资产部分由大额长期债务支持，伯克希尔并不承担相关的债务责任。它们实际上并不需要我们的信用支持，因为它们具备良好的盈利能力，即使在恶劣的环境

下也能覆盖它们的债务利息。比如在去年疲软的经济中，BNSF 的利息覆盖倍数是 9:1。（我们对覆盖倍数的定义应该是税前利润/利息，而不是 EBITDA（息税折旧摊销前利润）/利息，一项我们认为被普遍使用的错误指标。）

在中美洲能源，有两个因素确保它在各种情形下都具有还本付息的能力。第一个因素与其他公用事业企业相同：抗周期的盈利能力，这源于公司垄断地提供社会必需的服务。第二个因素则只有少数公用事业公司才具备：多元化的利润来源，这保护我们不会因为监管部门的某一项措施而遭受重创。收购了 NV Energy 以后，中美洲能源的利润来源进一步扩大了。同时，由于伯克希尔的股东背景，中美洲能源和它的分支机构可以以显著低于同行的利率借债。这种优势即有利于我们也有利于我们的顾客。

每天，我们的两家公司都在驱动着美国经济：

BNSF 承担了全国 15%（以吨-英里衡量）的城际间货运量，包括公路、铁路、水路、航空以及管道运输。BNSF 的吨-英里运量超过其他任何公司，这个事实意味着 BNSF 是全国经济循环系统最重要的大动脉。2013 年它依然保持着其龙头地位。

和其他铁路公司一样，BNSF 还以一种非常节约能源和环境友好的方式在运输着货物，它运输一顿货物 500 英里只需一加仑柴油。卡车实现同样的运力大约要使用 4 倍的能源。

中美洲能源的电力设施为 11 个州的零售客户服务。没有任何公用事业公司服务范围比我们更广。另外，我们是再生能源方面的领导者：9 年前开始涉足，到目前我们已经占全国风力发电量的 7%，未来还会更多。我们在太阳能上的份额——虽然大部分还在建设当中，甚至更高。

中美洲能源之所以能进行上述投资是因为它留存了所有利润。事实上：去年中美洲能源迄今为止累计留存的利润超过美国任何其他电力公司。我们和监管部门都把这看作一项重要的优势——一项还会持续 5 年、10 年、20 年的优势。

等我们的在建项目完工后，中美洲能源的可再生能源投资将达到 150 亿。只要这些投资的预期回报合理，我们都喜欢这样的投资。在这方面，我们给予了未来的监管极大的信任。

我们的信心来源于过往的经验，也来源于社会在交通和能源方面会一直需要大量投资的认识。政府为了自己的利益将会合理对待资本提供者，以保证有持续的资金来满足必须的公共项目。从我们自身的利益出发，我们愿意去争取监管者和它们所代表的人民的认可和批准。

去年一份消费者对 52 家控股公司和它们的 101 家电力公司满意度调查的结果，是我们投资于未来这一决心的有力证明。我们的中美洲能源排名第一，95.3% 的被调查者表示“非常满意”，并且没有一个被调查者表示“不满意”。调查中垫底

的公司，仅有 34.5% 的满意度。

我们现有的三家公司在被中美洲能源收购以前的调查中排名远低于现在。优异的消费者满意度在我们扩张的时候发挥着重要作用：我们希望进入地区的监管部门愿意看到我们的到来，因为他们知道我们是负责任的公司。

预见到消费者的需求增长，我们的铁路板块也在兢兢业业的工作。你听说的任何关于我们国家基础设施建设的怨言，都不适用于 BNSF 和铁路行业。美国的铁路系统从未有过今天这样良好的状态，这是行业巨额投资的成果。当然我们也没闲着：2013 年 BNSF 在铁路上投资了 40 亿，是折旧额的两倍，也是有史以来最高的单年投资额。我们可能在 2014 年投资更多。就好像预见到未来交通需求的诺亚一样，我们明白必须未雨绸缪。

领导我们两家重资本公司的是中美洲能源的 Greg Abel，还有 BNSF 的 Matt Rose 和 Carl Ice 团队。他们三人都是卓越的经理人，应该受到我和大家的感谢。

MidAmerican (89.8% owned)

	<i>Earnings (in millions)</i>		
	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>
U.K. utilities .....	\$ 362	\$ 429	\$ 469
Iowa utility .....	230	236	279
Western utilities .....	982	737	771
Pipelines .....	385	383	388
HomeServices .....	139	82	39
Other (net) .....	4	91	36
Operating earnings before corporate interest and taxes .....	2,102	1,958	1,982
Interest .....	296	314	336
Income taxes .....	170	172	315
Net earnings .....	<u>\$ 1,636</u>	<u>\$ 1,472</u>	<u>\$ 1,331</u>
Earnings applicable to Berkshire .....	\$ 1,470	\$ 1,323	\$ 1,204

BNSF

	<i>Earnings (in millions)</i>		
	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>
Revenues .....	\$22,014	\$20,835	\$19,548
Operating expenses .....	15,357	14,835	14,247
Operating earnings before interest and taxes .....	6,657	6,000	5,301
Interest (net) .....	729	623	560
Income taxes .....	2,135	2,005	1,769
Net earnings .....	<u>\$ 3,793</u>	<u>\$ 3,372</u>	<u>\$ 2,972</u>

Ron Peltire 在继续打造 HomeServices，中美洲能源的房地产经济业务。去年他进行了四次收购，最主要的是对 Fox & Roach 的收购，一家总部位于费城、全国最大的地区性经纪公司。

HomeServices 现在有 22,114 名经纪人（各地区的名单见 112 页），比 2012 年增加 38%。HomeServices 还拥有 Prudential and Real Living 67% 的特许经营权业务，它正在更名为 Berkshire Hathaway HomeServices。大家很快会在“待售”的房屋广告上看到我们的名字。

### 制造、服务和零售业务

“看那间超市”，沃伦指着内布拉斯加家具超市说，“那真是个好公司。”

“那你为什么不买下它？”我说。

“它是家私有企业”沃伦说。

“哦”，我说。

“我一定会买下它的”，沃伦说，“总有一天”。

我们在这部分的业务种类繁多。我们将通过一个合并的资产负债表和营收表来了解整个部门。

Balance Sheet 12/31/13 (in millions)

<u>Assets</u>		<u>Liabilities and Equity</u>	
Cash and equivalents .....	\$ 6,625	Notes payable .....	\$ 1,615
Accounts and notes receivable .....	7,749	Other current liabilities .....	8,965
Inventory .....	9,945	Total current liabilities .....	10,580
Other current assets .....	716		
Total current assets .....	25,035		
		Deferred taxes .....	5,184
Goodwill and other intangibles .....	25,617	Term debt and other liabilities .....	4,405
Fixed assets .....	19,389	Non-controlling interests .....	456
Other assets .....	4,274	Berkshire equity .....	53,690
	<u>\$74,315</u>		<u>\$74,315</u>

Earnings Statement (in millions)

	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>
Revenues .....	\$95,291	\$83,255	\$72,406
Operating expenses .....	88,414	76,978	67,239
Interest expense .....	135	146	130
Pre-tax earnings .....	6,742	6,131	5,037
Income taxes and non-controlling interests .....	2,512	2,432	1,998
Net earnings .....	<u>\$ 4,230</u>	<u>\$ 3,699</u>	<u>\$ 3,039</u>

符合美国通用会计准则（GAAP）的收入和支出数据列示在 29 页。上表中的运营成本剔除了一些并购会计项目，是不符合 GAAP 准则的（主要是某些无形资产的摊销）。我们列示这些数据是因为查理和我认为调整后的数字比 GAAP 下显示的数字更准确地反映了整块业务真实的成本和利润。

我不打算逐一解释所有的调整——有些是细微并且晦涩的——但是认真的投资者必须要理解不同无形资产之间的本质区别：一些无形资产的价值随时间消耗殆尽，但是另

外一些的价值从不耗减。比如说软件，其摊销额是真是的成本支出。但对于某些无形资产，例如对客户关系，购买法会计准则下的摊销则显然不是真实的成本。GAAP 会计准则并不对这两者进行区分。尽管从投资者的角度看，它们完全不同，但在会计上计算利润是它们都会被记作成本。

在 29 页列示的 GAAP 会计准则的数据下，该部门 6.48 亿美元的摊销费用被计入了成本。我们大致认为其中的 20% 是“真实”的——这也是我们上面的表格包括的部分——其他的则不是。这种差别因为我们做了非常多的收购而变得影响巨大。我们未来进行的收购越多，这样的差别还会越来越大。

当对应的资产没摊销完之后，相应的账面成本也就没有了。但这通常需要 15 年，哎，我的继承人才能享受到摊销完之后报表上增加的利润了。

我们报告的折旧，才是真正的成本支出。对其他任何公司来说也是这样。当华尔街人士用 EBITDA 作为估值指标时，捂紧你的钱包。

当然我们公开的财报依然会遵循 GAAP 会计准则。但是请认清现实，记得把我们报告的摊销加回来。

这个版块的公司销售的产品从棒棒糖到喷气式飞机，无所不包。有些公司有非常好的经济特性，它们无杠杆条件下的税后有形资产回报率从 25% 到 100% 多。其他一些产品的回报率介于 12%-20%。但也有少数公司回报率很糟糕，这是我



们在资产配置上所犯下的严重错误。我并没有受到误导：我只是错误地估计了公司或者其所在行业的经济形势。

幸运的是我们犯得错误一般是小型的收购。我们的大型收购都运行的很好，有些甚至非常好。但以上不会是我犯得最后一个错误。并非事事都如我所料。

把整个板块看作一个公司的话，这家公司业务非常优秀。2013年它们运作250亿的净资产，大量的现金和极低的杠杆，实现了16.7%的税后收益。

当然，如果出价过高，买入一些具有良好经济特性的公司也可能成为一笔糟糕的投资。我们大多数的收购里都支付了远超有形净资产的溢价，这些成本反映在财报巨额的无形资产数据中。不过总体来说，我们收获了与投资额相称的回报。而且，这些公司的内在价值，远超它们的账面价值。需要说明的是，在保险板块和受管制的行业板块，内在价值和账面价值之间的差距更加巨大。那里才是真正的大赢家所在之处。

这个版块内的公司太多，我们不能一一道来。而且它们现有和潜在的竞争对手都能看到这份报告。公开某些公司的数据将会对它们不利。所以，对伯克希尔来说，规模不是非常大的公司我们仅按要求披露信息。不过，在80-84的内容里，大家可以找到更多详细内容。

我还是忍不住要像大家汇报一下内布拉斯加家具超市

在德克萨斯扩张的最新进展。我把它拿出来，是因为它对伯克希尔来说不仅仅是新开了一家店那么简单，虽然相比伯克希尔 2250 亿的资产规模来说这微不足道。我和 Blumkin 家族合作 30 多年了，我为这家新店而兴奋，一家真正德克萨斯式的超市，它开在达拉斯市区北面的 The Colony。

明年 NFM 建成以后，它将会在 433 英亩的地基上拥有 180 万平方英尺的零售和仓储空间。可以在 [www.nfm.com/texa](http://www.nfm.com/texa) 查询项目的进展情况。NFM 已经拥有全国销售额最大的两家店铺了（分别位于奥马哈和堪萨斯市），两家的年销售额分别达到 4.5 亿左右。我预计德克萨斯的新店将会刷新上述纪录。如果大家住在达拉斯附近，欢迎大家来看看。

回想起 1983 年 8 月 30 日，那天刚好是我的生日，我拿着自己起草的 1 页半不到的收购意向书（114-115 页有复印版）去见 B 夫人（Rose Blumkin）。B 夫人在没有改动一个字，在没有投资银行家和律师在场的情况下接受我的收购协议（这是专业人士觉得在天堂才会发生的事）。虽然公司的财务报告并没有经过审计，我也毫不担心。B 夫人告诉我实际情况，她的话对我来说足够了。

那时候 B 夫人 89 岁了，后来一直工作到 103——绝对是我们风格的女强人。大家看一看 116-117 页上 NFM 从 1946 年以来的财务报告。NFM 现在所有的一切都是从当初 72,264 美元净资产、50 美元的现金，以及 B 夫人、她的儿子 Louie、

孙子 Ron 和 Irv 难以置信的天才衍化而来。

故事里最妙的地方是，B 夫人从来没上过学。而且她从俄国移民到美国时甚至连英文都不会说。但是她热爱这个接纳它的国家：家庭聚会时他们经常应 B 夫人的要求合唱上帝保佑美国。

有抱负的经理人应该好好学习让 B 夫人成功的那些朴素却稀有的品质。每年都有超过 40 所大学的学生们来拜访我，我以带领他们参观 FM 作为开场。如果他们吸收了 B 夫人的经验，他们不需要向我学任何东西。

### 金融和金融产品

“Clayton 的贷款规模不用几年就会达到 50 亿美元，它们信用质量良好，将会产生巨额利润。”——2003 年年报

这是我们最小的业务版块，包括两家租赁公司，XTRA (拖车租赁) 和 CORT (家具租赁)，以及 Clayton Home，国内领先的预置房生产商和金融租赁商。除了这些 100% 拥有的子公司外，我们还有其他一些金融资产以及 Berkadia Commercial Mortgage 公司 50% 的权益。

Clayton 被归入这个版块，是因为它有 326,569 笔抵押贷款，合计 136 亿美元。近几年，由于预置房销量的下跌，公司大部分的盈利都来自于抵押贷款业务。

但是 2013 年，新房的销售开始回升，制造和零售两部分的利润恢复。Clayton 依然是美国最大的房屋建筑商：2013

年它建造了 29,457 套房屋，占全国新建住宅总数的 4.7%。公司的 CEO，Kevin Clayton 成功领导公司度过了房地产市场的衰退。现在他的工作——一定比之前轻松多了——就是在 2014 年实现盈利。

CORT 和 XTRA 也是各自行业中的佼佼者。Jeff Pederson 和 Bill Franz 依然会维持它们的领先地位。我们支持他们购置设备扩大租赁规模的计划。

下面是这个板块的税前收入：

	<u>2013</u>	<u>2012</u> <i>(in millions)</i>	<u>2011</u>
Berkadia .....	\$ 80	\$ 35	\$ 25
Clayton .....	416	255	154
CORT .....	40	42	29
XTRA .....	125	106	126
Net financial income* .....	<u>324</u>	<u>410</u>	<u>440</u>
	<u>\$985</u>	<u>\$848</u>	<u>\$ 774</u>

\* Excludes capital gains or losses

## 投资

“我们的股票投资……大约比他们的账面价值（投资成本）要低 1700 万美元……但我们相信，几年以后，整个组合的价值将会远超投资成本。” ——1974 年年报

<u>Shares**</u>	<u>Company</u>	<u>Percentage of Company Owned</u>	12/31/13	
			<u>Cost*</u>	<u>Market</u>
			<i>(in millions)</i>	
151,610,700	American Express Company .....	14.2	\$ 1,287	\$ 13,756
400,000,000	The Coca-Cola Company .....	9.1	1,299	16,524
22,238,900	DIRECTV .....	4.2	1,017	1,536
41,129,643	Exxon Mobil Corp. ....	0.9	3,737	4,162
13,062,594	The Goldman Sachs Group, Inc. ....	2.8	750	2,315
68,121,984	International Business Machines Corp. ....	6.3	11,681	12,778
24,669,778	Moody's Corporation .....	11.5	248	1,936
20,060,390	Munich Re .....	11.2	2,990	4,415
20,668,118	Phillips 66 .....	3.4	660	1,594
52,477,678	The Procter & Gamble Company .....	1.9	336	4,272
22,169,930	Sanofi .....	1.7	1,747	2,354
301,046,076	Tesco plc .....	3.7	1,699	1,666
96,117,069	U.S. Bancorp .....	5.3	3,002	3,883
56,805,984	Wal-Mart Stores, Inc. ....	1.8	2,976	4,470
483,470,853	Wells Fargo & Company .....	9.2	11,871	21,950
	Others .....		11,281	19,894
	Total Common Stocks Carried at Market ...		<u>\$56,581</u>	<u>\$117,505</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 under its rules.

\*\*Excludes shares held by Berkshire subsidiary pension funds.

伯克希尔有一项重要的股票投资没有列在表上：在 2021 年以前的任何时候，我们都可以以 50 亿美元购买美国银行 7 亿股股票。截至年底，这些股票价值 109 亿。我们倾向于在购买权到期前行权购买。大家应该了解，美国银行的投资是我们的第五大股票投资，并且我们非常看好。

除了股票以外，我们也会大额投资债券。通常我们业绩都不错。但也并非时时如此。

大家应该没有听说过 Energy Future Holdings 这家公司。请相信你们是幸运的；我宁愿自己也没听过这家公司。它是 2007 年为杠杆收购一家德克萨斯的电力公司而成立的。权益投资者提供 80 亿美元同时借入大量债务实现收购。债务中的大约 20 亿由伯克希尔提供，我没有咨询查理的情况

下做了这个决定。这真是个巨大的错误。

尽管天然气价格大幅上涨，EFH 还是注定要在 2014 年申请破产。去年我们以 2.59 亿卖出了我们的债权。持有债权期间，我们收到了 8.37 亿现金利息。所以我们税前一共亏了 8.73 亿。下次我一定会先问问查理。

我们的一些公司——主要是电力和天然气公司——在经营中会使用衍生工具。除此之外，我们近年来都没有投资衍生品，原有的头寸也逐步到期。已经到期的衍生品给我们带来数十亿美元的利润，和中期浮存金一样。虽然不是百分之百确定，我们预计资产负债表上剩下的衍生品同样会给我们带来利润。

### 关于投资的一些思考

最聪明的投资，是把它当做生意一样看待。 ——《聪明的投资者》，作者本杰明·格雷厄姆

引本·格雷厄姆的话作为本章开头非常恰当，因为我对投资的理解很多都归功于本。后面我会讲一些本的事情，我还会讲到股票投资。但是让我先讲两个很早以前非股票投资的

投资的例子吧。虽然两笔投资对我个人财富的影响并不大，但它们却具有启发意义。

事情发生在内布拉斯加。1973 到 1981 年间，中西部农

场价格疯涨，原因是通货膨胀的预期和一些小型农村银行宽松的贷款政策。后来泡沫破灭了，价格下跌了 50% 多，这摧毁了借债的农场主和他们的债权人。那次泡沫中爱荷华和内布拉斯加倒闭的银行数量是刚过去的大萧条中倒闭的五倍。

1986 年，我买下了奥马哈北部，距 FDIC 50 英里的 400 英亩农场。花了 28 万美元，比几年前银行贷给农场主买地的金额小的多。我对经营农场一窍不通。但是我儿子喜欢农场，我从他那里了解到玉米和大豆的产量，还有对应的运营成本。根据这些估计，我计算出农场的正常回报大约 10%。我还考虑到，产量会逐步提高，并且作物的价格也会上涨。两个预期后来都被证明是对的。

我并不需要特别的知识来判断投资不会没有底部，同时可能有可观的上升空间。糟糕的产量和价格当然偶尔会令人失望。但这又怎么样呢？同样也会有些好的异常的年份，并且我不用迫于压力出售资产。现在，28 年过去了，农场的利润翻了三倍，价值是我们当初投资额的五倍。我依然对农场一窍不通，而且最近才第二次去到那片农场。

1993 年，我做了另外一小笔投资。当我还是 Salomon 的 CEO 的时候，老板 Larry Silverstein 告诉我纽约大学旁边 Resolution Trust 集团的一块零售物业打算出售。同样，当时泡沫破裂——RTC 被迫拆分出售资产，那些遭殃的储蓄

机构当初乐观的贷款政策导致了现在的愚蠢行为。

这里的分析同样简单。和农场的情况类似，该物业当时无杠杆的收益率是 10%。但是考虑到 RTC 糟糕的管理，空置的店铺出租以后收入还会增加。更重要的是，它的最大租客——约占 20%左右的出租面积，仅仅支付每平方尺 5 美元的租金，而其他租客的租金是 70 美元。它的租约将在 9 年内到期，到时盈利必然可以大幅上升。物业的位置也是非常理想的：纽约大学绝不会搬走。

包括 Larry 和我的朋友 Fred Rose 的团队买下了这个物业。Fred 是一位经验丰富，高水准的房地产投资者，而且他的家族将会管理这个物业。他们接手了。旧的租约到期后，利润翻了三倍。年租金回报现在达到了当初投资额的 35%。另外，我们最初的按揭贷款在 1996 年和 1999 年两次进行了重置，这让我们获得了相当于初始投资额 150%的特别租金回报。我至今还没去看过这块物业。

农场和纽大物业的收入未来几十年还会继续增加。虽然他们的收入不会突然激增，但两笔投资都是我和我的孩子、孙子可以一辈子持有的稳固并且令人满意的投资。

我讲这两个故事是为了阐明投资的基本道理：

获取满意的投资回报不需要成为专家。当然如果大家本身不是专家，那就要认识到自己的能力圈，并遵从合理的规律。保持简单，不要揠苗助长。当有人承诺让你赚笔快



钱时，立即答复“不行”。

关注你说考虑投资的资产未来的产出。如果大家觉得难以估计一项资产的未来盈利，那就忘了它，放弃它。没有人能估计所有的投资回报。无所不知也是不需要的；大家只需要理解自己的行为就可以。

如果大家关注的是资产未来可能被接手的价格，那么这就是投机。投机没有什么不好。但是我知道我不能总是投机正确，我也怀疑那些声称自己可以持续投机成功的人。置硬币时第一轮有一半人会赢；但是这些人如果继续不断玩下去都不会有赢家。另外，一项资产近来持续升值绝不是一个买入的理由。

在两笔投资上，我都只考虑资产的产出，而不是它们每天的估值。最后的赢家是把精力用在球场上的人，而不是紧盯着计分板的人。如果大家周末不看股价的时候可以放轻松，那么试着工作日的时候也这样做。

总结宏观形式，听信别人的宏观或者市场都是浪费时间。实际上，这甚至是危险的，它会模糊大家对真正重要的事实的看法。（每当我听到电视评论员流利地分析着市场的下一步走势，我就会想起 Mickey Mantle<sup>⑩</sup>犀利的评论“你不坐到直播间里去都不知道原来棒球比赛这么简单”。）

我的两笔投资分别在 1986 年和 1993 年做出。接下来经济、利率、或者股市在下一年——1987 和 1994 年——会如

何发展对两笔投资都没有影响。我已经不记得当时的报纸头条和专家的意见。但是庄稼依旧在内布拉斯加生长，学生们一样到纽大上课。

我的两笔投资和股票投资有一个重要的区别。股票每分钟都有报价，但是我至今也没有见过农场和纽大物业的市场报价。

疯狂波动的股价本该成为股票投资者的一项巨大优势——对其中部分投资者来说是这样。毕竟如果有一个喜怒无常的人每天给我报价，买入或者卖出农场——并且价格在短期内随着他的心情忽上忽下，那我不就可以从它疯狂的行动中赚钱吗？如果他的报价低的可笑，而我又有些闲钱，那我就买入农场。如果他的报价高的要命，那我就把自己的卖给他然后去种地。

股票投资者，经常让其他同伴善变的，并且通常不理性的行为所影响。因为有太多关于市场、经济、利率和股价走势的评论，一些投资者认为应该听听专家的建议——更糟糕的是，认为应该根据他们的建议买卖。

那些拥有一片农场或者一项房产时可以安静持有几十年的人，经常因为置身于源源不断的股价波动中和评论员们“别光坐着，你得做点什么”的鼓动而变得头脑发热。对这些投资者来说，流动性从一项绝对的优势变成了诅咒。

“闪电暴跌”或者其他一些市场的极端波动不会伤害投资

者，就好像一个飘忽不定、爱说大话的邻居不会影响我的农场投资。本来涨涨跌跌的市场对那些真正的投资者来说是好事，如果他有现金在价格跌破价值时购入的话。恐惧的顶点是投资的好朋友；一路上涨的市场才是投资的敌人。

在刚刚过去的 2008 年金融危机中，我从没想过要卖掉农场或者纽大的物业，即便一段严重的衰退即将到来。如果我拥有一项长期前景不错的业务 100% 的权益，光是考虑卖掉它的想法都非常愚蠢。那我为什么要考虑卖掉那些优秀业务的小比例持股？确实，它们中一些会令人失望，但是作为整体而言它汇报会非常不错。真的有人相信美国无与伦比的物质资本和人力资本将会毁于一旦吗？

查理和我买股票的时候，我们把它都当作获得部分权益的投资看待，我们的分析和买下整个公司的分析类似的。首先我们要考虑是否能够估计公司未来 5 年，或者更长时间内的盈利。如果答案是可以，那我们就会在对应估计区间下限的价格上买入股票。如果我们不具备估计未来盈利的能力——经常是这样——那我们就去考虑其他投资。合作 54 年来，我们从来没有因为宏观或者政治环境的因素，或者因为其他人的看法放弃过有吸引力的投资。实际上，这些都不是我们做投资决策时会考虑的因素。

认清自己“能力圈”的半径，并且呆在能力圈里面非常重要。即便做到了，有时候我们还是会的犯错误，无论买股票还

是收购公司。但是这样不会带来灾难，就像一个持续上涨的牛市诱导大家根据价格走势买股票，或者因为需要有所行动的欲望买股票那样。

对多数的投资者而言，研究公司的前景并非生活的重点。于是，他们可能认为自己并不具备足够的知识来理解公司和预测未来的盈利能力。

我有一个好消息告诉这些非专业人士：一般投资者并不需要那些技能。总体而言，美国公司长期以来都表现很好，并且还会欣欣向荣（当然一定会有起起伏伏）。20 世纪的一百年里，道琼斯指数从 66 点涨到了 11,497 点，分红不断提高。21 世纪一样会有巨额的回报。非专业投资者的目标不应该是挑出优胜企业——他和他的“帮手”都做不到，而是应该配置一个跨行业的组合，整体而言其回报必定不错。一个低费率的标普 500 指数基金就可以实现这个目标。

以上就是非专业投资者所需的“做什么”。“何时做”也同样重要。主要的风险是，胆小投资者的或者投资新手可能刚好在市场剧烈波动前入场，并且在出现浮亏时幻想破灭。（记住巴顿·比格斯 11 的话：“牛市就像性爱一样，在结束之前达到高潮。”）解决时间问题的办法是，在一个较长的时间内逐步买入，并且无论利空满天还是股价新高都不卖出。遵守这些规则，“盲投”并且保持多元组合和低费率的投资者一定会获得满意的回报。实际上，认识到自身不足的简单投资者

长期将会战胜那些哪怕只是忽略了一个弱点的专业投资者。

如果“投资者”市场时常买卖他们的农场，产量和庄稼的价格都不会增加。唯一的结果就是农场所有者的最终收益由于咨询和交易费用显著下降。

无论是机构还是个人，都会被赚取咨询和交易费的中介结构不断怂恿，不停地交易。对投资者来说，这些费用总和非常巨大，它吞噬了利润。所以，忽略那些建议吧，保持最低的交易成本，并且像持有农场那样持有股票。

我的钱将会投到指数基金里，因此我还得再为此说两句：我在这里所建议的和已经写在遗嘱中的内容是一致的。遗赠将会把现金配置到为我妻子设立的信托当中。（我必须使用现金进行个人遗赠，因为我所持有的全部伯克希尔股票将在我去世后的十年内会分配给一些慈善组织。）我对信托公司的要求非常简单：持有 10% 的现金购买短期政府债券，另外 90% 配置在低费率的标普 500 指数基金上。（个人推荐先锋集团的基金。）我相信遵守这个策略，信托的长期业绩常会战胜大多数的聘请了高费率管理人的投资者——无论是养老金、机构还是个人。

现在回过头来说说本·格雷厄姆。我大多数的投资分析都是从本写的《聪明的投资者》当中学到的。1949 年我买到这本书，从此我的投资生涯完全改变。

在阅读本的书以前，我在投资的世界四处游荡，尝试每

一种投资方法。很多我读到的方式曾吸引我：我试着自己画图，用市场标记预测股价走势。也曾坐在交易大厅里盯着交易带，听评论员的评论。这些都很有趣，但是我始终被找不到归宿的感觉困扰。

而本的理论完全不同，它逻辑清晰，容易理解（不用任何希腊语或者复杂的公式）。对我而言，最重要的观点在新版本的第 8 章和第 20 章。（1949 年的原版章节划分和后来不同）。正是这些观点指导着我今天的投资决策。

这本书还有另外一些有意思的事：后来的版本里有一则附录，描述了一项让本大赚一笔的不具名投资。本 1948 年写第一版的时候进行了这项投资——拥抱自己吧——这家神秘的公司就是 GEICO。如果不是本在 GEICO 还是萌芽时期就认识到它的优越特性，我和本的财富经历都会大不相同。

1949 年版的书还推荐了一家铁路公司，每股 17 美元而净利润 10 美元。（我敬佩本的原因之一是他敢使用当时并未验证的例子，如果未来并不如他所言他可能会被嘲笑。）如此低的估值部分是由于当时的会计准则要求铁路公司将其下属公司的留存利润从报告的利润中剔除。

被推荐的股票就是北太平洋铁路公司，它主要的下属公司是芝加哥、柏林顿和昆西铁路。这些铁路现在成为了 BNSF 的主要部分，BNSF 由伯克希尔全资拥有。当我读到那本书时，北太平洋铁路公司市值 4000 万美元。现在，它的继承者（当

然增加了很多资产) 每 4 天就能赚 4000 万。

我已经不记得买《聪明的投资者》第一版花了多少钱。不管是多少，它都证明了本的格言：价格是你付的数字，价值才真正是你所得到的。在我所有的投资当中，买本的书应该是最划算的一笔（不包括我的两次结婚证）。

地方和国家的财政问题在加剧，很大程度上是由于政府承诺了它们支付不起的养老金。公民和政府官员通常低估了承诺和支付能力之间的冲突导致的财务困境。不幸的是，养老金的计算至今对大多数美国人来说都是一个迷。

养老金的投资策略也是造成上述问题的原因之一。1975 年，我写了一份备忘录给时任华盛顿邮报董事长的 Katharine Graham，当中讲到了养老金和投资策略的重要性。这份备忘录被抄录在 118-136 页。

接下来的数十年，大家于将会读到很多关于公共养老金计划的消息——坏消息。我希望我的备忘录有助于大家理解立即采取补救措施的必要性。

年会（省略）

（文章资料源自网络）