

巴菲特致股东信

2018 年度

(2019 年 2 月 23 日 发布)

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 Dividen 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%

致伯克希尔哈撒韦公司的股东：

根据美国通用会计准则（GAAP），伯克希尔 2018 年盈利 40 亿美元，其中包括：2018 年公司运营利润为 248 亿美元，30 亿美元的非现金亏损（无形资产减值）几乎都来自我们对卡夫亨氏的持股，28 亿美元的实际资本收益来自卖出所投资证券，206 亿美元的亏损来自我们投资组合中未实现资本利得的减值。

美国通用会计准则的新规定要求我们在收益中包括最后一项。正如我在 2017 年年报中所强调的，无论是伯克希尔副董事长查理-芒格，还是我都不认为这条规则是明智的。相反，我们两人一直认为，在伯克希尔，这种按市值计价的变化将导致“我们的净利润出现剧烈而无常的波动”。

这一预言的准确性可以从我们 2018 年的季度财报中看出。在第一和第四季度，我们分别报告了 11 亿美元和 254 亿美元的 GAAP 亏损。在第二和第三季度，我们分别报告了 120 亿美元和 185 亿美元的利润。与这些剧烈波动形成鲜明对比的是，伯克希尔旗下的许多业务在各个季度都实现了持续且令人满意的运营利润。全年来说，这些业务的利润比 2016 年 176 亿美元的高点还要高出 41%。

我们每季度的 GAAP 收益的大幅波动将不可避免地继续下去。这是因为我们庞大的股票投资组合——截至 2018 年底价值接近 1730 亿美元——经常会经历单日 20 亿美元或

更多的价值波动，而新规则都要求我们必须立即将这些波动计入我们的净利润。事实上，在股价高度波动的第四季度，我们有好几天都经历了单日“盈利”或“亏损”超过 40 亿美元。

我们对此的建议？请关注运营收益，少关注其它任何形式的暂时收益或损失。我的这番话丝毫不削弱我们的投资对伯克希尔的重要性。随着时间推移，我和查理预计我们的投资将带来可观收益，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今年这封信的开头与往年不同。在近 30 年的时间里，给股东信的第一段都描述了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。

事实是，伯克希尔账面价值的年度变化——它不会再出现在股东信第 2 页。这种做法已经失去了其曾有的意义。有三种情况使它失去了关联性。**首先**，伯克希尔哈撒韦已经逐渐从一家股票投资公司转变为一家经营企业型公司。查理和我预计这种转变将以一种不规则的方式继续下去。**其次**，尽管我们的股权价值是按市场价格计算的，但根据会计准则，我们旗下所运营公司被计入的帐面价值远低于其当前价值，这种错配在近几年越来越明显。**第三**，随着时间的推移，伯克希尔很可能会成为其股票的重要回购方，回购将发生在股

价高于账面价值，但低于我们对其内在价值的估计之时。这种收购的数学原理很简单：每笔收购都使每股内在价值上升，而使每股账面价值下降。两者结合将导致账面价值越来越脱离经济现实。

在未来的财务业绩表中，我们将关注伯克希尔的市场价格。市场可能非常反复无常：只需看看第 2 页列出的 54 年历史业绩便知。然而，随着时间推移，伯克希尔的股价将提供最佳的业绩衡量标准。

在继续讲之前，我要告诉你们一些真正的好消息——这些都没有反映在我们的财务报表中。它涉及我们在 2018 年初进行的管理层改革，当时 Ajit Jain 受命负责所有保险业务，而 Greg Abel 则获得统管所有其他业务的授权。这些分权早就应该进行了。伯克希尔现在的管理，比我独自监督运营时要好得多。Ajit 和 Greg 拥有罕见的天赋，他们的血管中流淌的是伯克希尔的血液。

现在让我们来看看你拥有什么。

要看森林，忘记树木

投资者在评估伯克希尔时，有时候会过度关注我们众多不同业务的细节，也就是我们所谓的“树木”。由于我们有大量不同的样本——从细嫩枝条到参天巨木，分析这些样本会让人头脑发麻。我们的有些树木可能罹患疾病，可能撑不

过 10 年了。而其他一些树木，必将成长得高大健美。

幸运的是，想要粗略估计伯克希尔的内在商业价值，没有必要单独去评估每一棵树。那是因为我们的森林包含五个重要的“果林”，每个果林都可以相当准确地进行整体评估。其中四个果林是按照不同的业务和金融资产划分的集群，这样很容易理解。第五个果林——即我们庞大而多样化的保险业务——以不太明显的方式为伯克希尔提供了巨大的价值，我将在本函后面解释。

在我们更仔细地研究前四个果林之前，让我提醒一下您在资本配置中的首要目标：部分或全额购买具有良好管理的和持久经济特征的企业。我们还需要以合理的价格购买这些资产。

有时候，我们可以购买通过了我们考验的公司的控制权。但更常见的是，我们要在上市公司中发现我们寻求的特性，进而收购 5% 到 10% 的股权。在美国企业中，我们双管齐下的大规模资本配置方法很少见，但它会给我们带来重要的优势。

近年来，我们遵循的合理做法是明确的：许多股票为我们提供的资金，远远超过我们通过整体收购该企业所获得的资金。这种差异导致我们去年购买了约 430 亿美元的可出售股票，而仅售出 190 亿美元股票。查理和我认为，我们投资的公司提供了极好的价值，其回报远远超过收购交易。

尽管我们最近增持了可出售的股票，但伯克希尔的森林中最有价值的果林仍然是伯克希尔控制的数十家非保险业务公司（通常拥有 100% 的所有权，从不低于 80%）。这些子公司去年赚到 168 亿美元。此外，当我们说“赚”时，我们说的是扣除了所有的税收、分红、管理层奖励（包括现金和股票奖励）、重组开支、折旧以及总部办公经费之后的盈利。

这种收入与华尔街银行家和企业 CEO 们经常吹捧的收入大不一样。很多时候，他们的演示文稿都有“调整后 EBITDA”，即扣除了许多太过真实的成本之后的、经过重新定义的所谓“收益”。

例如，管理层有时声称，他们公司基于股票的薪酬不应算作支出。（那它还能是什么呢？来自股东的礼物？）重组开支？好吧，也许去年的精确重组不会再发生了。但这样或那样的重组在商业中是很常见的——伯克希尔在这条路上已经走了几十次，我们的股东总是承担这样做的成本。

亚伯拉罕·林肯曾经提出过这样的问题：“如果你将狗的尾巴当作一条腿，那么它有多少条腿？”然后他回答了自己的问题：“还是四条，因为把尾巴称为一条腿并不代表它就是一条腿。”林肯在华尔街会倍感孤独的。

查理和我坚定认为，我们 14 亿美元的收购相关推销开支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，我们将这种推销“成本”加到 GAAP 收益中。

相比之下，伯克希尔 84 亿美元的折旧开支低估了我们真正的经济成本。事实上，我们每年都需要花费超过这个数额，才能使我们的许多业务保持竞争力。除了这些“维持”资本支出外，我们还花费大量资金追求增长。总体而言，伯克希尔去年在工厂、设备和其他固定资产上的投资达到创纪录的 145 亿美元，其中 89% 用于美国。

伯克希尔价值第二的“果林”是它的股票投资组合，通常涉及一家非常大的公司的 5% 至 10% 所有权。如前所述，截至年底，我们的股票投资价值近 1730 亿美元，远远高于其成本。如果该投资组合按年底时的价值出售，仅联邦所得税就要缴纳约 147 亿美元。很有可能的是，我们将持有这些股票中的大部分很长一段时间。不过，最终的收益总会产生税收，无论出售时的税率如何。

我们的被投资方去年给了我们 38 亿美元股息，这个数字在 2019 年还会增加。然而，远比股息更重要的是，这些公司每年留存的巨额利润。考虑一下，作为一个指标，这些数字只涵盖了我们的最大的五个持仓股。

<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>

(1) Based on current annual rate.

(2) Based on 2018 earnings minus common and preferred dividends paid.

GAAP——它规定了我们报告的收益——不允许我们将

被投资企业的留存收益包括在我们的财务账户中。但这些收益对我们来说有着巨大的价值：多年来，我们的被投资方（视为一个整体）留存的利润最终为伯克希尔带来了资本收益，相对这些公司为我们再投资的每一美元，它们给我们带来的资本收益之和超过 1 美元。

我们所有的主要资产都有很好的经济价值，而且大多数公司都用留存收益的一部分来回购他们的股份。我们非常喜欢这一点：如果查理和我认为被投资方的股票被低估了，那么当管理层利用部分收益来提高伯克希尔的持股比例时，我们会感到很高兴。

以下是上表中的一个例子：伯克希尔在美国运通的持股量在过去八年中保持不变。同时，由于公司回购，我们的所有权份额从 12.6% 增到 17.9%。去年，在美国运通赚取的 69 亿美元中伯克希尔所占的份额为 12 亿美元，相当于我们为购买这家公司股权支付的 13 亿美元的 96%。当收益增加且在外流通股数量下降时，股权所有者 - 随着时间的推移 - 通常会表现良好。

伯克希尔的第三类资产是我们与他方共享控制权的四个公司。我们在这些企业税后运营利润中的份额分别为：卡夫亨氏的 26.7%、Berkadia 公司的 50%，德克萨斯电力传输公司的 50%，Pilot Flying J 的 38.6% - 2018 年总计约 13 亿美元。

我们资产的第四部分，伯克希尔持有价值 1120 亿美元的美国国债和其他现金等价物，另有 200 亿美元的各类固定收益工具。我们认为这些储备中有一部分是不可动用的，我们承诺永远持有至少 200 亿美元的现金等价物，以防范外部灾难。我们还承诺避免任何可能威胁到我们维护这一缓冲资本的行动。

伯克希尔将永远是一个金融堡垒。在管理的过程中，我会犯一些代价高昂的委托错误，也会错过很多机会，其中一些对我来说是显而易见的。有时，随着投资者逃离股市，我们的股票会暴跌。但是我绝不会冒现金短缺的风险。

未来几年，我们希望将大量过剩流动性转移到伯克希尔长久拥有的业务上。然而，眼下的前景并不乐观：对于那些拥有良好长期前景的企业来说，价格高得离谱。

这一令人失望的现实意味着，到 2019 年，我们可能会再次增持已有的有价证券。尽管如此，我们仍然希望能获得“大象”级的收购。即使在我们分别达到 88 岁和 95 岁的时候——我是其中年轻的那位，这种前景也会让我和查理的心跳加快。（仅仅是写可能会有一笔大买卖，就会使我的脉搏跳得飞快。）

我对购买更多股票的预期并不是看涨市场。查理和我不知道股市下周或明年的走势如何。这种预测从来都不是我们行动的一部分。相反，我们的思维集中在计算一项有吸引力

业务的一部分价值是否高于其市场价格。

我相信，伯克希尔的内在价值可以通过将我们四大类资产的价值加起来，然后减去出售有价证券最终应缴纳的税款，来近似衡量。

你可能会问，如果我们出售我们的某些全资企业，伯克希尔可能会承担的主要税务成本是否应该得到免税额。忘记这个想法吧：我们卖掉任何一家出色的公司都是愚蠢的，即使出售它不需要缴任何的税。真正优秀的企业非常难找到。卖掉任何你足够幸运才拥有的东西是毫无意义的。

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，一个关键且持久的要点是：伯克希尔通过将五类资产整合成一个实体来实现价值最大化。这种安排使我们能够无缝、客观地配置大量资金，消除企业风险，避免孤立，以极低成本为资产提供资金，偶尔利用税收效益，并将管理费用降至最低。

在伯克希尔，整体效益大于其实是远大于各部分之和。

回购与报告

之前我提到过伯克希尔会时不时地回购自己的股票。假设我们以低于伯克希尔内在价值的价格购买股票（这肯定是我们的意图），回购将对那些即将离开公司的股东和留下来的股东都有利。

的确，对那些即将离开的人来说，回购的好处微乎其微。这是因为我们的谨慎购买将使伯克希尔股价受到的影响降至最低。尽管如此，在市场上有一个额外的买家对卖家总归还是有好处的。

对于留下的股东，好处是显而易见的：如果市场对即将离开的股东的持股价值定价为每 1 美元为 90 美分，那么，留下股东的持股价值将随着每一次回购提高。显然，回购应该是对价格敏感的：盲目回购高估的股票会摧毁价值，许多过于乐观的公司首席执行官们不理解这一点。

当一家公司说它在考虑回购时，至关重要的是，所有股东-合作伙伴都能获得他们需要的信息，以便对其价值做出明智的评估。提供这些信息是我和查理在这份报告中正在试图做的。我们不希望合伙人因为被误导或信息不充分而将股份卖回公司。

然而，一些卖家可能不同意我们的价值评估，其他人可

能发现比伯克希尔股票更具吸引力的投资机会。第二种人中的一些人可能是正确的：毫无疑问，许多股票将带来比我们大得多的收益。

此外，有些股东会决定，是时候让他们或他们的家人成为净消费者，而不是继续积累资本。查理和我现在还没有兴趣加入他们。也许到了老年，我们会成为挥金如土的人。

54年来，我们在伯克希尔的管理决策都是从股东的角度出发的，而不考虑卖出股票而离开的股东的想法。因此，我和查理从不关注当前季度的业绩。

事实上，伯克希尔哈撒韦可能是《财富》500强中唯一一家不准备月度收益报告或资产负债表的公司。当然，我会定期查看大多数子公司的月度财务报告。但查理和我只会按季查看伯克希尔的整体收益和财务状况。

此外，伯克希尔没有全公司范围的预算（尽管我们的许多子公司认为这有用）。我们不这么做，意味着母公司从来没有一个“量化”季度目标。避免使用这种预算工具会向我们的许多经理人传递一个重要的信息，强化我们所珍视的文化。

多年来，查理和我目睹了各种各样的不良企业行为，包括会计和运营方面的，都是因为管理层为满足华尔街期望的愿望而导致的。为了不让“华尔街的人”失望，开始时只是

“无辜”的捏造——比如季度末的贸易数据、对不断上升的保险损失视而不见、或动用“小金库”储备——这可能成为走向全面欺诈的第一步。“就这一次”很可能是首席执行官的初衷，但最终的后果会很可怕。如果老板可以稍微欺骗一下，那么下属也很容易为类似的行为找到借口。

在伯克希尔，我们的听众既不是华尔街分析师，也不是评论员：查理和我都在为我们的股东-合作伙伴工作。流向我们的数字就是我们发送给您的数字。

非保险业务——从棒棒糖到火车头

让我们再看看伯克希尔公司最有价值的小果林吧——即我们的非保险业务集合，记住，我们不希望不必要地向竞争对手提供可能对它们有用的信息。关于具体业务运营的细节，详见 K-5 至 K-22 以及 K-40 至 K-51 页面。

作为一个整体，这些业务部门 2018 年的税前收入为 208 亿美元，较 2017 年增长 24%，其中我们在 2018 年进行的收购对其贡献甚微。

在这次讨论中，我会坚持使用税前数字。但上述这些业务部门 2018 年的税后收入增幅较大，达到 47%，这在很大程度上应归功于 2018 年初开始实行的降低企业税率政策。让我们看看为何其影响如此之大。

先说说经济现实吧：无论喜欢与否，美国政府与伯克希

尔公司的盈利有关联，其规模取决于美国国会。实际上，美国财政部拥有我们的一种特别股票，不妨称之为 AA 股，并凭借这些股票从伯克希尔公司获得大量“股息”（即税收）。在 2017 年，如同往年一样，企业税率为 35%，这意味着财政部持有的 AA 股表现很好。实际上，财政部持有的“股票”，在我们于 1965 年开始接管时分文未付，到现在已演变成每年向联邦政府提供数十亿美元的控股权。

但在去年，当企业税率降至 21% 时，这些政府“所有权”中的 40%（税率从 35% 下降至 21%）被免费转交给伯克希尔。因此，我们的 A 股和 B 股股东的股票收益得到大幅提升。

这种情况显著提高了你我拥有的伯克希尔股票的内在价值。此外，同样的变化提高了伯克希尔持有的几乎所有股票的内在价值。

这些是主要因素。但还有其他一些降低我们的收入的因素需要考虑。例如，我们的大型公用事业运营所带来的税收优惠会传递给客户。同时，我们从国内公司获得的大量股息的适用税率几乎没有变化，约为 13%。（这种较低的利率一直是合乎逻辑的，因为我们的被投资公司已对他们向我们支付的收益缴纳过税收。）但总的来说，新法律使我们的业务和我们拥有的股票更有价值。

这表明我们又重新返回了对非保险业务表现的倚重。我们在这个小果林里的两个高耸的红杉是 BNSF 和伯克希尔哈

撒韦能源公司 (Berkshire Hathaway Energy, 拥有 90.9% 的股票)。两者相加, 他们去年的税前收入为 93 亿美元, 比 2017 年增长了 6%。您可以在 K-5 至 K-10 页和 K-40 至 K-45 页上阅读更多关于这些业务的信息。

我们接下来的五家非保险子公司, 按收益排名 (但下文是按字母顺序), 分别是: Clayton Homes、International Metalworking、Lubrizol、Marmon 和 Precision Castparts, 其 2018 年的税前收入总额为 64 亿美元, 2017 年为 55 亿美元。

按照同样的排名方式接下来的五家公司 (即 Forest River、Johns Manville、MiTek, Shaw 和 TTI 公司), 去年的税前总收入为 24 亿美元, 2017 年为 21 亿美元。

伯克希尔公司拥有的其他非保险公司, 2018 年的税前收入总和为 36 亿美元, 2017 年为 33 亿美元。

保险、“浮存资金” 和伯克希尔的资金

我们的财产/意外伤害 (P/C) 保险业务——我们的第五个果林——自 1967 年以来一直是推动伯克希尔增长的引擎, 那一年, 我们以 860 万美元收购了 National Indemnity 及其姊妹公司 National Fire & Marine。今天, National Indemnity 是以净资产衡量全球最大的财产/意外伤害保险公司。

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 保险公司预先收取保险费, 然后支付索赔金。在极端情

况下，如接触石棉或严重工作场所事故所引起的索赔，付款可能会持续数十年。

这种现在收钱、以后付款的模式使得 P/C 公司能持有大量资金，我们称之为“浮存资金” - 最终将流向其他公司。与此同时，保险公司为了自己的利益，可以将这些浮存资金进行投资。尽管个别保单和索赔会来来去去，但保险公司持有的浮存资金通常相对于保费数额而言相当稳定。因此，随着业务发展，我们的浮存资金也随之增长。它是如何增长的，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.*

我们可能迟早会经历浮存资金的下降，如果这样，这种下降也将是非常缓慢的，从外部看，任何一年都不会超过 3%。我们保险合同的性质使我们永远不可能受制于对我们现金资源具有重要意义款项的即期或短期要求。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重要组成部分。这种力量永远不会被削弱。

如果我们的保费超过我们的总开支和最终的损失，我们的保险业务登记的承保利润，将增加浮存资金所产生的投资收益。当赚到这样的利润时，我们享受了免费资金的使用，而且更好的是，因为持有这些资金还能获得回报。

不幸的是，所有保险公司都希望实现这一令人高兴的结果，这造成了激烈的竞争，甚至有时导致整个 P/C 行业出现重大承保亏损。实际上，这一亏损正是该行业持有浮存资金所付出的代价。这种竞争态势几乎注定了保险行业 -- 尽管其所有公司都享有浮存收入 -- 与其他美国行业相比，其有形净资产低于正常回报率的记录将继续下去。

尽管如此，我还是喜欢我们自己的前景。伯克希尔无与伦比的财务实力使我们在投资浮存资金方面的灵活性大大超过了 P/C 公司通常可获得的灵活性。我们可利用的许多替代办法总是一种优势，偶尔也会提供重大的机会。当其他保险公司受到限制时，我们的选择就会扩大。

此外，我们的 P/C 公司有出色的承保记录。过去 16 年中，伯克希尔有 15 年实现了承保盈利，只有 2017 年除外，当时我们税前亏损了 32 亿美元。整个 16 年的时间里，我们的税前收益总计 270 亿美元，其中 20 亿美元是 2018 年录得的。

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，浮存资金可能会被糟糕的承保结果所淹没。所有的保险公司都只是嘴上说说而已。而在伯克希尔，这已经成为一种宗教，旧约风格的宗教。

在大多数情况下，企业的资金来自两个来源——借债和发股。在伯克希尔，我们还有两支“箭”要谈，让我们先谈

谈传统的组成部分。

我们很少使用借债。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。而这些更具冒险精神的首席执行官们大多数时候都是对的。

然而，在罕见且不可预测的时间周期内，信贷会消失，债务在财务上会变得致命。一个俄罗斯轮盘赌的等式——通常是赢，偶尔是输——对于那些从一家公司的上升期中分得一杯羹，但不分担其下跌期的人来说，或许在财务上是明智的。但这种策略对伯克希尔来说是疯狂的。理性的人不会为了他们没有和不需要的东西去冒险。

你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——都属于我们的铁路和能源子公司，它们都是重资产的公司。在经济衰退期间，这些企业产生的现金仍然充裕。他们使用的债务既适合于他们的运营，也不受伯克希尔的担保。

我们的权益资本则是另一回事：伯克希尔的 3490 亿美元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，我们积累了资金，使我们能够购买和开发前面所描述的有价值的资产组合。如果我们遵循 100% 的派息政策，我们可能只能使用 1965 财年开始使用的那 2200 万美元。

除了使用债务和股票，伯克希尔还从两种不太常见的融资渠道中获得了重大利益。较大的是我所描述的浮存资金。到目前为止，尽管这些基金在我们的资产负债表上被记录为一个巨大的可变现资产，但它们对我们产生的效用大于同等数量的股本。这是因为它们通常伴随着承保收益。实际上，我们多年来一直因为持有和使用他人的钱而获得收益。

正如我以前经常做的那样，我要强调的是，这一令人高兴的结果远非是一件铁板钉钉的事情：在评估保险风险方面的错误可能是巨大的，可能需要多年才能浮出水面。（就像石棉案一样）一场巨大的灾难将使卡特里娜飓风和迈克尔飓风相形见绌——也许是明天，也许是几十年后。“大事件”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，我们将分担损失，而我们承担的部分将是巨大的——非常巨大。然而，与许多其它保险公司不同，我们将寻求在第二天就增加业务。

最后一个资金来源是递延所得税，伯克希尔在这方面也拥有不同寻常的优势。这些负债我们最终会支付，但同时它们是无息的。

如前所述，在我们的 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% 的公司税率计算，但将按我们投资出

售时的届时税率支付。从现在到那时，我们实际上拥有了一笔无息“贷款”，这使有更多的钱在股票投资上为我们所用，而无需使用其他渠道的融资。

此外，由于我们在计算目前必须缴纳的税款时能加速折旧厂房和设备等资产，我们的递延税款达到了 283 亿美元。我们记录的前端税收节省将在未来几年逐渐逆转。然而，我们还会经常购买额外的资产。只要现行税法有效，这一资金来源的发展趋势将是增长的。

随着时间的推移，伯克希尔的融资基础——就是我们资产负债表的右侧栏——应该会增长，主要来自我们所留存的收益。我们的任务就是用好资产负债表左侧的钱，购买更有吸引力的资产。

GEICO 与托尼-奈斯利

这个标题说明了一切：伯克希尔和奈斯利是密不可分的。

1961 年，18 岁的托尼加入了 GEICO。我在 70 年代中期第一次见到他。当时，GEICO 在经历了 40 年的快速增长和出色的承保业绩后，突然发现自己已濒临破产。当时公司新上任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，伯克希尔购买了该公司约三分之一的股份，后来在伯克希尔没有增加一分钱投资的情况下，我们所持 GEICO 的股份达到了二分之一。这种惊人的增长之所以发生，是因为 GEICO 在困境逆转后，一直在回购股票。总的来说，伯克希尔仅花了 4700 万美元就买下了 GEICO 一半的资产，仅相当于你今天在纽约买一套豪华公寓的价格。

现在让我们把时间快速推移到 17 年后，即 1993 年，托尼-奈斯利被提升为 GEICO 的首席执行官。那时，GEICO 的声誉和盈利能力得到了恢复，但增长并没有恢复。事实上，到 1992 年底，该公司仅卖出 190 万份汽车保单，远低于危机前的最高水平。按美国汽车保险公司的销售量比较，GEICO 排名第七。

1995 年末，在托尼令 GEICO 彻底恢复活力后，伯克希尔提出以 23 亿美元收购 GEICO 剩余的 50% 股份，这一价格大约是我们收购该公司前一半资产价格的 50 倍（而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很有发展潜力的公司，以及一位出色的 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,该公司的承保利润总计为 155 亿美元(税前),可供投资的流动资金已从 25 亿美元增至 221 亿美元。

根据我的估计,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,作为一个管理者,从任何角度看他都是一个榜样。他帮助他的 4 万名员工发现并开发出他们一直没意识到的能力。

去年,托尼决定辞去 CEO 一职。6 月 30 日,他把这个职位移交给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。托尼仍是 GEICO 的董事长,他在余生都会尽心尽力帮助 GEICO,他没法不这样做。

所有伯克希尔的股东都应该感谢托尼,尤其是我。

投资

下面,我们列出我们在 2018 年底拥有的市值最大的十五只普通股投资。我们将我们在卡夫亨氏 (Kraft Heinz) 拥有的 3 亿 2544 万 2152 股排除在外,因为伯克希尔是控股集团的一部分,因此必须为这种“股权”投资方法负责。在伯克希尔的资产负债表上,按照美国通用会计准则 (GAAP) 计算,伯克希尔持有的卡夫亨氏资产价值为 138 亿美元。因分担卡夫亨氏公司在 2018 年对无形资产进行的大额注销,

上述数字有所降低。在年底，我们持有的卡夫亨氏资产市值为 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>12/31/18</u>	
			<u>Cost**</u>	<u>Market</u>
<i>(in millions)</i>				
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.

图注：*不包括伯克希尔子公司养老基金持有的股份。

**这是我们的实际购买价格，也是我们的税基。

查理和我并不认为上面提到的 1728 亿美元只是一些股票代码，它们不应该是因为“华尔街”降级、美联储行动预期、可能的政治形势发展、经济学家的预测、或其他任何可能成为当天关注焦点的因素而不再玩的金融游戏。

相反，我们从我们的持股中看到的是我们部分持有的众多公司，按照加权基础计算，他们在经营业务所需的净有形权益资本上的盈利约为 20%，还可以在不负担过多债务的情况下赚取利润。

在任何情况下，对这类大型、成熟和可理解企业的下单

回报都是可观的。与很多投资者过去十年在债券上获得的回报率相比，它们真是令人震惊——例如，30年期美国国债的收益率只有3%甚至更低。

有时，对某只股票的收购价格过高会导致一家辉煌的企业沦为项糟糕的投资 -- 其痛苦如果不是永久的话，至少会持续很长时间。不过，随着时间的推移，投资表现与业务表现趋于一致。而且，正如我接下来要说的，美国企业的历史记录是非同寻常的。

美国顺风车

到今年3月11日，是我首次投资一家美国公司77周年的日子。那一年是1942年我11岁，我全身心投入，投资了114.75美元，这是我六岁时开始积攒的。我买的是3股城市服务公司（Cities Service）的优先股。我成了一个资本家，感觉很好。

现在，让我们回到我购买股票之前的两段分别为77年的时间里。让我们从1788年开始，也就是乔治·华盛顿就任我们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三个77年的时间里会取得什么样的成就呢？

在1942年之前的两个77年期间，美国已从400万人口——约占世界人口的0.5%——发展成为世界上最强大的国家。然而，在1942年的那个春天，它面临着一场危机：美

国及其盟友在我们三个月前才卷入的一场战争中遭受了巨大的损失。坏消息天天传来。

尽管有令人震惊的头条新闻，但几乎所有的美国人在那年的 3 月 11 日都相信会赢得战争的胜利。他们的乐观也不局限于这一胜利。撇开先天的悲观主义者不谈，美国人相信他们的孩子和后代的生活会比他们自己的要好得多。

当然，这个国家的公民明白，前方的道路不会一帆风顺。从来都不是。在其历史的早期，我们的国家经受了一场内战的考验，导致 4% 的美国男人死亡，并导致林肯总统公开思考“一个如此理想和如此专注的国家能否长久存在”。在上世纪 30 年代，美国经历了“大萧条”，一个严重失业的惩罚期。

然而，在 1942 年，当我购买股票的时候，这个国家正期待战后的增长，这一信念被证明是有充分根据的。事实上，这个国家的成就可以说是令人叹为观止的。

让我们用数字来说明：如果我的 114.75 美元被投资在一个无佣金的标普 500 指数基金上，所有股息都进行再投资，那么到 2019 年 1 月 31 日，我所持股份的价值（税前）将增至 606811 美元（这是写这封信之前最新的可用数据）。这相当于每 1 美元赚了 5288 美元。与此同时，当时一家免税机构，比如养老基金或大学捐赠基金的 100 万美元投资将增加到 53 亿美元左右。

让我再加上一项我相信会令你震惊的计算：如果假想这家机构每年向投资经理及顾问等各类“帮手”支付1%的资产，其最终收益便会减少一半，只能增至26.5亿元。这就是77年时间里，当标普500指数实际上实现了11.8%的年回报率，再用减少1个百分点的10.8%增长率重新计算时所发生的事情。

那些经常鼓吹政府预算赤字会带来厄运的人（就像我多年来经常做的那样）可能会注意到，在我人生过去的77年里，我们的国债增长了大约400倍。这是40000%！假设你已预见到这种增长，并对赤字失控和货币贬值的前景感到恐慌。为了“保护”自己，你可能会避开股票，转而选择使用你的114.75美元购买3.25盎司的黄金。

这种所谓的保护会带来什么呢？你现在的资产价值仅约为4200美元，不到美国企业中一个简单的无管理投资所实现收益的1%。这种神奇的金属无法与美国人的勇气相比。

我们国家几乎难以置信的繁荣是以两党合作的方式实现的。自1942年以来，我们有7位共和党总统和7位民主党总统。在他们任期内，这个国家在不同时期经历了病毒式的通货膨胀、达21%的最优惠利率、几场有争议且代价高昂的战争、总统辞职、房屋价值全面崩溃、导致社会瘫痪的金融恐慌以及一系列其他问题。所有这些都产生了可怕头条新闻，而现在一切都已成为历史。

圣保罗大教堂的建筑师克里斯多佛·雷恩（Christopher Wren）就葬在伦敦的那座教堂里。在他的墓旁贴着这样的描述（从拉丁文翻译过来）：“如果你想寻找我的纪念碑，看看你的周围。”那些对美国经济剧本持怀疑态度的人，应该思考一下他传递的信息。

1788年——回到我们的起点——除了一小群雄心勃勃的人，以及一个旨在将他们的梦想变成现实的、尚处萌芽状态的治理框架之外，真的没有什么特别的。今天，美联储估计我们的家庭财富为108万亿美元，这个数字规模高到几乎让人难以理解。

还记得在这封信的先前部分，我描述留存收益是伯克希尔繁荣的关键吗？美国也是如此。在美国的会计制度中，类似项目被称为“储蓄”。“储蓄”我们所有的。如果我们的祖先把他们生产的东西全部消费掉，就不会有投资，不会有生产率提升，也不会有生活水平的飞跃。

查理和我高兴地承认，伯克希尔的成功在很大程度上只是我认为应该被称为“美国顺风”的产物。对于美国企业或个人来说，吹嘘自己“单枪匹马就完成了这一切”已不能用傲慢来形容。在诺曼底整齐排列的简单白色十字架应该让那些做出如此声明的人感到羞愧。

世界上还有许多其他国家有着光明的前途。关于这一点，

我们应该感到高兴：如果所有的国家繁荣，美国将更加繁荣，也将更加安全。在伯克希尔哈撒韦，我们希望在海外大举投资。

然而，在未来的 77 年里，我们的主要收益几乎肯定将来自“美国顺风”。我们很幸运——非常幸运——有这种力量在我们身后。

年度股东大会

伯克希尔 2019 年股东大会将在 5 月 4 日周六举行。如果您考虑参加，查理和我希望你来，请参阅 A-2 页和 A-3 页里面的时间表。这么多年来，股东大会的日程安排基本上都差不多。

如果您不能亲自来奥马哈，那也请您观看雅虎的网络直播。雅虎的 Andy Serwer 和他的同事有关大会的报道非常精彩。他们将直播整个股东大会，并采访身在美国和海外的许多伯克希尔高管、名人、金融专家和股东。自从雅虎开始直播股东大会以来，全世界对每年五月第一个周六发生在奥马哈的事情产生了浓厚兴趣。雅虎的直播将于美国中部标准时间上午 8:45 分（注：北京时间 5 月 4 日晚 21:45）开始，直播还提供中文普通话翻译。

在过去的 54 年里，查理和我都热爱我们的工作。每天，我们都在做我们想做的事情，与我们喜欢和信任的人一起工

作。现在，新的管理结构让我们的生活更加愉快。

整个团队，在 Ajit 和 Greg 的指挥下，业务在逐渐扩展，现金像尼亚加拉瀑布一样流入。我们拥有一批才华横溢的管理者和坚如磐石的企业文化。股东们，无论未来如何演变，你们的公司都能应付自如。

2019 年 2 月 23 日

沃伦-巴菲特

董事会主席

(文章资料源自网络)

巴菲特 2019 年股东信英文全文地址:

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>