

2019 年巴菲特致股东信

Berkshire's Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change		
	in Per-Share Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	(23.1)	(3.1)
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	(19.9)	21.0
2000	6.5	26.6	(9.1)
2001	(6.2)	6.5	(11.9)
2002	10.0	(3.8)	(22.1)
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
2015	6.4	(12.5)	1.4
2016	10.7	23.4	12.0
2017	23.0	21.9	21.8
2018	0.4	2.8	(4.4)
Compounded Annual Gain – 1965-2018	18.7%	20.5%	9.7%
Overall Gain – 1964-2018	1,091,899%	2,472,627%	15,019%

Note: Data are for calendar years with these exceptions: 1965 and 1966, year ended 9/30; 1967, 15 months ended 12/31. Starting in 1979, accounting rules required insurance companies to value the equity securities they hold at market rather than at the lower of cost or market, which was previously the requirement. In this table, Berkshire's results through 1978 have been restated to conform to the changed rules. In all other respects, the results are calculated using the numbers originally reported. The S&P 500 numbers are **pre-tax** whereas the Berkshire numbers are **after-tax**. If a corporation such as Berkshire were simply to have owned the S&P 500 and accrued the appropriate taxes, its results would have lagged the S&P 500 in years when that index showed a positive return, but would have exceeded the S&P 500 in years when the index showed a negative return. Over the years, the tax costs would have caused the aggregate lag to be substantial.

致伯克希尔哈撒韦公司股东：

基于公认会计准则(GAAP)，伯克希尔在 2018 年盈利 40 亿美元。该数字的组成部分是：经营利润 248 亿美元，无形资产减值(几乎完全来自我们在卡夫亨

氏的股权)的 30 亿美元非现金损失, 出售投资证券的已实现资本收益 28 亿美元, 我们所持投资中的未实现资本收益减少导致的 206 亿美元损失。

新的 GAAP 准则要求我们在利润中包含上述的最后一项。正如我在 2017 年年度报告中所强调的, 伯克希尔副董事长查理·芒格和我都不认为这条规则是明智的。相反, 我们都一致认为, 在伯克希尔, 这种按市值计价的变化会导致我所说的“净利润剧烈而反复无常的波动”。

这一预测的准确性可以从我们 2018 年的季度业绩中看出。在第一季度和第四季度, 我们分别报告了 11 亿美元和 254 亿美元的 GAAP 亏损。在第二季度和第三季度, 我们分别报告了 120 亿美元和 185 亿美元的盈利。与这些波动形成鲜明对比的是, 伯克希尔拥有的许多业务在每个季度都实现了一致和令人满意的经营利润。今年, 这些经营利润比 2016 年 176 亿美元的高点高出 41%。

我们季度公认会计准则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 20 亿美元或更多的单日价格波动, 新规则要求这些必须立即反映到我们的净利润中。事实上, 在股价高度波动的第四季度, 我们经历了几天“盈利”或“亏损”超过 40 亿美元。

我们的建议?关注经营利润, 不要关注其他种类的收益或损失。我这么说并非否定我们的投资对伯克希尔的重要性。随着时间的推移, 查理和我预计它们将带来可观的收益, 尽管时间极不规律。

我们年度报告的长期读者会发现这封信开头方式的不同。在近 30 年的时间里，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——这是它在第 2 页告别演出——是一个已经失去它曾经具有的相关性的指标。有三种情况使这一点成为现实。首先，伯克希尔已经逐渐从一家资产集中于可流通股票的公司转变为一家主要价值在于经营业务的公司。查理和我预计这种重塑将以一种不规则的方式继续下去。其次，尽管我们持有的股权价值是按市场价格计算的，但会计准则要求我们收购的经营公司按照账面价值计算，这低于其当前价值，这些差异在近几年日趋增长。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者，这些交易的价格将高于账面价值，但低于我们对其内在价值的估计。这种收购的数学原理很简单：每笔交易都使每股内在价值上升，而每股账面价值下降。这种情况一起导致账面价值记分卡越来越脱离其经济现实。

在未来的财务业绩表格中，我们预计将重点关注伯克希尔的市场价格。市场可能极其反复无常：只需看看第 2 页上列出的 54 年历史就知道了。然而，随着时间的推移，伯克希尔的股价将成为衡量企业业绩的最佳指标。

在继续之前，我想告诉你们一些好消息——真正的好消息——这在我们的财务报表中没有反映出来。这与我们在 2018 年初进行的管理改革有关。当时，Ajit Jain 负责所有保险业务，Greg Abel 负责所有其他业务。这些举措早该出台。伯克希尔现在的管理比我独自监管业务时好的多。Ajit 和 Greg 拥有罕见的天赋，伯克希尔的血液在他们的血管中流淌。

现在让我们看看你拥有什么。

关注森林——忘掉树木

投资者评估伯克希尔时有时会专注于我们许多不同业务部门的细节——可以说是我们的经济“树木”。鉴于我们拥有大量的样本，范围从细枝到红树林，这种类型的分析可能令人感到头脑麻木。我们的一些树木已经病倒，可能十年内会不复存在。然而，许多其他的生命注定要在规模和美丽上不断成长。

幸运的是，没有必要单独评估每棵树来粗略估计伯克希尔的内在商业价值。这是因为我们的森林中有 5 个具有重要意义的“树林”，每一个都可以以合理的准确性对其整体进行评估。其中四个树林是不同的企业和金融资产集群，其很容易理解。第五个，我们庞大而多样化的保险业务，以一种不那么明显的方式为伯克希尔带来了巨大的价值，我稍后会在这封信里解释。

在我们更深入的审视前四个树林之前，让我提醒你们，我们在配置你们的资本方面的首要目标是：全部或部分收购管理良好、具有良好和持久经济特征的企业。我们还需要以合理的价格进行这些收购。

有时我们可以购买符合我们要求的公司的控股权。更常见的情况是，我们在公开交易的企业中找到了我们想要的属性，在这些企业中，我们通常购买 5% 到 10% 的股权。我们在大规模资本配置方面采取的双管齐下的做法在美国企业界是罕见的，而且有时会给我们一个重要的优势。

近年来，我们采取的明智做法是明确的：许多股票为我们的资金提供了远超我们通过整体收购企业所能获得的收益。这种差异导致我们去年买进了大约 430 亿美元的可流通股票，而只卖出了 190 亿美元。查理和我相信，我们投资的公司提供了极好的价值，远远超过了收购交易中的价值。

尽管我们最近增加了一些可交易股票，但伯克希尔森林中最有价值的部分仍然是伯克希尔控制的数十家非保险业务(通常拥有 100% 的所有权，而且从不少于 80%)。这些子公司去年赚了 168 亿美元。此外，当我们说“赚”时，我们是在描述扣除所有所得税、利息支付、管理报酬(现金或股票)、重组费用、折旧、摊销和办公费用后的余额。

这种盈利与华尔街银行家和企业首席执行官们经常吹嘘的业绩相去甚远。他们的报告往往以“调整后的 EBITDA”为特色，这是一种重新定义“收益”的指标，以排除各种过于真实的成本。

例如，管理层有时会声称，他们公司基于股票的薪酬不应该算作费用。(那还能算作什么呢——股东的礼物?) 而重组费用呢?也许和去年完全一样的重组不会再发生了。但这样或那样的重组在商业中是常见的——伯克希尔已经在这条路上走了几十次了，而我们的股东总是为此付出代价。

亚伯拉罕·林肯曾经提出这样一个问题：“如果你把一条狗的尾巴叫做腿，那么它有几条腿?”然后他回答了自己的问题：“四条，因为说尾巴是一条腿，并不代表它真的是一条腿。”亚伯在华尔街会感到孤独。

查理和我确实认为，我们 14 亿美元的收购相关摊销费用(详见 K-84 页)并不是真正的经济成本。当我们在评估私营企业和可流通股票时，我们将这些摊销“成本”加回公认会计原则的收益。

相比之下，伯克希尔 84 亿美元的折旧费用低估了我们的真实经济成本。事实上，我们需要每年花费超过这个数目，来只是简单的维持我们的许多业务的竞争。除了这些“维护”资本支出，我们还花费大量资金追求增长。总的来说，

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% 投资在美国。

伯克希尔价值第二高的树林是其股票，通常涉及在一家非常大的公司持有 5%

至 10% 的股权。如前所述，我们的股权投资在年底的价值接近 1,730 亿美元，

远高于其成本。如果该投资组合在年底估值时被出售，那么应付的联邦所得税

将为约 147 亿美元。很有可能，我们会持有这些股票的大部分很长一段时间。

然而，最终，无论销售时税率如何，收益都会产生税收。

我们的投资公司去年向我们支付了 38 亿美元的股息，这一数额将在 2019 年增

加。但是，比股息更为重要的是这些公司每年留存的巨额利润。注意，作为一

个指标，下面这些数据只涵盖了我们前 5 大持股公司。

<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.



公认会计准则(GAAP)规定了我们报告的收益 – 不允许我们将被投资公司的留

存收益计入我们的财务账户。但这些收益对我们来说有着巨大的价值:多年来，

我们的投资对象(视为一个群体)留存的收益最终会为伯克希尔带来资本收益，

这些公司为我们再投资的每一美元，其资本收益之和会超过了一美元。

我们所有的主要控股公司都享有良好的经济效益，大多数公司都会用留存收益

的一部分回购股票。我们非常喜欢这样：如果查理和我都认为被投资公司的股

票被低估，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，我们会感到高兴。

这里有个例子，如上表所示：伯克希尔持有的美国运通股票在过去 8 年保持不变。同时，由于公司回购，我们的持股比例从 12.6% 上升到 17.9%。去年，美国运通获得的 69 亿美元利润中，伯克希尔的份额是 12 亿美元，约占我们为持有该公司股份而支付的 13 亿美元的 96%。当盈利增加、流通股减少时，所有者——随着时间的推移——通常表现良好。

伯克希尔业务的第三类是四家公司的所有权，我们与其他各方共同控制这些公司。 2018 年，我们在这些业务的税后营业利润的份额是——Kraft Heinz 的 26.7%，Berkadia 和 Electric Transmission Texas 的 50%，Pilot Flying J 的 38.6%——在 2018 年总计约 13 亿美元。

在我们的第四个树林中，伯克希尔持有 1,120 亿美元的美国国债和其他现金等价物，以及 200 亿美元的其他固定收益工具。我们认为这些储备中有一部分是不可动用的，因为我们承诺将永远持有至少 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持这一缓冲区的活动。

伯克希尔将永远是一个金融堡垒。在管理中，我会犯一些昂贵的错误，也会错失很多机会，其中一些机会对我来说应该是显而易见的。有时，随着投资者逃离股市，我们的股票会暴跌。但**我绝不会冒现金短缺的风险**（But I will never risk getting caught short of cash.）。

在未来几年，我们希望将大量多余流动性转移到伯克希尔会永久拥有的业务上。然而，眼下的前景并不乐观：那些具有良好长期前景的企业，价格高得离谱。

这一令人失望的现实意味着，在 2019 年，我们可能会再次增持上市公司股票。尽管如此，我们仍然希望能有一个大象规模的收购。即使在我们 88 岁和 95 岁的时候——我是年轻的那个——这种前景也会让我和查理的心跳加快。(仅是写到巨额收购的可能性，就已经让我脉搏速度加快了。)

我对更多股票购买的预期不是市场预测。查理和我对股市下周或明年的走势一无所知。这种预测从来就不是我们活动的一部分。相反，我们的思维集中在计算一项有吸引力的业务的一部分，其价值是否高于其市场价格。

我认为，伯克希尔的内在价值可以通过将我们四个资产丰富的树林的价值相加，然后减去最终销售可流通证券时应缴税款的适当数额来估算。

你可能会问，如果我们出售我们的某些全资企业，伯克希尔公司可能会承担的主要税务成本是否也应该扣除。忘记这个想法吧：卖掉我们任何一家出色的公司对我们来说都是愚蠢的，即使它的出售不需要缴税。真正优秀的企业非常难得。卖掉任何你足够幸运才拥有的东西是毫无道理的 (Selling any you are lucky enough to own makes no sense at all.)。

在计算伯克希尔非保险业务的收益时，我们所有债务的利息成本已经被当作费用扣除。除此之外，我们前四片树林中的大部分所有权，是来由伯克希尔旗下第五片树林的资金来资助的——这是一组杰出的保险公司。我们把这些资金称为“浮存金”，随着时间的推移，我们预计这些资金将是零成本的——甚至可能更好。我们将在这封信的后面解释浮存金的特性。

最后，一个关键且持久重要的观点是：伯克希尔通过将这五片树林整合成一个实体来实现价值的最大化。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，避免局限，以极低的成本为资产提供资金，偶尔利用税收效率，并将管理费用降至最低。

在伯克希尔，整体比部分的总和要大得多。（At Berkshire, the whole is greater — considerably greater — than the sum of the parts.）

回购和报告

之前我提到过伯克希尔会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（这肯定是我们意图），回购将对那些离开公司的和留下来的股东都有利。

的确，对于那些要离开的人来说，从回购中获得的上涨微乎其微。这是因为我们的谨慎购买将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还是有好处的。

对于继续持有的股东而言，优势显而易见：如果市场将离开股东的每一美元定价为 90 美分，那么继续持有的股东在每次回购时都会获得每股内在价值的增加。显然，回购应该是对价格敏感的：盲目回购定价过高的股票具有价值破坏性，然而这却是发生在许多获得升职或一贯乐观 CEO 身上的事实。

当一家公司说它在考虑回购时，为所有股东伙伴提供他们所需的信息以进行明智的价值估算至关重要。提供这些信息是我和查理在这份报告中尝试做的。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计算，其他人可能发现了他们认为比伯克希尔股票更具吸引力的投资。第二种人中的一些人将是正确的：毫无疑问，有许多股票会比我们的收益高得多。

此外，一些股东只是简单的决定，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。查理和我现在没有兴趣加入那个团体。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。是留下来的人，而不是离开的人。因此，我和查理从不关注当前季度的业绩。事实上，伯克希尔可能是《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。但查理和我只按季度了解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发现预算是有用的)。我们缺乏这样的工具，意味着母公司从来没有一个季度“数据”目标。避免使用这种可怕的东西向我们的许多管理者传递了一个重要的信息，强化我们珍视的文化。

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，都是由管理层希望满足华尔街的期望导致的。为了不让“街上的人”失望，开始时只是“无辜”的蒙混——比如季度末的渠道压货(trade-loading)、对不断上升的保险损失视而不见、或动用“甜饼罐”储备(“cookie-jar” reserve)——这可能成为走向全面欺诈的第一步。“只此一次”玩弄数字很可能是首席执行官的意图；但它很少是最终的结果。如果老板可以稍微作弊一下，那很容易让下属合理化为类似的行为。

在伯克希尔，我们的观众既不是分析师也不是评论员，查理和我在为我们的股东合伙人工作。流向我们的数字也将是我们发送给您的数字。

非保险业务-从棒棒糖到机车

现在让我们进一步看看伯克希尔最具价值的树林——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他们有用的信息。有关各个业务的更多详细信息可参见第 K-5 –K-22 页和第 K-40 – K-51 页。

作为一个整体，这些企业在 2018 年的税前利润为 208 亿美元，比 2017 年增长 24%。我们在 2018 年进行的收购只带来了微不足道的收益。

在这次讨论中，我将继续讨论税前数据。但我们在 2018 年从这些企业获得的税后收益要高得多，增长高达 47%，这在很大程度上要归功于年初开始生效的企业税消减。让我们看看为什么影响如此巨大。

首先来看一个经济现实：不管你喜不喜欢，美国政府在伯克希尔的收益中“拥有”一份由国会决定大小的权益。实际上，我们国家的财政部持有我们的一种特殊类别的股票——称之为 AA 股——它从伯克希尔公司获得巨额“股息”（即税收）。和许多年前一样，2017 年的公司税率是 35%，这意味着财政部的 AA 股表现很好。事实上，财政部的“股票”，在我们 1965 年接手时没有支付任何费用，现在已经发展成每年向联邦政府交付数十亿美元的股票。

然而，去年，当公司税率降至 21% 时，政府 40% 的“所有权”（14/35）被免费归还给了伯克希尔。因此，我们的“A”股和“B”股股东的可归属于其股票的收益得到了大幅提升。

这大大增加了你我持有的伯克希尔股票的内在价值。此外，同样的因素增加了伯克希尔持有的几乎所有股票的内在价值。

这些是关键因素。但还有其他一些因素需要考虑，这些因素影响了我们的收益。例如，我们的大型公用事业公司所获得的税收优惠会传递给客户。与此同

时，我们从国内公司获得的大量股息的税率变化不大，大约为 13%。(这个较低的税率长期以来一直是合乎逻辑的，因为我们的投资公司已经为他们支付给我们的收入交过税了。)然而，总的来说，新法律使我们的企业和我们持有的股票变得更有价值。

我们要回到非保险业务的表现上来。我们在这片树林里的两棵高大的红杉分别是 BNSF 和伯克希尔哈撒韦能源公司(Berkshire Hathaway Energy)(持股 90.9%)。他们去年税前总收入 93 亿美元，比 2017 年增长 6%。你可以在 K-5 – K-10 页和 K-40 – K-45 页读到更多关于这些业务的信息。

按收益排名的接下来的五家非保险子公司(按字母顺序排序)是 ClaytonHomes、InternationalMetalworking、Lubrizol、Marmon 和 PrecisionCastparts，它们在 2018 年的税前总收入为 64 亿美元，高于 2017 年的 55 亿美元。

再下五家公司-(同样按收入排名，按字母顺序排序 Forest River、Johns Manville、MiTek、Shaw 和 TTI)去年的税前利润为 24 亿美元，高于 2017 年的 21 亿美元。

伯克希尔拥有的其他非保险业务(还有很多)，2018 年税前收入为 36 亿美元，而 2017 年为 33 亿美元。

保险，“浮存金”和伯克希尔的资金来源

我们的财产与意外险保险业务——我们的第五个树林——自 1967 年以来一直是推动伯克希尔增长的引擎，今年我们以 860 万美元收购了 National Indemnity 和它的姊妹公司 National Fire & Marine。今天，National Indemnity 是世界上按净值计算最大的财产/意外险公司。

我们被财产与意外险业务吸引的一个原因是该行业的商业模式：财产与意外险保险公司先收取保费，后支付索赔。在极端情况下，如因接触石棉引起的索赔或严重的工作事故，赔偿期限可长达数十年。

这种先收后付的模式使得财产与意外险公司持有大量——我们称之为“浮存金”的资金——这些资金最终将流向其他人。与此同时，保险公司可以为自己的利益投资这些浮存金。尽管单个保单和索赔来来去去，但通常保险公司持有的浮存金金额与保费金额的比例保持稳定。因此，随着我们业务的增长，我们的浮存金也在增长。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 business. 该数据包括寿险、年金和健康保险业务的浮存金。

我们可能会经历浮存金的下降。如果是这样的话，下降将是非常缓慢的——任何一年的下降幅度都不会超过 3%。我们的保险合同的性质是这样的，我们永远不会受到相对我们的现金资源而言有重要影响金额的即时或短期资金要求。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关键组成部分。这一优势永远不会受到损害。

如果我们的保费超过了我们的费用总额和最终的索赔损失，我们的保险业务将登记承保利润，这将增加浮存金产生的投资收益。当我们获得这样的利润时，我们除了享受免费资金的使用——更好的是，我们还因为持有这些资金而获得报酬。

不幸的是，所有保险公司都希望获得这一可喜的结果的愿望造成了激烈的竞争，竞争如此激烈有时甚至导致整个财产与意外险行业在重大的承保亏损下运营。实际上，这一损失正是该行业为持有浮存金所付出的代价。竞争态势几乎可以保证，尽管保险行业的所有公司都很享受浮存金收益，但与其他美国企业相比，该行业的有形净资产回报率低于正常水平，这一惨淡记录将持续下去。不过，我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金时比一般的财产与意外险公司拥有更大的灵活性。我们有很多选择，这总是一种优势，偶尔也会提供重要的机会。当其他保险公司受到限制时，我们的选择就会扩大。

此外，我们的财产与意外险公司拥有优秀的承保记录。伯克希尔公司在过去 16 年里有 15 年都实现了承保利润，只有 2017 年例外，当时我们的税前亏损为 32 亿美元。16 年来，我们的税前利润总计 270 亿美元，其中 20 亿美元是在 2018 年实现的。

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，浮存金的好处可能会被糟糕的承销业绩所淹没。所有的保险公司都只是嘴上说说而已。在伯克希尔，这是一种旧约式的宗教。

在大多数情况下，企业有两个资金来源——债务和股权。在伯克希尔，我们在箭袋里还有两支箭可以谈，但让我们先谈谈传统的部分。

我们很少使用债务。应该指出的是，许多管理者将不同意这一政策，他们辩称，巨额债务会给股权投资者带来丰厚回报。而这些更具冒险精神的首席执行官们在大多数情况下都是正确的。

然而，在罕见且不可预测的时刻，信贷消失，债务在财务上变得致命。俄罗斯轮盘赌等式——通常是赢，偶尔是死——对于那些从一家公司的上涨中分得一杯羹，但不分享其下跌的人来说，可能具有财务意义。但这种策略对伯克希尔来说是疯狂的。理性的人不会拿他们拥有和需要的东西去冒险，去换取他们没有和不需要的东西。（Rational people don't risk what they have and need for what they don't have and don't need.）

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，这些业务产生的现金仍然充裕。他们使用的债务对他们的业务既是合适的，也不受伯克希尔的担保。

我们的股权资本水平则是另一回事：伯克希尔的 3,490 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，我们积累的资金使我们能够购买和开发前面描述的有价值的树林。如果我们遵循 100% 的支付政策，我们将只能使用 1965 财年开始的 2200 万美元。

除了使用债务和股权，伯克希尔还从两种不太常见的公司融资来源中获得了重大利益。其中较大的是我所描述的浮存金。到目前为止，虽然这些资金在我们的资产负债表上被记为巨额净负债，但对我们来说，它们的效用比同等数额的股权还要大。这是因为它们通常伴随着承保利润。实际上，我们多年来一直因为持有和使用他人的钱而得到报酬。

正如我以前经常做的那样，我将强调这一令人高兴的结果远非一件确定的事情：在评估保险风险方面的错误可能是巨大的，可能需要很多年才能浮出水面。（想想石棉。）一场使卡特里娜飓风和迈克尔飓风相形见绌的大灾难将会发

生——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来源，也可能是完全出乎意料的事件，比如由网络攻击造成的超出了任何保险公司目前预期的灾难性后果。当这样一场特大灾难发生时，我们将承担属于我们份额的损失，损失将是巨大的，非常巨大的。然而，与许多其它保险公司不同，我们将在灾后第二天就寻求增加业务。

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。这些是我们最终会支付的负债，但同时是无息的。

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是按当前 21% 的公司税税率记录的，但将按我们的投资出售时的当时税率支付。从现在到那时，我们实际上拥有了一笔无息“贷款”，这让我们能够有更多的资金投资于股票。

另外还有 283 亿美元的递延税，来自于我们能够在计算我们当期必须缴纳的税款时加速折旧厂房和设备等资产。我们记录的这些前期节省的税收在未来几年会逐渐逆转。然而，我们经常购买额外的资产。只要现行税法有效，这一资金来源就应呈上升趋势。

随着时间的推移，伯克希尔的资金基础——这是我们资产负债表的右侧——应该会增长，主要是通过我们的留存收益。我们的工作是通过增加有吸引力的资产，把留存下来的钱有效的用在资产负债表的左边。

GEICO 和 Tony Nicely

这个标题说明了一切，这个公司和这个人是密不可分的。

1961 年，18 岁的 Tony 加入了 GEICO；我在 70 年代中期遇到的他。当时，在经历了 40 年的快速增长和出色的承保业绩后，GEICO 突然发现自己濒临破

产。最近上任的管理层严重低估了 GEICO 的损失成本，因此对其产品进行了过低定价。GEICO 账簿上那些产生亏损的保单——数量不少于 230 万份——需要好几个月的时间才能到期，然后才能重新定价。与此同时，该公司的净值迅速接近于零。

1976 年，Jack Byrne 被任命为首席执行官，拯救 GEICO。在他就任后不久，我见到了他，认为他是这份工作的最佳人选，并开始积极购买 GEICO 的股票。在几个月内，伯克希尔公司购买了该公司约三分之一的股份，后来这一部分没有花费一分钱增加到大约二分之一。这种惊人的增长之所以发生，是因为 GEICO 在恢复健康后，一直在回购股票。总的来说，伯克希尔公司对 GEICO 的这一半股权花了 4,700 万美元，相当于你今天在纽约买一套豪华公寓的钱。

现在让我们快进到 17 年前的 1993 年，Tony Nicely 被晋升为 CEO。当时，GEICO 的声誉和盈利能力已经恢复，但增长却没有恢复。事实上，到 1992 年底，该公司的汽车保单只有 190 万份，远低于危机前的最高水平。在美国汽车保险公司的销售量排名中，GEICO 仅排在第七位。

1995 年末，在 Tony 重新给 GEICO 注入活力之后，伯克希尔提出以 23 亿美元收购 GEICO 剩余 50% 的股份，这大约是我们之前 50% 股份支付价格的 50 倍（人们说我从不付清！）我们的收购获得了成功，为伯克希尔带来了一家出色但尚未发展的公司，以及一位同样出色的首席执行官，他让 GEICO 的发展超越了我的想象。

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，承保利润总计 155 亿美元(税前)，可供投资的浮存金已从 25 亿美元增至 221 亿美元。

据我估计，托尼对 GEICO 的管理使伯克希尔的内在价值增加了 500 多亿美元。最重要的是，他是一个管理者应该做的一切的榜样，帮助他的 4 万名员工识别和打磨他们没有意识到自己拥有的能力。

去年，托尼决定退休，6 月 30 日，他把这个职位交给了他的长期合作伙伴 Bill Roberts。我认识 Bill 并看着他经营了几十年，Tony 再一次做出了正确的决定。Tony 仍然是 GEICO 的董事长，并在他的余生对 GEICO 提供帮助。他不会做得更少。

伯克希尔的所有股东都应该感谢托尼。我是第一个。

投资

下面我们列出了我们在年底市值最高的 15 只普通股投资。我们排除了卡夫亨氏的持股——325,442,152 股——因为伯克希尔是控股集团的一部分，因此必须用“权益”法来记录这笔投资。在伯克希尔的资产负债表上，持有的卡夫亨氏(Kraft Heinz)股份按公认会计准则(GAAP)计算为 138 亿美元，这一数字扣除了卡夫亨氏(Kraft Heinz) 2018 年大幅减值无形资产中所占的份额。到年底，我们的卡夫亨氏持股的市值为 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>	12/31/18	
			<u>Cost**</u>	<u>Market</u>
(in millions)				
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.

查理和我都不将上述 1728 亿美元看作是股票代码的集合——会因为“华尔街”的降级、美联储可能采取的行动、可能出现的政治动向、经济学家的预测，或者其他任何可能成为当前热门话题的东西而终止的金融闹剧。

我们将我们的持股看作是我们部分持股的公司的集合，按加权计算，这些公司的经营业务在有形净股权资本上的收益率约为 20%。这些公司是不需要过度举债而获得上述利润的。

在任何情况下，这些大型，成熟的，可理解的业务的回报都是非凡的。与许多投资者在过去 10 年里接受的债券收益率相比——例如，30 年期美国国债收益率只有 3% 或更低——它们确实令人震惊。

有时，对某只股票的过高购买价会让一家出色的企业变成一笔糟糕的投资——如果不是永久性的，至少是在痛苦的很长一段时间内。然而，随着时间的推

移，投资业绩与企业业绩趋同。而且，正如我接下来将阐明的那样，美国商业的历史表现非同寻常。

美国顺风 (The American Tailwind)

今年 3 月 11 日，是我第一次投资美国企业的 77 周年纪念日。1942 年，我 11 岁，我将从 6 岁开始积累了 114.75 美元全部投入。我买的是三股 Cities Service 优先股。我成了一个资本家，这感觉很好。

现在让我们从我第一次购买股票向前回溯两个 77 年。这让我们从 1788 年开始，也就是乔治·华盛顿就任美国第一任总统的前一年。那么，有谁能想象他们的新国家在短短 3 个 77 年的时间中会取得什么样的成就呢？

在 1942 年之前的两个 77 年中，美国已经从四百万人——大约世界人口的 0.5%——发展成为地球上最强大的国家。然而，在 1942 年春天，它面临着一场危机：美国及其盟国在一场我们三个月前刚刚参战的战争中遭受了重大损失。每天都有坏消息出现。

尽管头条新闻令人担忧，但几乎所有的美国人在 3 月 11 日都相信战争将会胜利。他们的乐观并不局限于那次胜利。撇开天生的悲观主义者不谈，美国人相信他们的孩子和后代会过上比他们自己好得多的生活。

当然，这个国家的公民明白，前面的道路不会一帆风顺。它也从来没有过。在其历史初期，我们的国家经历了一场内战的考验，这场内战导致 4% 的美国男性死亡，导致林肯总统公开思考：“一个孕育于自由和奉行上述原则的国家是否能够长久存在下去？”（“a nation so conceived and so dedicated could long endure.”）。在 20 世纪 30 年代，美国经历了大萧条，一段大规模失业的惩罚时期。

然而，1942 年，当我购买股票时，这个国家正期望战后增长，这一信念被证明是有根据的。事实上，这个国家的成就可以说是惊人的。

让我们用数字来证明这一点：如果我的 114.75 美元投资于一只无费用的标准普尔 500 指数基金，并且所有股息都进行了再投资，那么到 2019 年 1 月 31 日，我所持股份的价值(税前)将达到 606,811 美元(这是在这封信出版之前可获得的最新数据)。这是 5288 倍的收益。与此同时，当时的免税机构(比如养老基金或大学捐赠基金)100 万美元的投资将增加到 53 亿美元左右。

让我再加上一个我相信会让你震惊的计算：如果这家假想的机构每年只向各种“帮助者”(比如投资经理和顾问)支付 1% 的资产，它的收益就会减半，变为 26.5 亿美元。这是当 77 年的标准普尔 500 指数实际实现的 11.8% 的年回报率以 10.8% 的回报率重新计算时，会出现的情况。

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 77 年这个时期里，我们国家的国债增长了大约 400 倍。这是 40000%！假设你已经预见到这种增长，并对赤字失控和货币贬值的前景感到恐慌。“保护”自己，你可能会避开股票，转而选择用你的 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？你现在的资产价值约为 4200 美元，不到简单被动投资于美国商业的 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。在他们服务的这些年里，这个国家在不同时期经历了恶性通货膨胀、21% 的基本利率、几场有争议且代价高昂的

战争、一位总统的辞职、普遍的房屋价值崩溃、瘫痪性的金融恐慌以及一系列其他问题。所有这些都导致了可怕的头条新闻；现在一切都已成为历史。

圣保罗大教堂的建筑师 Christopher Wren 就葬在那座伦敦教堂里。在他的墓旁写着这样的描述(翻译自拉丁文)：“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留意他这句话。

1788 年——回到我们的起点——这里除了一小群雄心勃勃的人和一个旨在将他们的梦想变为现实的尚处于萌芽状态的治理框架之外，真的没什么。今天，美联储估计我们的家庭财富为 108 万亿美元，这个数字几乎无法想象。

还记得在这封信的前面，我如何描述留存收益是伯克希尔繁荣的关键吗？美国也是如此。在这个国家的会计制度中，类似项目被称为“储蓄”。我们拥有储蓄。如果我们的祖先消耗掉他们所生产的一切，就不会有投资、生产力的提高和生活水平的飞跃。

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 (The American Tailwind) 的产物。对于美国企业或个人来说，吹嘘自己“单枪匹马做到了这一点”就过分傲慢了。诺曼底整齐排列的简单白色十字架应该会让那些提出这些主张的人感到羞愧。

世界上还有许多其他国家有着光明的未来。关于这一点，我们应该感到高兴：如果所有国家都繁荣起来，美国人将会更加繁荣和安全。在伯克希尔，我们希望在海外进行大笔投资。

然而，在今后 77 年里，我们所取得的成就的主要来源几乎肯定将是美国的顺风。我们很幸运——非常幸运——有这种力量在我们身后。

年会

伯克希尔的 2019 年年会将于 5 月 4 日(周六)举行。如果你正在考虑参加——查理和我希望你能来——请查看 A-2 – A-3 页的详细信息。它们描述了我们多年来遵循的相同日程安排。

如果你不能在奥马哈加入我们，也可以通过雅虎的网络直播参加。Andy Serwer 和他的雅虎同事们做得非常出色，他们不仅报道了整个会议，还采访了许多伯克希尔的经理人、名人、金融专家以及来自美国和海外的股东。自雅虎加入以来，世界对奥马哈每年 5 月第一个周六发生的事情的了解已经大大增加。他们从美国中部时间(CDT)上午 8:45 开始报道，并提供中文翻译。

54 年来，查理和我一直热爱我们的工作。每天，我们做我们认为有趣的事情，和我们喜欢和信任的人一起工作。现在我们新的管理结构让我们的生活更加愉快。

这一切组合在一起——也就是说，有 Ajit 和 Greg 的经营，大量的企业，如尼亚加拉瀑布样的现金流，有才华的管理骨干和坚如磐石的文化——无论未来发生什么，你的公司都处于良好的状态。

2019 年 2 月 23 日

Warren E. Buffett

董事会主席