

## 2012 年度巴菲特致股东的信

### Berkshire's Corporate Performance vs. the S&P 500

| Year                               | Annual Percentage Change                          |   | Relative Results<br>(1)-(2) |
|------------------------------------|---|---|-----------------------------|
|                                    | in Per-Share<br>Book Value of<br>Berkshire<br>(1) | in S&P 500<br>with Dividends<br>Included<br>(2) |                             |
| 1965                               | 23.8  | 10.0  | 13.8                        |
| 1966                               | 20.3  | (11.7)  | 32.0                        |
| 1967                               | 11.0  | 30.9  | (19.9)                      |
| 1968                               | 19.0  | 11.0  | 8.0                         |
| 1969                               | 16.2  | (8.4)   | 24.6                        |
| 1970                               | 12.0  | 3.9   | 8.1                         |
| 1971                               | 16.4  | 14.6  | 1.8                         |
| 1972                               | 21.7  | 18.9  | 2.8                         |
| 1973                               | 4.7   | (14.8)  | 19.5                        |
| 1974                               | 5.5   | (26.4)  | 31.9                        |
| 1975                               | 21.9  | 37.2  | (15.3)                      |
| 1976                               | 59.3  | 23.6  | 35.7                        |
| 1977                               | 31.9  | (7.4)   | 39.3                        |
| 1978                               | 24.0  | 6.4   | 17.6                        |
| 1979                               | 35.7  | 18.2  | 17.5                        |
| 1980                               | 19.3  | 32.3  | (13.0)                      |
| 1981                               | 31.4  | (5.0)   | 36.4                        |
| 1982                               | 40.0  | 21.4  | 18.6                        |
| 1983                               | 32.3  | 22.4  | 9.9                         |
| 1984                               | 13.6  | 6.1   | 7.5                         |
| 1985                               | 48.2  | 31.6  | 16.6                        |
| 1986                               | 26.1  | 18.6  | 7.5                         |
| 1987                               | 19.5  | 5.1   | 14.4                        |
| 1988                               | 20.1  | 16.6  | 3.5                         |
| 1989                               | 44.4  | 31.7  | 12.7                        |
| 1990                               | 7.4   | (3.1)   | 10.5                        |
| 1991                               | 39.6  | 30.5  | 9.1                         |
| 1992                               | 20.3  | 7.6   | 12.7                        |
| 1993                               | 14.3  | 10.1  | 4.2                         |
| 1994                               | 13.9  | 1.3   | 12.6                        |
| 1995                               | 43.1  | 37.6  | 5.5                         |
| 1996                               | 31.8  | 23.0  | 8.8                         |
| 1997                               | 34.1  | 33.4  | .7                          |
| 1998                               | 48.3  | 28.6  | 19.7                        |
| 1999                               | .5  | 21.0  | (20.5)                      |
| 2000                               | 6.5   | (9.1)   | 15.6                        |
| 2001                               | (6.2)   | (11.9)  | 5.7                         |
| 2002                               | 10.0  | (22.1)  | 32.1                        |
| 2003                               | 21.0  | 28.7  | (7.7)                       |
| 2004                               | 10.5  | 10.9  | (.4)                        |
| 2005                               | 6.4   | 4.9   | 1.5                         |
| 2006                               | 18.4  | 15.8  | 2.6                         |
| 2007                               | 11.0  | 5.5   | 5.5                         |
| 2008                               | (9.6)   | (37.0)  | 27.4                        |
| 2009                               | 19.8  | 26.5  | (6.7)                       |
| 2010                               | 13.0  | 15.1  | (2.1)                       |
| 2011                               | 4.6   | 2.1   | 2.5                         |
| Compounded Annual Gain – 1965-2011 | 19.8%   | 9.2%  | 10.6                        |
| Overall Gain – 1964-2011           | 513,055%  | 6,397%  |                             |

## 致伯克希尔哈萨维的股东：

**2011** 年我们的 **A** 股和 **B** 股每股账面价值增长了 **4.6%**。在过去 **47** 年，即现任管理层就职以来，账面价值从每股 **19** 美元增长到 **99860** 美元，年复合增长 **19.8%**。

伯克希尔副董事长，我的合伙人查理-芒格对 **2011** 年公司取得的进展感到满意，以下是要点：

董事会的主要工作是确保让合适的人选来运营我们的业务，确认下一代领导人并让他们做好准备明天就可以接管公司。我在 **19** 个公司董事会任职，伯克希尔董事们在继承方案上投入的时间和努力是最多的。更重要的是，他们的努力得到了回报。

**2011** 年开始的时候，**Todd Combs** 作为一名投资经理加入了我们，在年末结束不久，**Ted Weschler** 也加入了我们。他们两个人都拥有杰出的投资技能，以及对伯克希尔的承诺。在 **2012** 年他们两人只掌管数十亿美元资金，但他们拥有的大脑、判断力和魅力，可以在我和查理不再运营伯克希尔时掌管整个投资组合。

你们的董事会对于谁会成为 **CEO** 的继任人也同样热情。同样我们也有两个非常好的超级替补。我们到时候可以做到无缝交接，而伯克希尔的前途将保持光明。我的 **98%** 以上净财富都是伯克希尔股票，他们将进入各种慈善基金。将如此多资金投入一只股票中并不符合传统智慧。但我对这一安排感到满意，我知道我们的业务质量好并且多元化，而管理他们的人又如此能干。有了这些资产，我的继任者就有了良好的开端。不要把这段话解读为我和查理会去哪里。我们仍非常健康，并且喜欢我们做的事情。

在 **9** 月 **16** 日，我们收购了路博润，一家生产添加剂和其他特殊化学制品的全球性公司。自 **James Hambrick** 在 **2004** 年成为 **CEO** 以来取得了杰出的成绩。税前利润从 **1.47** 亿美元增长到 **10.85** 亿美元。路博润在特殊化学领域将会有很多附加的收购机会。其实，我们已经同意了三起收购，成本为 **4.93** 亿美元。**James** 是一个有原则的买家，一个超级的公司运营者。查理和我都迫切希望扩张他的

管理领域。

我们的主要业务去年也表现很好。实际上，我们五个最大的非保险公司，**BNSF**，**Iscar**，路博润，**Marmon** 集团和中美能源都取得了创纪录的盈利。这几项业务 **2011** 年税前共盈利超过 **90** 亿美元。而在七年前，我们只拥有其中一家，就是中美能源，当时其税前盈利为 **3.93** 亿美元。除非经济在 **2012** 年走弱，我们这五项业务应该都能再创纪录，总盈利能够轻易超过 **100** 亿美元。

总体来说，我们运营的所有公司 **2011** 年在房地产、工厂和设备上投入了 **82** 亿美元，比之前的记录还要高 **20** 亿美元。大约有 **95%** 的支出都是在美国，这可能会让那些觉得我们的国家缺乏投资机会的人感到吃惊。我们欢迎海外的项目，但是预期未来伯克希尔的资金承诺主要还是在**美国**。**2012** 年这方面的开销会再创纪录。

我们的保险业务继续为无数其他机会提供没有成本的资本。这个业务制造的是“浮款”——这些钱不属于我们，但我们可将之用于投资给伯克希尔带来好处。同时如果我们在亏损和成本方面的支出比我们收到的保费少，我们就赢得了一笔额外的承销费用，意味这比浮款的成本比零还要少。尽管我们不时会出小一些承保损失，我们现在已经连续 **9** 年都获得了承销利润，总额高达 **170** 亿美元。在过去的 **9** 年时间，我们的浮款从 **410** 亿美元上升到现在创纪录的 **700** 亿美元。保险是我们的一个好业务。

最后，我们在市场上做了两项重大投资：**1、50** 亿美元购买美国银行 **6%** 的优先股，同时获得权证可以在 **2021** 年 **9** 月 **2** 日之前以每股 **7.14** 美元的价格购买 **7** 亿股普通股。**2、6390** 万股 **IBM** 股票，成本为 **109** 亿美元。加上 **IBM**，我们现在在四家非常优秀的公司里占有大量股份：美国运通 **13%**，可口可乐 **8.8%**，**IBM 5.5%**，富国银行 **7.6%**。（当然，我们也拥有很多小一点，但同样重要的仓位。）

我们将这些持仓视为在伟大的公司里的合伙人利益，而不是基于短期前景可供出售的证券。这些公司的盈利情况还远未反应在我们的盈利中。只有我们从这些公司的分红反应在我们的财务报告中了。长期来说，在这些公司未分配的盈利中，归属我们所有权的那一部分对我们来说至关重要。因为我们将通过

各种方式使用这些盈利，来增加未来的盈利和投资对象的分红。他们也可以用来回购股票。

如果我们在去年就持有我们现在的仓位，我们从这”四大”公司中就可以获得 **8.62** 亿美元的分红。这一部分就会出现在伯克希尔的收入报告中。我们这个季度的盈利就会高得多，为 **33** 亿美元。查理和我相信我们账本上没有报告的 **24** 亿美元将为伯克希尔创造同等的价值，因为它可以增加未来数年的盈利。我们预期这四家公司的盈利和分红 **2012** 年会继续增长，并在未来许多年都会增长。十年后，我们持有的这四家公司盈利可能为我们带来会 **70** 亿美元盈利，其中有 **20** 亿美元的分红。

我的好消息报完了。接下来是 **2011** 年伤害我们的一些事情：

过去几年，我花了 **20** 亿美元购买了 **Energy Future Holdings** 发行的多种债券，后者是一家为德克萨斯州的部分地区提供服务的电力运营商。这是一个错误-巨大的错误。从大的方面衡量，这家公司的前景与天然气价格的前景联系在一起，而后者在我们购买后大幅下跌并一直在低估徘徊。尽管自购买后我们每年收到大约 **1.02** 亿美元的利息支付，但除非天然气价格大幅上升，否则这家公司的支付能力将很快耗尽。我们在 **2010** 年对这笔投资提了 **10** 亿美元减记。去年又补提了 **3.9** 亿美元。

在年底，我们将这笔债券的账面价值按其市值 **8.78** 亿美元确认。如果天然气价格维持在目前水平，我们很可能将面临更多损失，金额甚至最终能够抹去目前的账面价值。相反，如果天然气价格大幅回升，我们将会恢复部分，甚至全部的减记额。无论结果如何，在我购买债券的时候都算错了收益损失概率。在网球术语中，这是你们的主席一次非常重大的非受迫性失误。

在 **2011** 年，三项大规模的同时也是非常有吸引力的固定收益投资被其发行人赎回了。瑞士再保险，高盛和 **GE** 在赎回证券时一共向我们支付了 **128** 亿美元，这些证券此前每年给伯克希尔创造 **12** 亿美元的税前收益。这么一大笔收益需要再投资，尽管我们对 **Lubrizol** 的收购抵消了大部分的影响。

去年，我告诉你们“房地产复苏很可能在一年左右时间内开始。”我错的离

谱。我们拥有 **5** 家企业，其业绩受到房地产业的显著影响。这直接影响了 **Clayton Homes** 的业绩，后者是美国最大的移动房屋制造商，占到 **2011** 年此类房屋建造量的 **7%**。

此外，**Acme Brick**，**Shaw**（地毯），**Johns Manville**（隔热层）和 **MiTek**（建筑产品）都受到建筑活动的极大影响，我们的 **5** 家房地产相关公司在 **2011** 年共录得税前收益 **5.13** 亿美元。这与 **2010** 年类似，但低于 **2006** 年的 **18** 亿美元。

房地产会复苏的-你能够对此确信无疑。长期看，房屋的数量需与家庭的数量相当（在考虑通常比例的空置率后）。然而，在 **2008** 年前的一段时期内，美国增加的房屋数量高于家庭数量。不可避免的，最终我们造了太多的房屋，泡沫破裂的威力动摇了整个经济。这还给房地产业带来了另一个问题：在衰退初期，新家庭形成的速度放缓，在 **2009** 年这一下滑非常剧烈。

这一毁灭性的供求关系等式如今逆转了：每天新的家庭数量要多于房屋。人们可能在充满不确定的时期搁置置业，但最终荷尔蒙会接管一切。在衰退期间，一些人最初的反映可能是“暂时同居一室”，但与对方父母同居一室很快会失去吸引力。

我们目前每年建造 **60** 万个家庭房屋-远低于新家庭形成的数量-购买和租赁需求正在吸收此前遗留下的过度供给。（这一过程在美国各地已不同速率开展；不同地区的供需情形不同）。然而当这种修复发生时，我们的房地产相关企业却手忙脚乱，他们在 **2006** 年的员工数字为 **58769**，而如今却只有 **43315**。作为经济中至关重要的部门，它不仅包含建筑业，还包含所有对其依赖的行业，房地产业仍然在经历其自身的衰退过程中。我相信这是就业复苏远远落后于我们在经济的绝大部分行业所看到的稳固和显著的复苏的原因。

明智的货币和财政政策在缓和衰退中起到重要作用，但这些政策工具不会创造家庭，也不能消除多余的房屋。幸运的是，人口因素和我们的市场体系将会恢复所需的平衡-很可能在不久之后。当那一天来临的时候，我们的年均住宅建造量将再度达到 **100** 万栋或更多。我相信，一旦这种情形发生后，那些自命权威的人将对失业率的下降程度感到惊讶。他们将再度意识到 **1776** 年以来就一直确认的事实：美国的好日子还在前面。

## 企业内含价值

查理和我使用伯克希尔的每股内含价值的增长率来衡量我们的业绩表现。如果我们的收益长期内超过标普 **500** 的表现，我们就配得上自己的薪水。如果未能超过，那么我们得到的薪水太多了。

我们没有办法准确定位内含价值。尽管其价值被大幅低估，但我们确实有一个有效的代理指标：每股账面价值。这一指标在大部分公司毫无意义。然而在伯克希尔，账面价值大致追随企业价值波动。这是因为伯克希尔的内含价值超过账面价值的幅度不会每年大幅变化，尽管这一差异在大部分年份内都是增加的。长期看，这一差异在绝对值上可能越来越大，但企业价值/账面价值的比例却大致稳定，因为其分子、分母同时变大。

我们此前经常强调我们的账面价值表现在股市糟糕的日子里几乎确定超过标普 **500** 的表现，在股市强劲的时候将会弱于指数表现。真正的考验是我们长期做的如何。去年的年报包含了一张表格列出了自我们在 **1965** 年接手伯克希尔后的 **42** 个 **5** 年期间（例如 **1965-69,1966-70**）的业绩表现。所有的期间都显示我们的账面价值表现击败了标普，我们的记录一直持续到 **2007-11**。

去年我列出了两张表，阐明一些关键数据以帮助你估算我们每股的内在价值。上次那两张表中需要有所更新的是，**2011** 年每股投资增长 **4%** 至 **98366** 美元。我们从商业本身而非保险或投资获得的税前收益增长 **18%** 至每股 **6990** 美元。

我和查理都乐见这两方面的增长，但我们更关注营业收益。我们现在拥有的公司应该增加他们的总收入。同时，我们希望购入一些大型业务，以获得更大的收入增长。我们现在有 **8** 个子公司位列财富 **500** 强，所以还剩 **492** 个选择。我的任务非常明确，而我现在仍在考虑中。

## 股份回购

去年九月，我们宣布，伯克希尔将以最高为股票账面价值的 **110%** 回购股份。

我们入市仅几天，在触及我们所限定的价格之前，回购了价值 **6700** 万美元的股份。

当满足两个条件时，我和查理会选择股份回购：**1**、公司拥有充裕的资金来维持日常运转和所需的现金流；**2**、股票价格远低于保守估计的公司内在价值。

我们曾目睹很多股份回购并非满足上述第二条条件。你要知道，很多 **CEO** 永远认为他们公司的股票太便宜了。但事实上，股份回购并非简单用来抵消股票增发带来的股权稀释，或者仅仅因为公司手握多余的现金。只有当回购价格低于股票内在价值时，继续持有的股东才不会利益受损。考虑是否要收购或者股份回购时的第一准则是，在某一个价格你是明智的，但在另一个价格时你可能就是愚蠢的（**what is smart at one price is dumb at another**）。（摩根大通的 **Jamie Dimon** 就始终重视价格/价值因素在回购决定中的重要性。我建议你们去读读他的年度信。）

当很多人在伯克希尔股票低于内在价值时抛售时，我和查理心情复杂。一方面，我们希望帮助继续持有的股东获得更丰厚的利润，而最好的方法无疑是购入我们自己的股票，因为我们知道现在的股价只是内在价值的九成、八成，甚至更低。（这就像我们一位董事曾经说过的，这在就好比在一个水已流干的桶里，射那些已经停止跳跃的鱼。）另一方面，我们并不希望我们的股东在股票价格还未达到内在价值时就出仓，尽管我们回购股份的价格或许比一些股东预设的出仓价位要高。我们回购时，希望那些退出的股东能充分意识到他们所抛售的资产究竟价值几何。

我们预设回购价格上限为账面价值的 **110%**，回购明显增加了伯克希尔每股的内在价值。而且我们买得越多，买的价格越便宜，继续持有的股东获得的利润将更丰厚。因此，如果有机会，我们希望积极回购股票，甚至在价格上限或略低于价格上限的价位上。但是，你要知道，我们对支持股市并无兴趣。另外，如果我们持有的现金少于 **200** 亿美元，我们也不会进行股票回购操作。在伯克希尔，财务实力毫无疑问比其他所有事情都要重要。

对回购的讨论为我提供了一个阐述众多投资者对股价变化非理性反应的机会。当伯克希尔购买一家正在回购股票的公司时，我希望出现两件事情：首先，

我们通常希望企业盈利在未来一段较长时期将有良好的增长；第二，我们还希望股票在相当长一段时间表现落后于大市。对第二点的一个推论就是：“按照我们的剧本”持有我们拥有的股票——假设这能够有效——事实上将会对伯克希尔有害，而不是评论家惯常认为的有益。

让我们以 **IBM** 为例。正如许多行业观察者所知，其 **CEO** 郭士纳（**Lou Gerstner**）和彭明盛（**Sam Palmisano**）作出了出色的工作，把 **IBM** 从 20 年前濒临破产变成了今天的卓越领先，他们的经营成果是极不平凡。

但是他们的财务管理也同样辉煌，特别是近年来改善了公司的财务灵活性。事实上，我能认为没有其他大公司有更好的财务管理，这一技能实实在在的增进了 **IBM** 股东的获利。该公司明智地使用债务，几乎全部用现金完成增值收购，并积极的回购自己的股票。

今天 **IBM** 有 11.6 亿股流通股，我们拥有约 6390 万股占到 5.5%。当然公司未来五年的盈利对我们而言尤其重要。除此之外该公司还可能会花 500 亿美元左右在未来几年回购股份。我们今天的测验就是：一个长期投资者，比如伯克希尔，应该在这段时间内期待什么呢？

我们不会让你保留悬念。我们应该期待 **IBM** 股价在未来五年内下跌。

让我们做数学题。如果 **IBM** 股价在这一时间段的平均价格为 200 美元，公司将用 500 亿美元收购 2.5 亿股股票。这将导致流通股数量为 9.1 亿股，我们将拥有 7% 的公司股份。反之如果股价未来五年以平均 300 美元的价格出售，**IBM** 将仅仅能购买 1.67 亿股。这将导致在五年后有约 9.9 亿股流通股，而我们将拥有其中的 6.5%。

如果 **IBM** 将盈利，比如第五年有 200 亿美元，我们享受的份额将是一个完整的 1 亿美元，而在“令人失望”较低股价下享受的收益大于高股价的情况。

逻辑很简单：如果你将要在未来成为某只股票的净买方，要么直接用自己的钱购买或者间接（通过持有一家正在回购股票的公司），当股价上升时你就受害，当股价不振时你获益。不过，情感因素通常会令事情变得复杂：大多数人，包括将在未来成为净买入者那些人，看到股价上升会觉得舒服。这些股东就像



是看到汽油价格上涨感到高兴的通勤者，仅仅因为他们的油箱里已经装满了一天汽油。

查理和我并不指望能赢得你们中的很多人用与我们相同的思维思考，我们已经观察到了足够多人的行为，知道这是徒劳的。但是我确实想要你了我们的个人算法。并且在这里陈述是为了：在我早期的日子里，我也乐于看到市场上涨。然后我读到格雷厄姆的“聪明的投资者”第八章，这章说明了投资者如何对待股价的波动。立刻一切在我眼前发生了变化，低价成为了我的朋友。拿起那本书是我一生中最幸运的时刻之一。

最后，**IBM** 的带给我的投资成本主要取决于它未来的盈利。但是一个重要的辅助因素是，公司愿意拿出多少可观的资金来购买自己的股票。如果回购一旦令 **IBM** 的流通股跌到了 **6390** 万股，那么我将放弃我们著名的节俭，给伯克希尔公司所有员工有薪假期。

## 保险

首先看保险，伯克希尔的核心业务，这个在过去几年推动我们发展的引擎。

财产险保险公司在前期收保费和以后支付索赔，极端的例子下，比如那些工人事故赔偿，可能要几十年才会产生支付。这个现在收钱，以后付款的模式让我们持有大量现金，我们称这位”浮动”的钱，并最终向流到别人的地方。与此同时，我们将投资这些浮存金令伯克希尔收益。虽然个人保单来来往往，但是我们持有的浮存金相对于保费量仍然保持稳定。因此随着我们业务的增长，浮动金也在增长。下表反应了我们的增长情况：

| <u>Year</u> | <u>Float (in \$ millions)</u> |
|-------------|-------------------------------|
| 1970        | \$ 39                         |
| 1980        | 237                           |
| 1990        | 1,632                         |
| 2000        | 27,871                        |
| 2010        | 65,832                        |
| 2011        | 70,571                        |

我们的浮存金从目前的水平上可能不会再增长多少，如果还有的话。这主

要是因为相对于我们的保费收入，已经有一个超大型的浮存金规模。浮存金是否会出现一个下降，我将会补充，它将几乎肯定以一个缓慢的形式出现，因此不会令我们付出大量资金。

如果我们的保费收入超过我们的开支和最终损失的总额，我们把浮存金产生的获利加入到投资收入中。当这样的一个利润发生时，我们享受自由使用资金——并且更好的是，持有资金还能获利。不幸的是，所有保险人希望发生的情况导致了激烈竞争，如此激烈导致大量年份中财产保险业整体出现亏损。比如 **State Farm**，这个迄今为止美国最大的保险公司，并且作为一个良好管理的公司，在过去 11 年中的 8 年产生承保亏损。保险业出现亏损的方式有很多，这个行业有办法创造新的亏损。

正如本报告第一部分所指出的，我们经营的业务连续九年有承保利润，我们在这阶段的收益总计达到 170 亿美元。我们相信我们将在大多数年份继续承保利润，但肯定不是全部年份。如果我们果我们实现这个目标，我们的浮存金将好过免费午餐。我们的获利就像是如果某些团体在我们这里存了 706 亿美元，向我们支付一笔费用持有这些钱，并允许我们用这笔钱为自己获利投资。

那么这些浮存金是如何影响内在价值的估算呢？我们的浮存金作为一笔负债从伯克希尔的账簿中减去，如同我们要在明天付掉，并且无法补充它。但这是一种对浮存金不正确的看法，而正确的看法应该是作为周转基金来看。如果浮存金既是无成本的，又是长期持久的，这个负债的真正价值远低于会计定义上的负债。

部分抵消这种夸大的负债是对我们保险公司的 155 亿美元“商誉”作为资产纳入账簿，事实上，商誉代表了我们为浮存金支付的价格。然而商誉的成本没有体现真正的价值。如果如果保险业产生巨大和持续的承保损失，任何任何商誉的资产都应该被视为毫无价值，不论其原始成本多少。

幸运的是，在伯克希尔情况并非如此。查理和我认为我们保险业务的商誉的真正经济价值——我们将以此作为支付购买浮存金——要远远超过其历史账面价值。我们的浮存金价值是其中的一个原因——一个很大的原因——这就是我们为什么相信伯克希尔的内在商业价值大大超过帐面价值。

让我再次强调一点，无成本的浮存金不是整体财产保险业预期都能产生的结果：我不认为有很多“伯克希尔”式的浮存金在保险业界中存在。在大多数年份里，包括 **2011** 年，该行业的保费收入已不足以支付索赔和费用。因此，该行业几十年来的有形资产整体回报为，远远短低于美国工业企业的平均回报。这一遗憾的表现几乎可以肯定将继续。伯克希尔优秀经济性只是因为我们有某些了不起的经理人在运营某些非凡的保险业务。让我告诉你们一些主要的部门。

以浮存金规模计，排名第一的是 **Ajit Jain** 管理的伯克希尔-哈萨维再保险集团。**Ajit** 担保的风险没有别的人愿意或者有资本能接纳得了。他的运作结合了容量、速度、果断。最重要的是，他的思维方式在保险业中独一无二。然而他从来没有把伯克希尔暴露到与我们的资源不适当的风险中。事实上事实上，我们在这方面比大多数大型保险公司更为保守。举例来说，如果保险业应该经历一个从一些亏损 **2500** 亿美元特大灾难——损失相当于任何时候曾经历的三倍——作为一个整体伯克希尔可能会录得适度利润的一年，因为它有许多盈利流。目前所有其他主要保险公司和再保险公司都离上涨的红色很远，有些人还将面临破产。

从 **1985** 年开始，**Ajit** 已创造了有 **340** 亿美元浮存金的保险业务和巨大的承保利润，一个没有任何其他保险公司的首席执行官能够接近的壮举。这些成就使他为伯克希尔价增加了数十亿美元的价值。查理很乐意拿我换第二个 **Ajit**，但是第二个不存在。

××××××××××××××××××××××××

我们另一个强力保险部门是由 **Tad Montross** 管理的 **General Re**。

作为一个优秀保险人他的经营要坚持四条准则，他必须（**1**）了解所有敞口可能会导致的保单损失；（**2**）保守评估任何敞口可能导致的真实损失以及可能造成的成本（**3**）设置能提供利润的一保费，能平均的把两个潜在损失成本和运营费用都覆盖在内（**4**）如果不能得到适当的保费溢价。愿意离场。

许多保险公司通过前三个测试但第四个不及格。他们就是无法转身离开其竞争对手都热切进入的业务。老话：“其他人正在这么干所以我们必须也干”，

在任何行业都会出问题。但是没有其他行业的情况会比保险业更坏。事实上，一个好的有独立思维的承保人，必须像在开车回家途中接到妻子电话的那个人一样聪明。“**Albert**,当心”，她妻子警告：“我刚刚听到广播说有一辆成出问题卡在了州际公路上。” “**Mabel**，他们根本什么都不懂，” **Albert** 回答说，“不只是一辆车，而是有上百辆”。

**Tad** 明白保险业四条军规，而这也反映到他的成绩单上。**General Re** 在他的领导下创造了巨大的浮存金，我们希望，从平均的角度而言他能继续。在我们收购 **General Re** 的最初几年，它是一个麻烦，现在它是一笔财富。

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

最后还有 **GEICO**，这个保险人让我在 **61** 年前获得了经验。**GEICO** 由 **Tony Nicely** 运营，他 **18** 岁加入公司，**2011** 年已经供职了 **50** 年。**GEICO** 令人羡慕的业绩，来自 **Tony** 完美的执行一个几乎无法被复制的运营模式。在他担任 **CEO** 的 **18** 年中，我们的市场份额从 **2.0%** 增长到 **9.3%**。如果公司的仍然维持静止的份额——如同他担任 **CEO** 以前的情况——那么现在我们的保费将是 **33** 亿美元而不是实际在 **2011** 年获得的 **154** 亿美元。**Tony** 和他的同事创造的额外价值，是伯克希尔的内在价值超过账面价值的主要元素。

汽车保险市场仍然有超过 **90%** 的市场在等待 **GEICO**。不要对赌 **Tony** 会在未来一年年的收购。我们的低成本允许了低价格。

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

除了我们拥有的三大主要保险业务，我们还有一群较小的公司，他们中大多数在做保险业务中最奇怪的业务。总体而言，他们的一贯有盈利，并且向我们提供了巨大的浮动。查理和我把这些公司和经理们当作珍宝。

年末我们收购了 **Princeton Insurance**，一家承保医疗事故的保险人。这一闪电交易使得我们的明星 **Medical Protective** 的明星 **CEO** 有更大的管理空间。**Princeton** 能带来 **6** 亿美元的浮存金，数字包括在下表。

以下是我们财产和人寿保险业务下属四个部分的业绩：

| <i>Insurance Operations</i> | <i>Underwriting Profit</i> |                | <i>Yearend Float</i> |                 |
|-----------------------------|----------------------------|----------------|----------------------|-----------------|
|                             | <i>(in millions)</i>       |                |                      |                 |
|                             | <i>2011</i>                | <i>2010</i>    | <i>2011</i>          | <i>2010</i>     |
| BH Reinsurance .....        | \$(714)                    | \$ 176         | \$33,728             | \$30,370        |
| General Re .....            | 144                        | 452            | 19,714               | 20,049          |
| GEICO .....                 | 576                        | 1,117          | 11,169               | 10,272          |
| Other Primary .....         | 242                        | 268            | 5,960                | 5,141           |
|                             | <u>\$ 248</u>              | <u>\$2,013</u> | <u>\$70,571</u>      | <u>\$65,832</u> |

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

## 受监管，重资本行业

我们拥有两家非常大的企业，**BNSF** 和中美能源（**MidAmerican Energy**），他们重要的共同特点使其与许多我们的其他企业截然不同。因此，我们在这封信里将他们单列一个版块，在我们 **GAAP** 财务报表中也将其单独列报。

这两家公司的关键特点是他们对长期，受监管资产的巨额投资，这些投资部分由非伯克希尔担保的大额长期债务融资。不需要我们的信用：两家公司在糟糕商业环境下的盈利能力足以覆盖其利息要求。在 **2011** 年的疲软经济下，**BNSF** 的利息覆盖率为 **9.5** 倍。同时，对于中美能源，两项关键指标确保了其在所有环境下偿付债务的能力：其收益能力来自于独家提供必需的服务和多元化的收入来源，使其免受任何单一监管机构行动的影响。

以吨-公里计，铁路承担了美国城市间货运量的 **42%**，而 **BNSF** 运输量要多于其他铁路，占到行业总量的 **37%**。简单的算术就能告诉你，美国城市间运输量的 **15%** 是由 **BNSF** 运输的。毫不夸张的说，铁路是我们经济的循环系统。而你们的铁路是主干线。

所有这一切使我们肩负重任。我们必须维护好和提升我们 **23000** 公里长的铁路以及 **1.3** 万座桥，**80** 座隧道，**6900** 台机车以及 **78600** 台运输车辆。这一工作要求我们在所有经济情形下都有足够的财务资源以及能够迅速而有效的处理千变万化的行业特征的人才。

为了能完成社会义务，**BNSF** 定期投资额远大于其折旧支出，**2011** 年这一差额达到 **18** 亿美元。美国的三大主要铁路都做了类似投入。尽管许多人指责我

们国家的基础设施支出不足，但这一批评对铁路行业并不合适。这一行业正将私人部门的资金滚滚投入各种投资项目，这些项目将在未来提供更好和更多的服务。如果铁路没有做出这样庞大的支出，我们国家公共部门融资的高速公路系统将面临更大的拥堵和维护问题。

类似 **BNSF** 这种的大额投资如果不能获得合适收益将会非常愚蠢。但我非常有信心，由于其所提供的价值，**BNSF** 会盈利。正如多年前 **Ben Franklin** 所说的话，对应到我们的受监管业务，他会说：“照顾好你的客户，那么监管者-代表着你的客户也会照顾你。” 做好事有好报。

在中美能源，我们参与了类似的“社会契约”。我们预期将拨出越来越多的金额来满足我们客户未来的需求。如果我们同时能够可靠而有效的运营，我们直到我们将能在这些投资上获得公平的收益。

伯克希尔持有中美能源 **89.8%** 的股份，后者向美国国内的 **250** 万客户提供电力服务，是爱荷华，犹他和怀俄明州的最大供应商，并且是其他 **6** 个州的重要供应商。我们的输气管运输着这个国家 **8%** 的天然气。很明显，数百万的美国人每天要依赖我们。他们从未失望。

当中美能源在 **2002** 年收购 **Northern Natural** 的输气管时，这家公司的有危机被行业的领先机构评为行业 **43** 家公司中的最后一位。在最近的报告中，**Northern Natural** 已经列到第二位。第一位则是我们的另一家输气公司，**Kern River**。

在电气行业中，中美能源有着无可比拟的记录。在最近的客户满意度调查中，中美能源美国公用事业部分位列受调查的 **60** 家公用事业机构中位列第 **2**。而这一切与多年前中美能源收购这些资产时大相径庭。

到 **2012** 年底，中美能源将拥有 **3316** 兆瓦风电运营，远超美国其他电力公用事业机构。我们已经投资以及承诺的风能领域的投资达到惊人的 **60** 亿美元。我们能够做出如此投资是因为中美能源保留了所有的收益，不像其他公用事业企业几乎将其收益全部支付给股东。此外，去年底我们上马了 **2** 个太阳能项目，一个是 **100%** 独资的加州项目，另一个亚利桑那州的项目占股 **49%**，这些项目

将需要 **30** 亿美元建设。后续还有更多风能和太阳能项目。

正如你现在可以看出来的，我对 **BNSF** 的 **Matt Rose** 和中美能源的 **Greg Abel** 为社会做出的贡献感到骄傲。我对他们为伯克希尔的股东做出的贡献同样骄傲和感谢。

以下是相关业绩。

在我们的资产负债表的账面价值中，**BNSF** 和中美能源商誉的账面价值总计 **200** 亿美元。对每一例，我和查理都相信目前的内含价值远高于账面价值。

| <u>MidAmerican</u>   | <u>Earnings (in millions)</u> |                |
|--|-------------------------------|----------------|
|  | <u>2011</u>                   | <u>2010</u>    |
| U.K. utilities .....   | \$ 469                        | \$ 333         |
| Iowa utility .....   | 279                           | 279            |
| Western utilities .....                                      | 771                           | 783            |
| Pipelines .....  | 388                           | 378            |
| HomeServices .....   | 39                            | 42             |
| Other (net) .....  | 36                            | 47             |
| Operating earnings before corporate interest and taxes ..... | 1,982                         | 1,862          |
| Interest, other than to Berkshire .....                      | (323)                         | (323)          |
| Interest on Berkshire junior debt .....                      | (13)                          | (30)           |
| Income tax .....   | (315)                         | (271)          |
| Net earnings .....   | <u>\$1,331</u>                | <u>\$1,238</u> |
| Earnings applicable to Berkshire* .....                      | \$1,204                       | \$1,131        |

\*Includes interest earned by Berkshire (net of related income taxes) of \$8 in 2011 and \$19 in 2010.

| <u>BNSF</u><br><u>(Historical accounting through 2/12/10; purchase accounting subsequently)</u> | <u>(in millions)</u> |             |
|---|----------------------|-------------|
|   | <u>2011</u>          | <u>2010</u> |
| Revenues .....  | \$19,548             | \$16,850    |
| Operating earnings .....  | 5,310                | 4,495       |
| Interest (Net) .....  | 560                  | 507         |
| Pre-Tax earnings .....  | 4,741                | 3,988       |
| Net earnings .....  | 2,972                | 2,459       |

## 制造业、服务业、零售业运营

伯克希尔这一部分的业务面面俱到。让我们来看一下资产负债表和整个集团的盈利报告：

这个集团的公司出售从棒棒糖到飞机等产品。有一些业务极佳，没有杠杆的净有形资产税后盈利可达 **25%** 至 **100%** 以上。其他一些产品回报则在 **12%-20%**。但也有一些回报很糟糕，这是因为我在分配资本时犯了一些严重的



错误。之所以犯错，是因我错误地判断了这些公司的竞争力活该行业未来运营的经济状况。我尝试在做并购时要看 **10 年** 或 **20 年**，但有时我的视力并不好。查理比我的要好；他在我错误收购的一些案例中投了反对票。

伯克希尔比较新的股东可能会对我继续自己错误的决定感到迷惑。不管怎样，他们的盈利对伯克希尔来说并不重要，而有问题的公司比优秀的公司需要更多管理时间。管理咨询或或华尔街顾问都会看着我们这些落后的公司，然后说“扔掉他们”。

这种情况并不会发生。过去 **29** 年来，我们经常会罗列伯克希尔的经济准则，其中第 **11** 条讲的是我们总体上会抵制出售表现糟糕的公司（很多情况落后都是因为行业原因，而不是管理的缺陷）。我们的与达尔文主义者相差很远，你们很多人可能会不同意。我可以理解你们的立场。但我们曾经对卖家承诺过，并将继续承诺，不管是顺境还是逆境，我们都会保留这些公司。到目前为止，这些承诺的美元成本并不高，他们在潜在买家中建立的商誉可能已经抵消了这些成本。这些买家在为他们宝贵的业务和忠实的伙伴寻找一个合适且永久的家。这些买家知道他们无法从其他地方得到从我们身上得到的，我们对他们的承诺未来数十年对他们会有益。

*Balance Sheet 12/31/11 (in millions)*

| <i>Assets</i>                        |                 | <i>Liabilities and Equity</i>         |                 |
|--------------------------------------|-----------------|---------------------------------------|-----------------|
| Cash and equivalents .....           | \$ 4,241        | Notes payable .....                   | \$ 1,611        |
| Accounts and notes receivable .....  | 6,584           | Other current liabilities .....       | 15,124          |
| Inventory .....                      | 8,975           | Total current liabilities .....       | 16,735          |
| Other current assets .....           | 631             |                                       |                 |
| Total current assets .....           | 20,431          |                                       |                 |
| Goodwill and other intangibles ..... | 24,755          | Deferred taxes .....                  | 4,661           |
| Fixed assets .....                   | 17,866          | Term debt and other liabilities ..... | 6,214           |
| Other assets .....                   | 3,661           | Non-controlling interests .....       | 2,410           |
|                                      | <u>\$66,713</u> | Berkshire equity .....                | 36,693          |
|                                      |                 |                                       | <u>\$66,713</u> |

*Earnings Statement (in millions)*

|  | <i>2011**</i>   | <i>2010</i>     | <i>2009</i>     |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|
| Revenues .....   | \$72,406        | \$66,610        | \$61,665        |
| Operating expenses (including depreciation of \$1,431 in 2011,<br>\$1,362 in 2010 and \$1,422 in 2009) ..... | 67,239          | 62,225          | 59,509          |
| Interest expense .....   | 130             | 111             | 98              |
| Pre-tax earnings .....   | 5,037*          | 4,274*          | 2,058*          |
| Income taxes and non-controlling interests .....   | 1,998           | 1,812           | 945             |
| Net earnings .....   | <u>\$ 3,039</u> | <u>\$ 2,462</u> | <u>\$ 1,113</u> |

\*Does not include purchase-accounting adjustments.

\*\*Includes earnings of Lubrizol from September 16.



但是请你们理解，查理和我既不是受虐狂，也不是盲目乐观。如果在第 11 条规则中的任何一个缺点出现，如果这些业务长期很可能会现金枯竭，如果劳工冲突很流行，我们将采取快速果断的决定。在我们 47 年历史中，这种情况只发生过几次，我们现在拥有的业务没有一个因陷入困境而要求我们考虑放弃。

这一部分前面的盈利表格可以看出，美国经济自 2009 年中以来稳步持续复苏。这一部分共包括 54 家公司。但其中一个公司 **Marmon** 在 11 个地区业务部门拥有 140 家企业。简而言之，当你看伯克希尔的时候，你就是在整个美国经济。所以让我们进一步挖掘，看看过去几年发生了什么。

这一部分中四个与房地产有关的公司（这一部分将除去 **Clayton**，它被归入金融和金融产品中），他们总税前盈利 2009 年为 2.27 亿美元，2010 年 3.62 亿美元，2011 年 3.59 亿美元。如果把房地产公司从联合报告中去除，你会发现我们多元化的非房地产业务 2009 年盈利 18.31 亿美元，2010 年盈利 39.12 亿美元，2011 年盈利 46.78 亿美元。2011 年大约有 2.91 亿美元盈利来自于路博润并购。剩余的 43.87 亿美元盈利则说明美国已经从 2008 年金融恐慌的破坏中恢复过来。虽然房市相关业务还留在急诊室，但其他大多数业务都已经离开医院，完全康复。

几乎我们所有的经理去年都有优秀的业绩，其中一些房市相关的经历正在对抗飓风般的经济逆境。几个案例：

**Vic Mancinelli** 在 **CTB** 再创新纪录。**CTB** 是我们的农业设备业务。我们在 2002 年以 1.39 亿美元收购了 **CTB**。他在随后为伯克希尔贡献了 1.8 亿美元。**CTB** 去年税前盈利 1.24 亿美元，并拥有 1.09 亿美元现金。**Vic** 在过去一些年又做了大量附带的并购，包括今年年底后的一项并购。

**TTI** 是我们的电子组件经销商，其销售收入增加至 21 亿美元，比 2010 年高 12.4%。盈利也创下纪录，自 2007 年以来增长了 127%。我们就是在 2007 年收购 **TTI** 的。在 2011 年，**TTI** 的表现比这个领域其他大型公共交易公司的表现要好得多。这丝毫不出意外：**Paul Andrews** 和他的伙伴们已经有很多年都打败了他们。查理和我很高兴 **Paul** 在 2012 年初在讨论一项大型的附带并购。我们期待更多进展。

**Iscar** 是一家割削工具公司，我们拥有 **80%** 股份，它继续给我们带来惊奇。他的销售增长和整体业绩在其行业中是独一无二的。**Iscar** 的经理 **Eitan Wertheimer, Jacob Harpaz** 和 **Danny Goldman** 是聪明的战略家和运营者。在全世界经济在 **2008** 年 **11** 月崩溃时，他们出售收购了 **Tungaloy**，一家领先的日本割削公司制造商。去年春天东京遭到海啸冲击时，**Tungaloy** 遭受了严重打打击。但你不会想到现在怎么样：**Tungaloy** 销售在 **2011** 年创下纪录。我在 **11** 月参观了他们在 **Iwaki** 的工厂，对 **Tungaloy** 管理层及员工的热情和贡献印象深刻。他们是一个了不起的团体，值得我们尊敬和感谢。

我们的大型经销商 **McLance** 由 **Grady Rosier** 公司运营，在 **2011** 年新增了重要的新客户，并创下 **3.7** 亿美元的税前盈利纪录。我们在 **2003** 年以 **15** 亿美元收购了该公司，从那时到现在，他们带来了 **24** 亿美元的税前盈利，并增加了 **2.3** 亿美元 **LIFO** 储备，因为其经销的产品（糖果、口香糖、香烟）价格增长了。在运营这台物流机器方面，没有人比得上 **Grady**。**McLance** 接下来可能还会有一些附加并购，特别是在我们新的葡萄酒和烈酒分销生意上。

**Jordan Hansell** 在 **4** 月份接管 **Netjets**，**2011** 年的税前盈利为 **2.27** 亿美元。这是非常了不起的业绩，因为新飞机销售在过去一年大多数时候都很缓慢。**12** 月出现了上涨趋势，且比季节性正常情况要多。但这种情况能持续多久还不确定。

几年之前 **NetJest** 是我最大的担忧：它的成本远超收入，且现金一直在流血。没有伯克希尔的支持，**NetJests** 将走向破产。我们已经将这些问题留在了后面，**Jordan** 现在正从管理良好运营顺畅的业务中带来稳定的利润。**NetJests** 正计划与一些头等舱合伙人推进一项进入中国的方案。这一动作将进一步拓宽我们的商业“护城河”。其他的少数股权公司在规模和范围上都与 **NetJests** 相差甚远，未来也没有人可以赶上它。**NetJests** 坚持不懈专注于安全和服务已经在市场上带来了回报。

我们很高兴看到 **Marmon** 在 **Frank Ptak** 的领导下取得进步。除了取得内部增长外，**Frank** 不断做附加并购，这些并购加起来将大幅增加 **Marmon** 的盈利能力。（在过去几个月里他花费 **2.7** 亿美元收购了三家公司。）全球范围内的合资

企业对 **Marmon** 来说也是一个机会。去年年中 **Marmon** 与一顿的起重机公司 **Kundalia** 家族合作，目前已经产生了大量利润。这是 **Marmon** 与该家族合作的第二个企业，之前他们合资的电线电缆公司也很成功。在 **Marmon** 运营的 11 个主要行业中，有 10 个行业在过去一年贡献了盈利。你应该有信心未来数年 **Marmon** 会有更高的盈利。

“买商品，卖品牌”多年来一直是企业成功的一个方程式。这一方程式让可口可乐自 1886 年以来，箭牌自 1891 年以来都产生了巨大且可持续的利润。而在较小的公司方面，40 年前我们收购喜诗糖果，用这一方法也带来了大量财富。去年喜诗税前盈利 8300 万美元创新纪录，我们收购喜诗以来总盈利达到了 16.5 亿美元。可以比较一下，我们在收购喜诗的时候只花了 2500 万美元。这一切都归功于 **Brad Kinstler**，他在 2006 年就任 CEO 后将公司带到了新的高度。

内布拉斯加家具市场（简称 **NFM**，我们持有 80%）盈利在 2011 年创新纪录，比 1983 年我们收购它的时候高出十倍多。

但这还不是大新闻。更重要的新闻是，**NFM** 收购了达拉斯以北 433 英亩的土地，我们将在此建造全美最大的家具商店。目前全美最大的家具商店是我们在奥马哈和堪萨斯的商店，每一个在 2011 年都创下历史小时纪录，均超过 4 亿美元。德州那个商店还需数年才可以完成，我希望在开业时剪彩。

我们的新商店将提供各种无与伦比的商品，价格也是其他人无法比较的，它将吸引远近的客户前来。

我们在 **NFM** 上的经验，以及 **Blumkin** 家族的管理都是愉快的经历。1937 年，**Rose Blumkin**（我们所有人都称为 **B** 女士）为了一个梦想，用 500 美元创建了这家公司。当她 89 岁的时候把公司的股份卖给我们，并一直工作到 103 岁。（她退休后一年就去世了。我把这个结果告诉过所有想过退休的伯克希尔经理。）**B** 女士的儿子 **Louie** 现在 92 岁，他从二战归来后就一直帮他的母亲打造这份生意，他的妻子 **Fran** 过去 55 年都是我的朋友。**Louie** 的儿子 **Ron** 和 **Irv** 将公司带到了新的高度，他们先是开了堪萨斯商店，现在又在着手准备德州的。

两个“男孩”和我一起度过了许多美好时光，我将他们做为我最好的朋友。

**Blumkins** 是了不起的家族。他们从未让优秀的基因库浪费，最近 **Blumkin** 第四代家族的几位成员加入 **NFM** 让我感到高兴。

总体来说，伯克希尔这一部分的内在价值大大超过他们的账面价值。但对很多更小的公司，情况不是这样的。我在购买小公司方面犯错更多。查理很早之前就告诉过我，“如果有些事根本就不值得做，也不值得把它做好，”我本应听他的话。总体来说，我们的大型收购都表现不错，有一些非常优秀。总体来说我们在这个领域是赢家。

有一些股东告诉我们，他们渴望了解更多对会计奥秘的讨论。那我就谈一点对 **GAAP** 的胡说八道。

常识告诉你，我们的各个附属公司表现在我们的账本上时，都是用从我们购买他们时的成本加上留存盈利（除非他们的经济价值大幅下降，必须减记）。伯克希尔的现实基本就是这样的，出来 **Marmon** 的情况比较糟糕。

我们在 **2008** 年收购了该公司 **64%** 的股份，在我们账面上记下了 **48** 亿美元成本。到目前为止一切顺利。在 **2011** 年初，我们按照与 **Pritzker** 家族的最初合同，有支付了 **15** 亿美元购买了 **16%** 股份（当时 **Marmon** 的价值已经上升）。于是我们被要求马上对 **2010** 年底的购买价格减记 **6.14** 亿美元。很明显，这个减记与经济活动没有关系。在这个没有意义的减记中，实际上 **Marmon** 的内在价值上升了。

## 金融与金融产品

这个部门是我们企业中最小的部门，包括两家租赁公司，**XTRA**（拖车）和 **CORT**（家具），以及美国领先的活动房屋制造商和融资提供方 **Clayton Homes**。除了这些 **100%** 控股的子公司，我们在这一类业务中还包括一系列金融资产以及 **Berkadia Commercial Mortgage** **50%** 的权益。

在 **2008** 年末经济跌落悬崖后，观察我们的三家公司业务运营所体现的情况是很有帮助的，因为他们的经历显示出随后到来的经济的部分复苏。

我们两家租赁公司的业绩表现是“除房地产外”经济的体现。他们的税前收益合计在 **2009** 年为 **1300** 万美元，**2010** 年为 **5300** 万美元，而 **2011** 年为 **1.55** 亿美元，这一提升反映了我们在绝大部分非房地产业务中所看到的稳步复苏势头。相比之下，**Clayton** 的活动房屋业务经历了名副其实的萧条，至今未曾恢复。美国的活动房屋销售量在 **2009** 年为 **49789** 户，**2010** 年为 **50046** 户，**2011** 年为 **51606** 户（而在 **2005** 年房地产繁荣时，这一数字为 **146744** 户）。

尽管时局艰辛，但 **Clayton** 还是继续盈利，大部分是因为其抵押贷款组合在令人头痛的条件下表现良好。因为我们是移动房屋业最大的借贷者且通常贷款给中低收入家庭，你可能预期我们将在房地产崩溃中承受沉重的损失。但通过对传统贷款政策的坚守，即有意义的，与固定收入相适应的首付和月供，**Clayton** 已经将损失维持在可以接受的水平。甚至在我们的许多借款人在部分房屋上拥有负权益时也做到了这点。

众所周知，美国在其房屋所有权和抵押贷款政策上出了问题，而我们的经济如今正在为这些错误付出巨大的代价。我们所有人都参与了这一毁灭性的行为-包括政府、贷款人、借款人、媒体以及评级机构等。这些愚蠢行为的核心是几乎所有人都相信房屋的价格必定会一直上涨，任何下跌都是不合理的。真是对这一前提的接受使得房地产交易中任何价格和行为都是合理的。各地的房屋拥有者们感到自己变得富裕，争相通过再融资将其房屋增值部分“货币化”。这类大规模资金注入推动了全国各地的消费狂潮。当这股潮流持续的时候看起来一切都很好。（一个几乎不被注意的事实是”许多在止损中“失去”房屋的人事实上已经获得了收益，因为他们在此前通过再融资获得的资金超过其成本。这这类情况下，遭驱逐的房主是获胜的一方，而贷款人才是受害者）。

**2007** 年，泡沫破裂，正如所有泡沫必定会经历的那样。我们如今已是在泡沫破裂后逐渐恢复的第 **4** 个年头，尽管这一恢复过程漫长而痛苦，但终将成功。今天，新家庭形成数量持续高于房屋开工数量。

当全国的超额房屋存货被消耗完后，**Clayton** 的收益应该会大幅提高。然而，正如我所理解的，我相信这三家企业的内含价值与其账面价值没有显著差异。

## 投资

以下显示我们的普通股投资年底市值逾 **10 亿美元**。

**2011 年**，我们的投资持股很少变动。但重要的变动有 **3 次**：我们购买了 **IBM** 和美国银行的股份，还增持了 **10 亿美元**的富国银行股份。

银行业东山再起，富国银行正走向繁荣，其收益表现强劲，其资产稳固可靠，其资本处于创纪录高位。美国银行此前的管理层犯下了一些大错误。该行首席执行官 **Brian Moynihan** 在清理失误方面取得出色的进展，不过完成这一过程需要多年时间。目前，他在培养一家具有吸引力和潜力的大企业。这家企业会在今天的问题被人们遗忘很久之后还屹立不倒。我们购买 **7 亿**美国银行股份的那些认购权证将可能在它们到期以前拥有巨大的价值。

|               |  | 12/31/11                                   |              |               |
|---------------|--|--|--------------|---------------|
| <u>Shares</u> | <u>Company</u>                             | <u>Percentage of<br/>Company<br/>Owned</u> | <u>Cost*</u> | <u>Market</u> |
| (in millions) |  |  |              |               |
| 151,610,700   | American Express Company .....             | 13.0                                       | \$ 1,287     | \$ 7,151      |
| 200,000,000   | The Coca-Cola Company .....                | 8.8  | 1,299        | 13,994        |
| 29,100,937    | ConocoPhillips .....                       | 2.3  | 2,027        | 2,121         |
| 63,905,931    | International Business Machines Corp. .... | 5.5  | 10,856       | 11,751        |
| 31,416,127    | Johnson & Johnson .....                    | 1.2  | 1,880        | 2,060         |
| 79,034,713    | Kraft Foods Inc. ....                      | 4.5  | 2,589        | 2,953         |
| 20,060,390    | Munich Re .....                            | 11.3                                       | 2,990        | 2,464         |
| 3,947,555     | POSCO .....                                | 5.1  | 768          | 1,301         |
| 72,391,036    | The Procter & Gamble Company .....         | 2.6  | 464          | 4,829         |
| 25,848,838    | Sanofi .....                               | 1.9  | 2,055        | 1,900         |
| 291,577,428   | Tesco plc .....                            | 3.6  | 1,719        | 1,827         |
| 78,060,769    | U.S. Bancorp .....                         | 4.1  | 2,401        | 2,112         |
| 39,037,142    | Wal-Mart Stores, Inc. ....                 | 1.1  | 1,893        | 2,333         |
| 400,015,828   | Wells Fargo & Company .....                | 7.6  | 9,086        | 11,024        |
|               | Others .....                               |  | 6,895        | 9,171         |
|               | Total Common Stocks Carried at Market .... |  | \$48,209     | \$76,991      |

\*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.

与 **1988 年**和 **2006 年**分别投资可口可乐和铁路一样，我也没有赶早买入 **IBM**。这家公司的年报我已经读了 **50 多年**，可直到去年 **3 月**的一个星期六，我才感到柳暗花明。正如梭罗所说：“要紧的不是你看到的，而是你看到了什么。”

**Todd Combs** 去年构建了 **17.5 亿美元**的投资组合，**Ted Weschler** 将很快打造一个同样规模的投资组合。他们每个人都会凭借个人成绩得到 **80%**的绩效奖

金和 **20%** 的合伙人奖励。我们的季度报告分别汇报了小额持仓，这些不可能不是我买入的股份（但媒体通常夸大了这点），而是 **Todd** 或者 **Ted** 名下购买的股份。

对这两位新人有一点要补充。**Ted** 和 **Todd** 都会帮助下任伯克希尔的首席执行官进行收购。他们拥有优秀的“商业头脑”，能捕捉到可能决定多种类别企业未来的经济动力。他们了解什么是可以预计到的，什么是不可知的，这有助于他们思考判断。

## 关于衍生品等

关于我们的衍生品仓位，没有什么新东西可报告的，过去的报告中已经详细解说。（**1977** 年以来的年报可以登录 [www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com) 查阅）然而，必须指出一个重要的行业变动：虽然我们现有合约要求的抵押非常少，但新仓位的情况有所不同。因此，我们不会建立任何大规模的衍生品仓位。我们杜绝各类可能要求立即提供抵押的合约。可能有些提供极大抵押的突然要求——来自世界范围内金融恐慌或者大批恐怖分子袭击这样的意外事件——与我们过多流动性的组要目标和毋庸置疑的财力不符。

我们类似保险的衍生品合约就要到期。如果包括高收益率债券指数违约在内的各种问题出现就会赔付。我们亏损风险最大的那些合约已经过期，剩下的会很快到期。**2011** 年，我们为两笔亏损赔付 **8600** 万美元，这让我们的总付款额达到了 **26** 亿美元。我们几乎确定认识到了这一投资组合最终的“减记利润”，因为我们收到的溢价是 **34** 亿美元，今后的亏损会低于这一金额。此外，我们的这类合约 **5** 年内平均浮动抵押为 **20** 亿美元。在面临巨大信贷压力的时期取得了这样的成功表现，这突出表明，获得一个与风险相匹配的险的溢价有多重要。

考虑到我们会在 **15** 年左右持有 **42** 亿美元的浮动抵押，而且我们已经发现我们回购的合约盈利 **2.22** 亿美元，查理和我仍然认为，我们的卖权仓位将产生可观的利润。**2011** 年年底，伯克希尔的面值反映出，现存合约负债 **85** 亿美元。如果这些合约全部在我们支付之时到期，实际金额就是 **62** 亿美元。

## 投资者的基本选择与我们的强烈偏好

投资行为被形容这样一个过程：在今天投出资金，预期未来能收回更多的钱。在伯克希尔，我们对此要求更高，我们将投资定义为将今天的购买力转移给他人而预期在未来收到合理的购买力（扣除对名义收益的税收）。更简洁的说法是，投资是放弃今天的消费，为了在以后的日子里能够有能力更多的消费。

从我们的定义中可以得出一个重要的推论：投资的风险并非被 **beta** 衡量（华尔街以此衡量波动性以及风险），而是由概率衡量-合理的概率-即投资导致其主人在持有期间损失的购买力的概率。资产价格经常大幅波动，而只要他们在其持有期间内可以合理确信提供增加的购买力，那么这些资产就不是风险高的。而正如我们将看到的，一个波动性小的资产也能充满风险。

投资有许多种且变化多端。然而，投资概率主要有三个类型，理解每个类型的特征是非常重要的。因此，让我们了解下这一领域。

部分投资是以给定的货币计价的，包括货币市场基金，债券，抵押贷款，银行存款以及其他工具。大部分基于货币的投资被认为是“安全”的。事实上，他们是最危险的资产之一。他们的 **beta** 是零，但风险巨大。

在过去一个世纪，这些工具毁了许多国家投资者的购买力，即使是其持有者持续收到定期的利息和本金支付。此外，这一丑陋的结果将一直重复发生。政府决定了货币的最终价值，但系统的力量不时会使他们被制造通胀的政策所吸引。而这类政策经常失控。

即使在美国，尽管对稳定货币的愿望非常强烈，自我在 **1965** 年接管伯克希尔的管理之后，美元仍然贬值了惊人的 **86%**。那时的 **1** 美元的价值不低于今天的 **7** 美元。因此，为了能够维持购买力，对于免税的机构来说，其在这段期间内的债券投资收益需达到年化 **4.3%**。而如果这家机构的投资经理认为其收到的利息是“收益”的话，那他是在开玩笑。

对于需要支付税收的你我来说，情况就更糟了。在同样的 **47** 年时间段内，持续的对美国国债滚动投资产生每年 **5.7%** 的收益。这听起来很令人满意。但如果个人投资者需要支付平均 **25%** 的个人所得税时，这 **5.7%** 的回报率以真实收入衡量毫无收益。可见的所得税将削减投资者 **1.4%** 的收益，而不可见的通胀“税”



则超过所得税的三倍，而投资者很可能只是认为所得税才是其主要负担。尽管我们的货币上印有“我们信仰上帝”的语句，但操作我们政府印钞机的双手却都是人。

当然，高利率可以弥补购买者基于货币的投资所面临的通胀风险。确实，上世纪 **80** 年代早期的利率在这方面做得很好。然而如今的利率无法弥补投资者所需承担的购买力风险。如今的债券应该标上警示标识。

因此，在如今的条件下，我不喜欢基于货币的投资。即使如此，伯克希尔仍然持有大量此类投资，主要是短期品种。但不管利率怎样，在伯克希尔，对充足流动性的需求占据核心位置，且永不忽视。为了满足这一需求，我们主要持有美国国债，这是在绝大部分混乱的经济情况下对于流动性唯一可靠的投资。我们的目前的流动性水平是 **200** 亿美元；**100** 亿美元时我们最低要求。

在流动性和监管层对我们的要求以外，我们购买货币相关证券只是因为其提供超常收益的可能性-或是因为一特定信贷工具被错误定价，例如在定期的垃圾债券市场可能发生的，或是因为利率上升到一定程度，使得在其下降时，足以在高收益债券上实现大额收益。尽管我们曾经在过去利用过这类机会-也可能再次这么做，但我们如今对这一前景持悲观态度。对于如今的情形，华尔街谢尔比 **Cullom Davis** 在很久以前说的话看起来很适用” 债券此前被推销为提供无风险收益，而如今的价格实际上是在提供无收益风险。”

第二类投资包括的资产是指那些实际不产生任何收益，但买家在认为其他人未来会为此支付更高的价格的期望下所购买的资产，这些买家也清楚这些资产永远不具有生产性。**17** 世纪的郁金香就是此类买家的最爱。

这类投资要求有足够容量的买家市场，而这些买家受到诱惑是因为他们相信这一购买市场将持续扩大。持有者并非被这些资产的生产力所激励，这些资产永远不会生产，而是坚信他们在未来会对其更渴望。这一类别最主要的资产就是黄金，后者是对其他所有资产（尤其是货币）恐惧的投资者的最爱。然而黄金有两个显著的缺点，用途不广且不具有生产性。确实，黄金有一些工业和装饰的用途，但此类用途的需求优先，且不足以吸收新的产量。同时，如果你一直持有一盎司黄金，到最后你将仍然只拥有一盎司。

激励大部分黄金购买者的动机是他们相信恐惧的等级将会增长。在过去的十年，这一想法被证明是正确的。此外，上升的价格自身会产生额外的购买热情，吸引那些认为价格上升证实其投资理论的购买者。当大量投资者涌入时，这一结果就自我实现了。但只是暂时。

在过去 **15** 年，互联网股票和房地产业都已经证实了这一理论：起初明智的理论加上广为宣传的价格上升能够创造出惊人的多余需求。在这些泡沫中，许多起初充满怀疑的投资者屈服于所谓市场的“证据”，而购买者群体的扩大在一段时间内足以使得这场盛宴持续。但泡沫吹得大了不可避免会破裂。那个时候那句古老的谚语又将得到证实：“明智的人开头，蠢蛋收尾。”

今天，全球黄金储量约 **17** 万公吨。假如把它们熔铸成一个每面约 **68** 英尺的立方体。（设想它可以轻轻松松地放在一个棒球内场。）如果每盎司黄金价格 **1750** 美元，也就是我写下这些内容时的金价，这个立方体的价值大约 **9.6** 万亿美元。我们称它立方体 **A**。

然后来创建一个和立方体 **A** 价格相同的立方体 **B**。为此，我们要买下美国所有的耕地（**4** 亿英亩，年产值 **2000** 亿美元），以及 **16** 家埃克森美孚公司（全球利润最高的公司，年利润超过 **400** 亿美元）。买下这些以后，我们还有 **1** 万亿美元可以用来零花。你能想象到，一个 **9.6** 万亿美元在手的投资者会选立方体 **A** 还是立方体 **B**？

不计对现存黄金令人吃惊的估值，目前的价格让今天的黄金年产值达到约 **1600** 亿美元。买家——不论是珠宝和工业用户还是投资者——都必须不断消化增加的供应。这仅仅是为了维持现有价格的平衡。

一个世纪以后，无论可能用哪种货币，**4** 亿英亩农田都会生产出大量的玉米、小麦、棉花和其他作物，继续带来有价值的回报。埃克森美孚则可能分红数万亿美元，持有 **16** 家这样的公司会新增数万亿美元。而 **17** 万吨黄金既不会增加规模，也不能创造任何产品。你可以深情抚摸它，它却不会有回应。

还得承认，当距今一个世纪的未来人类担忧的时候，可能还会有很多人蜂拥而上为黄金。但我相信，一个世纪过去，目前价格 **9.6** 万亿美元的立方体 **A**

这期间的复合价值增长率会远远不及立方体 **B**。

我们的前两个资产类别在恐惧情绪达到顶峰时最受欢迎。对经济崩溃的恐慌将散户推向货币基础的资产，首当其冲的是美国债务。而且，对货币崩溃的恐慌又将这些散户推向黄金这种没有产出能力的资产。**2008** 年底，我们风闻的是“现金为王”，当时应该配置现金，不应持有。同样地，**20** 世纪 **80** 年代初，我们听说的是“现金如垃圾”，当时的固定美元投资处于我们记忆中最有吸引力的水平。在这些情况下，需要从众心理支持的投资者为求得心安付出了代价。

我自己最青睐的——你知道，就要讲到了——是我们的第三类资产：投资于有生产力的资产，无论是企业、农场，还是房地产。在理想的情况下，这些资产应该能在通胀时期让产出保持自身的购买力价值，同时只需要尽可能最少的新增资本投入。农场、房地产和可口可乐、**IBM** 这样的很多企业，以及我们自己的 **See's Candy** 都能满足这双重考验。其他特定的公司——比如我们那些受管制的公共事业公司——都不能通过上述考验，因为它们在通胀的环境下需要大量资本。为了增加收益，它们的所有者必须增加投资。即便如此，第三类投资也仍会超越毫无生产力和以货币为基础的资产。

一个世纪过去，不管那时的货币是黄金、海贝、鲨鱼牙，还是（和今天一样的）一张纸，人们都愿意用他们每日劳作的几分钟时间换来喝一杯可口可乐，或者吃一些 **See's Candy** 的花生薄片糖。未来的美国人会出售更多的商品，消费更多的食品，需要的生活空间也比现在多。人们永远都会用自己生产的换取他人生产的。

我们国家的企业会继续高效地运送我们国民需要的商品和服务。这好比说，这些商业“奶牛”活了几个世纪，产了比以往更多的“牛奶”。它们的价值不是由交换的中介决定，而是由它们产奶的能力而定。对奶牛的主人而言，销售牛奶会是复利交易，就像 **20** 世纪道指由 **66** 点涨至 **11497** 万点时那样（当时也支付了大量的股息）。

伯克希尔的目标将是增持第一等企业的股权。我们首先会选择整体持有——但我们也会通过持有大量可交易股票成为所有者。我相信，任何一段较长的时间内，事实都会证明，这类投资在我们考查的三类资产中是长线赢家。更

重要的是，它最为安全。

董事会主席：沃伦·巴菲特

**2012 年 2 月 25 日**