

巴菲特 2012 年致股东的信（中文版全文）

国泰君安客户经理 丁煜 游沁

第一篇：总体回顾

伯克希尔·哈撒韦公司的股东们：

2011 年，我们公司的 A 股和 B 股（相当于 B 股的 1500 分之 1）的每股账面净值都增长了 4.6%。过去 47 年期间（也就是说从现在的管理层接管公司开始至今），每股账面净值从 19 美元增长到了 99,860 美元，每年复合增长率为 19.8%。

我和我的合作伙伴伯克希尔公司的副董事长查理·芒格，对公司 2011 年的业务发展感到相当满意。其中作为突出亮点的好消息包括：

第一个好消息：董事会成员最主要的工作，一是现在由正确的领导人在经营管理企业业务，二是确保已经选定下一代接班的领导人而且已经准备好明天就能接任。我本人曾经加入过 19 家公司的董事会，我认为，在接班人选计划上付出的时间和精力上，伯克希尔公司的董事会肯定排名前列。更可喜的是，他们的努力已经得到了回报。

2011 年初，托德·康布斯（Todd Combs）作为投资经理人加入我们公司，2012 年初泰德·韦斯切勒（Ted Weschler）也加入公司。他们两位都具有杰出的投资技巧，而且愿意全心全意为伯克希尔公司服务。2012 年他们俩人将会管理几十亿美元的投资，但是，当我和芒格不同管理伯克希尔公司的时候，他们俩人具备的头脑、判断和性格完全能够管理伯克希尔公司的整个投资组合。

公司董事会对作为我的接班人担任公司未来 CEO 职位的经理人也同样充满信心，他们对他已经非常了解，对于此人的管理能力和个人品德也非常敬仰。（我们同时还有两位超一流的后备人选）。未来需要移交管理职责的时候，一切将会是平滑过渡无缝连接，伯克希尔公司的发展前景仍将是一片光明。我的个人财富 98% 以上都在伯克希尔公司的股票上，所有这些持股将会捐赠给几家不同的慈善组织。如此高度集中投资于一只股票完全违背传统的投资智慧。但是，由于我本人非常了解伯克希尔公司拥有的各家企业的品质有多么优秀，多元化程度有多么分散，以及管理这些企业的经理人的才干有多么出色，所以我对这种安排非常满意。能够拥有如此优质的资产，我的接班人将会拥有一个很好的起点。可是，千万不要根据我的这些说法，就推断我和芒格很快将会离开公司管理岗位，我们仍然非常健康，而且我们非常热爱我们的工作。

第二个好消息：2011 年 9 月 16 日，我们收购了 Lubrizol 公司，这是一家全球性的添加剂及其它特殊化学品生产企业。从 2004 年 James Hambrick 担任 CEO 以来，这家公司创出了杰出的业绩记录，税前利润从 1.47 亿增长到 10.85 亿美元。Lubrizol 公司在特殊化学品领域将会拥有很多并购企业的机会。实际上，我们已经谈成了三起收购，投入资金 4.93 亿美元。James Hambrick 既是一个纪律性非常强的收购者，又是一个超一流的经营者。我和芒格急切盼望能够扩大他的管理范围。

第三个好消息：我们下属的主要企业 2011 年表现都很出色。事实上，我们旗下最大的 5 家非保险企业，BNSF, Iscar, Lubrizol, Marmon 集团 and 中美能源的营业利润都创出了历史最高记录。2011 年这些企业的税前利润累计超过 90 亿美元。

总体而言，我们下属的业务经营企业 2011 年度用于机器设备房屋这些固定资产的支出高达 82 亿美元，比我们过去的历史最高记录还要高出 20 亿美元。这些投资支出约 95% 花在美国国内，这一事实或许会让那些认为美国国内缺乏投资机会的人非常震惊。我们也非常乐意在海外进行投资，但是我们期望伯克希尔公司未来资本性支出中绝大多数用于美国国内。2012 年，这些资本性支出肯定会再创新高。

第四个好消息是：我们的保险业务继续保持他们持续为公司其它无数投资机会提供无成本资金的优良传统。保险业务创造了“浮存金”（“float”），这是客户缴纳的保费，我们尚未进行赔付，还并不属于我们，但在我们账上，能够用来进行投资为伯克希尔公司创造收益。如果我们未来赔付和费用支出低于我们收取的保费，那么我们还能额外赚到承保利润，这意味着我们的保险浮存金的成本低于零。

尽管我们未来肯定会一再发现承保亏损，但是到现在我们已经连续 9 年取得承保盈利，累计盈利 170 亿美元。这 9 年期间，我们的浮存金从 410 亿美元增长到现在创记录的 700 亿美元。

最后一个好消息：我们在流通证券市场上做了两笔巨额投资：（1）投资 50 亿美元购买美国银行年利率 6% 的优先股，附带可以在 2021 年 9 月 2 日前以每股 7.14 美元购买 7 亿股普通股的认股权证；（2）投资 109 亿美元买入 IBM 公司 6390 万股股票。

我们把这两只股票都看作是拥有杰出企业的一部分股东权益，而不是看作根据企业近期发展前景变化而买入或卖出的两只流通股。可是我们按照持股比例应当享有的这两家企业的盈利，绝大部分无法反映在我们自己的盈利中，只有我们实际收取到的现金股利才能体现在我们的财务报表上。可是按照我们的持股比例应当享有的未分配利润，未来长期而言，对于我们具有极大的重要性。这是因为这些未分配利润将会通过很多种方式使用，进一步提高这两家企业未来的盈利和股利。这些未分配利润也可能用于股票回购，这也将会提高我们分享企业盈利的股权比例。

我已经说完了好消息。现在需要讲一下 2011 年那些给我们带来损害的坏消息了：

第一个坏消息：几年之前，我用 20 亿美元购买了一家服务于得克萨斯州部分地区的电力企业 Energy Future Holdings 发行的债券。我犯了一个错误，而且是一个大错。总体上看，这家公司的发展前景与天然气紧密相关，而我们买入债券不久天然气市场价格就开始跳水，至今仍然非常低迷。尽管我们买入债券之后，每年都收到 1.02 亿美元的债券利息，但是这家公司支付利息的能力将会很快耗尽，除非天然气市场价格大幅上升。2010 年我们核销了 10 亿美元，2011 年又核销了 3.9 亿美元。

第二个坏消息：我在 2010 年信中说：“未来 1 年左右可能出现一次房价反弹。”我实在是大错特错。我们旗下有 5 家企业的经营业绩受房地产建设活动很大。其中影响最直接的是 Clayton 房屋公司，这是美国最大的移动房屋生产商，2011 年约占美国移动房屋产量的 7%。

另外受房地产建设活动影响相当大的还有：生产砖块的 Acme 公司，生产地毯的 Shaw 公司，生产绝缘材料的 Johns Manville 公司，主要生产房顶联结板等建筑产品的 MiTek 公司。总体而言，我们旗下与房地产建设密切相关的 5 家企业在 2011 年的税前利润只有 5.13 亿美元，这与 2010 年差不多，但是和 2006 年税前利润 18 亿美元相比降幅超过 70%。

现在又产生了另一个房地产建设问题：在衰退的早期，房地产建设变缓，在 2009 年大幅下降。原来供给远远超过实际需求，给房地产市场带来毁灭性打击，现在供给与需求的关系却开始倒转：每一天我们创造出的新的家庭数量都超过住房数量。在不确定的年代，人们也许会推迟结婚，但最终荷尔蒙会战胜一切。有些人在经济衰退期间最初做出的对策是合住，但是和自己或配偶的父母合住很快就会失去原来的吸引力。

以我们现在每年新增 60 万套住房的速度，大幅低于新成立的家庭数量，这些新家庭购买方和租房者正在逐步消化过去过度供给建设的房屋。（这个逐步消化的过程在美国各地进展速度各有不同，各地供求关系也有很大不同。）当这种市场创伤开始痊愈的现象出现时，我们旗下与房地产建设市场相关的企业却仍然业务萎缩，2011 年只雇佣了 43315 名员工，而 2006 年雇佣了 58769 名员工。房地产行业是对于国民经济至关重要的行业，并不仅仅包括建筑行业，还包括所有靠房地产行业吃饭的行业，本身继续处于衰退之中。为什么我们已经看到美国经济其它行业几乎全部出现持续稳定的显著复苏，而就业人数的复苏却严重滞后，我相信房地产行业的衰退是最重要的原因。

明智的货币政策和财政政策，在暂时性复苏中扮演了重要的角色，但是这些工具既不能创造出新的家庭，也不能消除过剩的房屋。幸运的是，人口统计数据 and 我们的市场经济体制将会恢复必须的平衡，可能就在不久的将来。当那一天到来的时候，我们将会继续每年建造一百万套甚至更多的住房。我相信，一旦房地产建设恢复到正常水平，那些专家学者们将会非常吃惊地发现失业率大幅下降。他们那时就会重新清醒地认识到自己 1776 年以来始终不变的事实真相：美国最好的日子还在后头。

第二篇：内在企业价值

我和芒格衡量我们公司业绩的标准是，伯克希尔每股内在企业价值的增长率。如果我们能够让公司内在价值增长超过标普 500 股票指数的增长，那么我们才能对得起我们拿的薪酬。如果我们没有做到，那么不管我们拿的薪酬金额是多少，肯定都是过高了。

我们没有办法可以精确计算内在价值。但是我们确实有一个相当有用尽管有相当程度的低估的内在价值代用指标：每股净资产。对于大多数公司而言这个指标毫无实际意义。可是对于伯克希尔公司，账面净资产的变化能够非常大致地追踪企业价值的变化。这是因为伯克希尔公司内在价值超越账面价值的幅度相对稳定，并没有出现每年狂烈波动的现象，尽管大多数年份超越的幅度都在增加。未来长期而言，内在价值与账面价值的偏离，用绝对数值来看，可能会变得更加巨大，但是用内在价值作为分子，用账面价值作在分母，二者相除得出的相对百分比数字，将会保持相当稳定。

我们经常一再强调说，几乎可以肯定，在股市表现糟糕的年份，我们公司的账面价值增长会超越标普 500 指数的增长，但同样几乎可以肯定，在股市表现强劲的年份，我们公司的账面价值增长会落后于指数。真正的考验是我们长期表现如何。2010 年的年报中我列出了一张表，计算了我们从 1965 年以来的每个 5 年期的业绩表现（如 1965-1969，1966-1970，以此类推。）每个 5 年期间我们的账面价值增长都战胜了标普 500 指数增长，而且我们的连胜记录也持续保持到了 2007 年到 2011 年这最近 5 年。如果标普 500 指数未来在一个 5 年期大幅上涨战胜我们的话（在我写下这段话时股市可能正在这样做呢。）

2010 年我还列出了两张表格，罗列了那些将会帮助你估算伯克希尔公司每股内在价值的关键数量因素。在这里我就不再重复叙述了，你可以在年报第 99 页到第 100 页上看到那

些内容。表格中更新的数据是，2011 年我们的投资增长了 4%达到了每股 98366 美元，来自于非保险业务的每股税前利润增长了 18%达到了每股 6990 美元。

我和芒格希望能够投资和经营两个方面都能实现增长，但是我们最关注的重点是提高经营性盈利。长期而言，我们现在拥有的企业将会进一步提高他们的总体盈利，我们也希望能够收购一些大型企业，从而进一步推动我们公司的业绩增长。我们旗下 8 家企业如果做为独立企业，都能进入财富杂志世界 500 强企业。外面只有 492 家世界 500 企业了。我的任务非常清楚，我正在潜伏着搜寻猎物。

第三篇：股票回购

2010 年 9 月，我们宣布，伯克希尔公司将会以最高相当于账面价值的 110%的价格回购自己的股票。我们在股票市场上只得到几天的买入机会，总共只回购了 6700 万美元的股票，很快股价就上涨超过我们的价格上限。尽管如此，考虑到股票回购的普遍重要性，我还是要专门谈一下。

只有满足以下两个前提条件，我和芒格才愿意回购股票：第一，一家公司拥有充足的资金，完全能够满足业务上的营业资金和流动性需要；第二，保守地估算，这家公司的股票在市场上卖出的价格相对于公司内在价值打了相当大的折扣。

我们已经亲眼见证过，很多起股票回购完全不符合我们设定的第二个条件。当然，有时候，违反这个要求，甚至是严重违反，也是无辜的；很多公司的 CEO 永远不会相信他们的股票的过于高估了。但是在其它情况下，似乎可以得出一个不太好的结论。如果只是说回购股票是为了补偿由于发行股票引起的股权稀释，或者是因为公司有太多多余的现金。除非公司以低于内在价值的价格回购股票，否则，继续持股的股东的利益肯定受到损害。不管资金是用于收购企业还是用于回购股票，资本配置的第一条铁律都是，在一种价格上投资是聪明的行为，但另一种价格水平上投资则是愚蠢的行为。

我和芒格看到伯克希尔公司的股票市场价格低于内在价值时，内心的感受十分复杂。我们非常愿意为继续持股的股东多赚钱，而赚钱的途径中最有把握的莫过于，在我们知道我们自己的股票市场价格只有内在价值的 9 折、8 折甚至更便宜时买入股票进行回购了。（就像我们公司一位董事所说，这就像开枪来打装在一个水桶里的鱼，等到水桶里的水从洞里流光以后，里面的鱼就不会再乱扑腾了。）尽管如此，我们并不喜欢以低价买断合伙人的股票让他们走人，尽管我们这样做让他们卖出股票得到的价格，和如果我们不回购他们只能卖给别人的价格相比可能会稍微高一些。

在我们限定的相当于账面价值的 110%的最高价格之下，回购股票肯定能够增加伯克希尔公司的每股内在价值。如果股价越低我们会回购更多股票，这样会让继续持股的股东获益更多。因此，一旦市场机会来临，我们可能以限定的最高价格或者更低的价格大量买入股票。你们应当知道，我们没有任何支撑公司股价的想法，而且在特别低迷的市场下我们出价买入的机会将会减少。而且如果我们账面现金低于 200 亿美元时我们也不会买入股票。在伯克希尔公司，保证足够的财务实力毫无疑问具有压倒一切的重要性。

这次讨论股票回购，给了我一个机会，谈一下很多投资者对于股价变化的非理性反应。当伯克希尔公司买入一家正在回购股票的公司股票时，我们希望两个事件能够发生：第一，我们希望在正常情况下这家公司的盈利将会在未来长期以良好的速度持续增长；第二，我们同时也希望这家公司的股价表现未来长期内持续弱于市场。对于第二点必然导致产生下面的

推论：谈论我们持有的股票的相关信息，推动股价上涨，如果市场是有效的，那么实际上对伯克希尔公司将有害的，而不是像很多评论人士通常的看法那样是有益的。

让我们用 IBM 作为例子。正如所有企业观察人士知道的那样，IBM 前任两位 CEO 郭士纳（Lou Gerstner）和彭明盛（Sam Palmisano）做出超一流的工作，把公司从 20 年前破产边缘挽救回来，到现在打成一个卓越的公司。他们的管理成就实在是卓越非凡。

但是，他们的财务管理同样作得非常出色，尤其是最近这些年公司的财务弹性大幅提升。事实上，我实在想不出有任何其它公司拥有如此优异的财务管理技术，这显著增加了 IBM 股东们的投资收益。IBM 公司明智地运用债务融资，几乎完全只用现金进行增加公司内在价值的企业并购，而且非常积极地回购股票。

现在，IBM 流通在外的股票共有 11.6 亿股，我们持有 6390 万股，约占 5.5%。所以，未来 5 年公司盈利如何对于我们这个大股东非常重要。除此之外，未来 5 年 IBM 公司准备投入 500 亿美元左右回购股票。今天我们的一个小测验是：作为长期股东，就像伯克希尔公司一样，未来几年应该为什么事情而欢呼？

我不想让你内心充满悬念。答案是：我们应该期望 IBM 未来 5 年的股价持续萎缩低迷。

让我们来算一下账。如果在这 5 年期间 IBM 的股票价格平均为每股 200 美元，那么公司用于回购的 500 亿美元能够买回 2.5 亿股。因此流通在外的股票只剩下 9.1 亿股，我们持有的 6390 万股所占的持股比例将会从现在的 5.5% 上升到约 7%。如同未来 5 年股价走势相反，上涨到平均每股 300 美元，那么公司用于回购的 500 亿美元只能够买回 1.67 亿股。因此流通在外的股票只剩下 9.9 亿股，我们持有的 6390 万股所占的持股比例将会从现在的 5.5% 上升到 6.5%。

如果假设 IBM 在未来第 5 年的盈利达到 200 亿美元，在“令人失望”的股价更低的情景下，我们按照持股比例计算可以享有的盈利分成，要比股价更高的情景下，多出整整 1 亿美元。

道理非常简单：如果将来你准备成为股票的净买入者，不管是用你自己的钱直接买入，还是通过持股一家正在回购股票的公司间接买入，股价上涨都会损害你的利益。股价低迷不振反而会增加你的利益。可是，感情因素往往会让事情复杂化：大多数人，包括那些将来会是股票净买入者的投资者，看到股价上涨才会感到内心非常舒服。这样持有股票的投资者，类似于一个经常开车上下班的人，只是因为他的邮箱今天加满了油，就为油价上涨而欢呼。

我和芒格根本不会期望大多数人听了之后会转变想法认同我们。我们已经观察人类行为多年，深深知道这样做根本不起任何作用。但是，我们确实非常希望你们能够清楚地了解我们个人如何思考和计算。在这里我应该坦白地说：我年轻的时候，也是一看到股市上涨就非常高兴。后来我读了格雷厄姆写的书《聪明的投资者》，其中第 8 章告诉投资者应当如何看待股价波动。原来阻挡我的眼光的障碍物马上从我眼前消失，低迷的股价从此成了我最喜欢的朋友。拿起这本书，真是我一生中最幸运的一刻。

最终，我们对于 IBM 的股票投资最主要取决于公司未来的盈利。但是非常重要的第二大影响因素将会是这家公司运用他们准备用于回购的巨额资金能够买回来股票数量的多少。如果公司通过不断回购把流通在外的股票减少到只有 6390 万股，也就是说只剩下我们作为

唯一的一个股东，我将会打破我名声在外的吝啬习惯，给伯克希尔 25 万名员工每人一天带薪假期。

现在，让我们开始仔细核查我们旗下四大类业务。由于各类业务之间资产负债表和利润表的特点差异巨大，把它们混在一起就会妨碍分析。因此我们把它们分成四个独立的企业，我和芒格就是这样看待这些业务的。因为我们可能会从你们有些股东手里回购股票，所以我们会在每类业务分析中提供我们自己对于内在价值相对于账面价值是高还是低的想法。

第四篇：股保险业务

我们先来看看保险业务，这是伯克希尔公司的核心业务，也是多年来推动我们不断扩张的发动机。

财产及意外险保险公司预先接受保险费，在事后支付索赔。在极端情况下，例如某些工人的事故赔偿金问题，会导致索赔支付期限长达几十年。这种“先收钱后赔付”的模式让我们能够持有巨额的现金，我们称其为“浮存金”，这些浮存金并不属于我们，最终将会进入别人的口袋里。在持有期间，我们可以用这些浮存金进行投资，为伯克希尔公司赚取投资收益。尽管从个体而言投保和索赔来来去去，但总体而言我们持有的浮存金的总额相对保费收入的总额的比例却非常稳定。因此，随着我们保险业务的增长，我们持有的浮存金也相应增长。我们过去增长的情况，请看下表：

年份 浮存金（百万美元）

1970 \$39

1980 \$237

1990 \$1,632

2000 \$27,871

2010 \$65,832

2011 \$70,571

我们的浮存金现在规模超过 700 亿美元，未来就算有增长的话，也不可能大幅增长。这主要是因为我们的浮存金相对于保费水平的比例已经过大。我必须加以说明的是，即使未来浮存金出现下降的话，也几乎可能肯定只会是非常缓慢的下降，因此几乎不会对我们产生任何异常的资金压力。

如果我们的保费收入超过我们的费用支出和最终理赔损失之和，在财务报表上就会体现为承保盈利，还有再加入我们的保险浮存金产生的投资收益。如果产生了承保利润，我们就可以享受到无成本使用资金的好处，比这更好的情况是，我们还持有这些资金不但不付任何成本还能因此获得收益。不幸的是，所有保险公司都希望能够取得如此美妙的结果，因此导致了激烈的竞争，在绝大多数年份里竞争如此激烈，以至于财产及意外险行业整体而言出现了相当大的承保亏损。例如，State Farm 这家目前为止美国最大的保险公司，而且经营

管理良好，但在过去 11 年期间有 8 年发生承保亏损。在保险行业有很多办法会导致亏损，而且保险行业还在源源不断地创造出新的亏损办法。

正如我们在这封信的第一部分所说的那样，我们已经在过去 9 年连续实现承保盈利，这一期间我们累计盈利高达 170 亿美元。我相信，未来数年，尽管肯定不是全部年份，我们很可能在大多数年份持续保持承保盈利。如果我们做到了这一点，那么我们的浮存金成本要比无成本更低，就是负成本的。我们肯定将会盈利，这就像有人在我们这里存了 706 亿美元的资金，而且支付手续费以让我们来持有这些资金，而且还让我们可以用这些资金进行投资，所得投资收益完全归我们自己。

那么，这些非常吸引人的保险浮存金会如何影响内在价值的估算？在计算伯克希尔公司的账面价值时，我们的浮存金全部做为负债进行扣减，就像我们必须明天就偿还而且再也不能重新借到同样多的负债一样对待。但是，用这种方式来看待浮存金是不正确的，相反应该把浮存金看作是一笔不断滚动的资金。如果浮存金既能够是无成本的，又能够是长期持续的，那么这种负债的真正价值远远低于会计报表上负债的账面价值。

部分抵销了这种过于高估的负债的因素是属于我们保险企业的 155 亿“商誉”资产，它们在财务上作为一项资产包含在账面价值之中。实际上，这种会计商誉只是代表我们为我们的保险业务创造浮存金能力支付的收购溢价。可是商誉的获得成本和它的真实价值并没有任何联系。如果一家保险企业发生了巨额的持续承保亏损，那么不管与其相关的商誉原始成本是多少，这些商誉资产都应该说是没有任何价值的。

幸运的是，伯克希尔旗下的保险公司并非如此。我和芒格相信，我们旗下保险企业的商誉的经济价值，也就是我们愿意为购买创造同样品质的浮存金支付的价格，肯定远远超过其历史入账价值。我们的浮存金的巨大价值，是我们为什么相信伯克希尔公司的内在企业价值大幅超越账面价值的一个原因，而且是一个重大原因。

我要再次强调，千万不能认为，财产意外险行业的浮存金整体而言是无成本的：我们并不认为在保险行业并没有几家公司拥有类似于伯克希尔品质的浮存金。在大多数年份，包括 2011 年，保险行业的保费收入并不足以覆盖赔付损失和费用支出。因此，保险行业的总利润相对于有形权益的水平，已经持续几十年远远低于美国企业整体水平，这种让保险行业羞愧的业绩表现未来几乎可以肯定还会持续下去。而伯克希尔公司保险业务能够拥有卓越非凡的业绩表现，唯一的原因是我们拥有一些非凡的超级棒的经理人管理着一些非凡的保险企业。下面让我来给你谈谈我们旗下几家主要保险企业。

按照浮存金的规模排序，排名第一的是伯克希尔再保集团（the Berkshire Hathaway Reinsurance Group），由阿吉特（Ajit Jain）负责。阿吉特为那些其它任何人没有意愿或者没有资本实力承担的风险提供保险。他的操作融和了能力、速度、果断、还有最最重要的就是头脑，而他融和以上因素的方式在保险行业是独一无二的。但是他绝对不会把伯克希尔公司置于与我们拥有的资源不相匹配的过高风险之中。事实上，在这一点上，和大多数大型保险公司相比，我们显得远远过于保守。例如，如果发生一些超级巨灾，整个保险行业可能会遭受 2500 亿美元的赔付损失，这相当于保险行业上历史最大损失的三倍，而伯克希尔整体而言在这样的年份不但不会亏损还会有相当大的盈利，这是因为我们公司有多种多样的盈利来源。而与此同时，所有其它主要大型保险公司和再保险公司都将会巨额亏损，有些保险公司甚至会面临破产。

从 1985 年起步开始到 2011 年，阿吉特创造出了一个大型保险公司，拥有 340 亿美元浮存金和相当高的承保利润，这是一个没有其他任何一家保险公司的 CEO 可以相媲美的成就。通过这些成就，他为伯克希尔公司增加了数十亿美元的价值。芒格很乐意用我来交换第二个阿吉特。哈哈，可惜世界上根本找不到第二个阿吉特。

我们旗下还有另外一家实力强大的保险公司是通胀再保（General Re），由泰德·蒙特罗斯（Tad Montross）负责管理。

从根本上讲，一个强健的保险公司在业务运营上需要坚持四大铁律：第一，了解所有可能会导致理赔损失的风险暴露；第二，保守评估任何风险暴露实际导致损失的概率以及如果导致损失要赔付的成本支出是多少。（3）合理制定收取的保费收入水平，以保证扣除预期赔付损失成本和运营费用支出之后平均而言还能产生一定的盈利。（4）如果不能收取适当的保费收入宁愿选择放弃离场。

许多保险公司可以通过前三条铁律的考验，但在第四关遭受失败。当其它竞争对手非常急切承保不合适的保单时，他们明明知道不应该做，可就是无法转身离开。有句老话说：“其他人都在这么干，所以我们也必须这么干”，这句话解释了任何一个行业出现问题的根源，但是对于保险行业来说最为贴切。事实上，一个优秀的保险公司，需要具备独立思考的习惯，这就像一个人在开车回家的路上，接到妻子打来的电话，警告他说：“阿尔伯特，你开车一定要小心。我刚刚听到广播里说，有一辆在州际公路上行驶在错误的反方向上。”他回答说：“宝贝，他们根本没有看清真相的另一半，不只是一辆车，而是有上百辆行驶在错误的反方向上”。

泰德一直严格遵守全部四条保险铁律，这反映到他的经营业绩上。在他的领导下，通用再保持有的巨额浮存金成本比无成本更低。我们希望未来平均而言继续如此。在我们收购后的最初几年里，通用再保是我们最头痛的大麻烦，现在则是我们的大宝贝。

最后要谈的保险公司是 GEICO，在 61 年前 20 岁的我通过投资这家保险公司开始领悟真正的投资之道。GEICO 由托尼·奈斯利（Tony Nicely）负责管理，他 18 岁加入公司，到 2011 年已经为公司服务了整整 50 年。

GEICO 令人羡慕的业绩记录，来自于托尼非常杰出地运行一个超乎寻常非常一流的而且几乎无法复制的商业模式。在托尼担任 CEO 的 18 年期间，公司所占的市场份额从 2.0% 上升到 9.3%。如果这家公司的市场份额只是维持不变，就像他接管公司以前十几年那样，——那么我们现在的保费收入将只是 33 亿美元，而不是我们实际在 2011 年获得的 154 亿美元保费收入。托尼和他的同事们创造的超额价值，是造成伯克希尔的内在价值超过账面价值的主要因素。

汽车保险市场仍然有超过 90% 的市场份额正在等待 GEICO 公司去攻城略地。千万不要打赌托尼未来不能做到年复一年地大块占领新的市场份额。我们的低成本允许我们提供给客户更低的保险收费，因此，每天都有越来越多的人发现，GEICO 保险广告中公司的吉祥物可爱的大壁虎 Gecko 不断劝说他们，去访问 GEICO 官方网站查询比较汽车保险的保费，会让他们省下很多钱。

（我们的这个广告代理人大壁虎还有另外一个非常可爱的特点：和那些独家代言其它保险公司的广告代言人不同，我们这个可爱的小家伙没有经纪人。）

除了前面所说的三家大型保险公司以外，我们旗下还有一群规模较小的的保险公司，其中大多数是在保险世界中一些奇异的角落里做着自己的业务。总体而言，他们持续保持盈利，而且为我们提供的浮存金规模相当大。我和芒格把这些保险公司及其经理视为珍宝。

2011 年底我们收购了普林斯顿保险公司（Princeton Insurance），这是一家新泽西的医疗事故保险公司。这是一次补强型收购交易，进一步扩大了蒂姆（ Tim Kenesey）的管理地盘，他是我们旗下位于印地安那州的医疗保护保险公司（Medical Protective）的明星 CEO。Princeton 为我们带来了超过 6 亿美元的浮存金，这一数字也包括在下面的表格里。

以下是我们所有四大块财产意义险和人寿保险精力的业绩记录：

承保利润 年度浮存金（百万美元）

保险公司 2011 2010 2011 2010

伯克希尔再保..... \$ (714) \$ 176 \$33, 728 \$30, 370

通用再保. 144 452 19, 714 20, 049

GEICO..... 576 1, 117 11, 169 10, 272

其它保险公司..... 242 268 5, 960 5, 141

合计 \$ 248 \$2, 013 \$70, 571 \$65, 832

在全球所有大型保险公司中，我认为伯克希尔是最优秀的保险公司。

第五篇：政府管制的资本密集型业务。

我们拥有两家规模非常庞大的企业，BNSF 和中美能源（MidAmerican Energy），他们具有一些非常重要的共同特点，使得他们我们旗下其他众多企业完全不同。因此，我们在这封信里把他们单独列为一个板块，而且在我们 GAAP 财务报表中也把他们两家的综合财务数据单独列报。

这两家公司的一个关键特点是，他们要投入规模巨大的资金来建设生命周期非常长的而且受到政府管制的资产，其中部分资金来自于并非由伯克希尔公司担保的巨额长期债务融资。这两家公司并不需要我们的伯克希尔公司的信用担保，因为它们盈利能力能够使它们即使是在特别糟糕的商业环境下也能完全满足支付利息的资金需求。在 2011 年根本谈不上强劲增长的经济中，BNSF 的利息保障系数高达 9.5 倍。同时，在中美能源公司，两项关键指标确保了这家公司在所有环境下都具有完全偿付债务的能力：一个是由于我们独家提供必需的服务而具有内在的盈利稳定性，另一个是盈利来源的多元化使其避免受到任何单独一家监管机构监管行动的巨大影响。

以吨公里计算，铁路承担了美国城市间货运总量的 42%，而 BNSF 往下的铁路承担的运输量高于其它铁路公司，占到行业运输总量的 37%。你用简单的算术就能发现，BNSF 的运输量约占美国城市间运输吨公里总量的 15%。毫不夸张的说，铁路是我们经济的循环系统。而我们的铁路是最大的大动脉。

而这样的地位让我们肩负极其重大的责任。我们必须，而且不能有任何失败，维护和改善我们拥有的 23000 公里长的铁路线，上面有 1.3 万座桥，80 条隧道，6900 台机车以及 78600 节货车车厢。这项工作要求我们在所有经济情景下都必须有充足的财务资源，而且具有充足的人力能够保证及时地有效地应对自然界的变化无常，就像 BNSF 在 2011 年费了很多人力来应对大范围暴发的暴雨洪灾。

为了能够圆满完成公司的社会义务，BNSF 定期投资金额远远大于其折旧支出，2011 年投资超出折旧的金额更是高达 18 亿美元。美国的三大主要铁路公司都做出了类似的巨额投资。尽管许多人大声指责我们国家的基础设施支出严重不足，但这种批评对于铁路行业来说并不合适。铁路行业从私人部门融入巨额资金，投入那些未来能够提供更好更加密集服务的投资项目。如果铁路公司不进行这样如此资金规模庞大的投资支出，那么由我们国家财政支持建造的高速公路系统将会面临更加严重的拥堵和维护问题。

像 BNSF 公司进行这种巨额投资，如果未来相对于其增量投入资本而言不能获得适当的收益率，将会非常愚蠢的。但我很有信心 BNSF 依靠其提供的服务的价值而将会赚到适当的收益率。正如很多年前本·富兰克林所说的话，对应到我们的受监管业务，他会说：“照顾好你的店，你的店也会照顾你。”（“Keep thy shop, and thy shop will keep thee.”）对照我们旗下受到政府管制的业务，今天翻译一下这句话就是：“照顾好你的客户，你的客户的代表也就是监管层就会照顾好你。”

在中美能源公司，我们相当于是签订了一种类似的“社会契约”。社会期望我们投入越来越多的资金来满足我们客户未来不断增长的需求。如果我们同时能够保持可靠而且高效地业务运营，那么我们知道我们的这些投资将会获得公平合理的投资收益率。

伯克希尔持有 89.8% 股份的中美能源公司，向美国国内的 250 万客户提供供电服务，在爱荷华州、犹他州和怀俄明州是最大的供电企业，在其他 6 个州也是地位非常重要的供电企业。我们的管道运输的天然气占美国全国的 8%。很明显，数以百万的美国人每天都要依赖我们提供生活必须的供电和供气服务。他们对我们的服务从来没有过失望不满。

中美能源在 2002 年收购北方天然气公司（Northern Natural Gas）时，行业内领先的权威机构对这家公司的管道业务表现评级极差，在行业内 43 家公司中排名第 43 名。而在最新一期报告中，北方天然气公司已经上升到行业第 2 名。第一位则是我们旗下的另一家天然气管道公司 Kern River 公司。

在电力业务上，中美能源也拥有类似于天然气业务的优秀表现。在最近的客户满意度调查中，中美能源旗下的美国公用事业业务在 60 家公用事业机构中排名第 2。而这一切与多年前中美能源收购这些公用事业资产时相比差异巨大。到 2012 年底，中美能源的风力发电将会达到 3316 兆瓦，远远超过美国其他任何一家受到政府管制的电力企业。我们已经投资以及承诺将会投资的风能项目总额达到惊人的 60 亿美元。我们能够做出如此规模巨大的投资，是因为中美能源保留了所有的利润，而不是像其他公用事业企业那样把大部分的利润都分配给了股东。另外，2011 年后期我们上马了 2 个太阳能项目，一个是我们 100% 持股的加州的项目，另一个我们持股 49% 的亚利桑那州的项目，这两个项目需要投入 30 亿美元进行建设。我们未来几乎可以肯定还会建设更多的风能和太阳能项目。

谈到这里，你们应该能够看出来，我对 Matt Rose 领导的 BNSF 和 Greg Abel 领导的中美能源为社会做出的贡献感到非常骄傲。我对他们为伯克希尔股东们做出的贡献既非常骄傲也非常感谢。

中美能源利润表（百万美元）

2011 2010

英国公用事业.....	\$ 469	\$ 333
爱荷华公用事业.....	279	279
西部公用事业.....	771	783
管道	388	378
HomeServices.....	39	42
其它(净值).....	36	47
息税前经营利润.....	1,982	1,862
支付给伯克希尔以外的利息.....	(323)	(323)
支付给伯克希尔优先债务的利息.....	(13)	(30)
所得税.....	(315)	(271)
净利润.....	\$1,331	\$1,238
归属于伯克希尔的利润*	\$1,204	\$1,131

*包括伯克希尔得到的利息收入(扣除相关所得税)，2011 年为 8 百万美元，2010 年为 19 百万美元。

BNSF 利润表

(至 2/12/2010 为历史会计；随后采用并购会计)（百万美元）

20112010

收入.....	\$19,548	\$16,850
营业利润.....	5,310	4,495
利息支出（净）.....	560	507
税前利润.....	4,741	3,988
净利润.....	2,972	2,459

在我们的资产负债表的账面价值中,BNSF 和中美能源的商誉账面价值总计 200 亿美元。可是我和芒格相信这两家公司目前的内在价值都远远高于账面价值。

第六篇：制造、服务和零售业务

伯克希尔这个板块的业务可以说是面面俱到包罗万象。不过首先让我们来看一下整体的资产负债表和利润表。

从 9 月 16 日之后包括我们收购的露博润公司。

资产负债表 12/31/2011(单位：百万美元)

资产负债和权益

现金及现金等价物.....	\$4, 241	应付票据.....	\$1, 611
应收账款与应收票据.....	6, 584	其它流动负债.....	15, 124
存货.....	8, 975	流动负债合计.....	16, 735
其它流动资产.....	631		
流动资产合计.....	20, 431		
递延所得税.....	4, 661		
商誉及其它无形资产.....	24, 755	长期债务及其它负债...	6, 214
固定资产.....	17, 866	少数股东权益.....	2, 410
其它资产.....	3, 661	伯克希尔的股东权益...	36, 693
	\$66, 713		\$66, 713

利润表(单位：百万美元)

2011**20102009

营业收入.	\$72, 406	\$66, 610	\$61, 665
营业成本(包括折旧：2011 年为\$1, 431，2010 年为 1, 362，2009 年为 \$1, 422)	67, 239	62, 225	59, 509
利息支出.....	130	119	8
税前利润.....	5, 037	4, 274	2, 058
所得税和少数股东权益.....	1, 998	1, 812	945
净利润.....	\$3, 039	\$2, 462	\$1, 113

*不包括并购会计调整。

**从 9 月 16 日起包括露博润公司利润。

这个板块包括多家公司，销售的产品包括从棒棒糖到飞机等各种各样的产品。有些企业享有极其出色的竞争优势，用没有财务杠杆的净有形资产收益计算高达 25%到超过 100%以上。其他一些企业这种收益率则在 12%到 20%。但是也有少数企业收益率非常糟糕，这是因为我在进行资本配置时犯下了一些严重的错误。我之所以犯下这些错误，不是因为我在准备收购这些企业时错误地判断了未来竞争优势，就是错误判断了准备收购时错误地判断了企业所在行业的未来发展前景。我试图在并购企业时看清楚未来 10 年或 20 年的发展前景，但有时我的眼光非常糟糕。查理比我做的要好一些，他对我错误收购的一些企业投了反对票，而不是仅仅“出席”会议。

我们决定继续持有我错误收购的那些企业，这可能会让伯克希尔比较新的股东感到迷惑不解。不管怎样，这些公司的盈利对伯克希尔的整体估值来说一点也不重要，而且有问题公司要比优秀的公司需要我们付出更多的管理时间。任何一个管理咨询顾问或或华尔街投资顾问一看我们这些已经成为负担的问题公司就会说：“扔掉他们”。

我们是不做出这种事情的。过去 29 年来，我们在年报中定期列示伯克希尔公司的经营准则，其中第 11 条讲的是，我们一般情况不愿卖掉业绩表现糟糕的公司（大多数情况下业绩表现落后是因为行业因素而不是管理上的缺陷）。我们的做法与达尔文主义者相差甚远，你们很多人可能并不赞同。我可以理解你们的看法。但是，我们曾经对卖家承诺过，并且仍将继续承诺，不管是一帆风顺还是困难重重，在任何情况下，我们都将会继续保留这些公司，同甘苦共患难。到目前为止，坚守这些承诺而付出的金钱损失成本并不算大，而且很大程度上已经被我们因此而在潜在企业出售者中间建立的良好声誉而抵销，因为这些人出售企业时时想为他们珍贵的业务和忠实的伙伴寻找一个正确的而且是永久的家。这些企业所有人知道他们从我们这里能够得到其他任何人都无法给予的承诺，我们对他们的承诺未来数十年都将忠诚不变。

但是请你们理解，我和芒格既不是愿意长期忍受亏损的受虐狂，也不是盲目乐观的乐天派。如果我们制定的第 11 条规则中的任何一个缺点出现，一是这些企业可能未来长期都是一个现金排水管而白白消耗我们的资金，或者劳工冲突非常激烈，我们将采取快速果断的行动彻底放弃这些企业。在我们过去 47 年的经营历史中，这种情况只发生过一两次，而且我们现在拥有的企业没有一个由于陷入困境而要求我们必须考虑放弃。

从这一部分前面的利润表最近三年的数据变化可以看出，美国经济从 2009 年中期以来正在稳步明显复苏。这个板块一共包括我们往下的 54 家公司。但是其中一家公司 Marmon 集团就在 11 个各不相同的业务板块中拥有 140 家企业。简而言之，当你分析研究伯克希尔公司的时候，实际上你就是在分析研究整个美国经济。所以让我们进一步深入分析，看看最近几年发生了什么变化，从中可以给我们更大的启示。

这个业务板块中有四个与房地产相关的公司（其中并不包括 Clayton 房屋公司，我们将其归入金融和金融产品板块），过去 3 年税前利润分别是：2009 年 2.27 亿美元，2010 年 3.62 亿美元，2011 年 3.59 亿美元。如果把这四家与房地产相关的公司从整个板块合并利润表中扣除，你会发现我们种类众多非常分散的非房地产相关业务过去 3 年的营业利润分别是：2009 年 18.31 亿美元，2010 年 39.12 亿美元，2011 年 46.78 亿美元。2011 年约有

2.91 亿美元盈利来自于收购路博润公司。但是除此之外 2011 年度仍有 43.87 亿美元营业利润，这说明美国经济大部分行业已经从 2008 年金融危机的毁灭性打击中复苏过来。虽然房地产相关行业还停留在急诊室里继续抢救，但其他大多数行业都已经出院并完全康复。

2011 年我们旗下制造、服务和零售企业中几乎所有的经理人都取得了优秀的业绩，其中有一些是管理房地产相关企业的经理人而不得不与像飓风一般的经营阻力搏斗。以下是其中几个做得非常优秀的经理人：

- Vic Mancinelli 领导 CTB 公司再次创下盈利新纪录。CTB 是我们的农业设备生产企业。我们在 2002 年以 1.39 亿美元收购了 CTB 公司。收购之后这几年 CTB 为伯克希尔一共分配了 1.8 亿美元股利，2011 年税前盈利 1.24 亿美元，而且账上拥有 1.09 亿美元的现金。Vic Mancinelli 在过去几年又进行了很多补强型并购，其中包括 2012 年初他刚刚签署的一项并购协议。

- TTI 公司，是我们旗下一家电子元件销售企业，2011 年销售收入增加到 21 亿美元，比 2010 年增长了 12.4%。盈利也创下历史纪录，比 2007 年我们收购时增长了 127%。2011 年 TTI 公司的业绩表现远远好于其所在行业中的那些大型上市公司。这一点也不让人感到意外，因为保罗（Paul Andrews）和他的同事们已经连续很多年都打败了他们。我和芒格很高兴得知保罗在 2012 年初正在协商一项规模很大的补强型并购。我们期待以后他做出更多收购。

- Iscar，是我们拥有 80% 股份的一家切割工具公司，2011 年业绩表现继续让我们感到震惊。销售增长和整体业绩表现在其所在行业中是独一无二的。Iscar 公司的经理 Eitan Wertheimer、Jacob Harpaz 和 Danny Goldman 是杰出的战略家和执行者。2008 年 11 月在全球经济遭受严重打击几乎毁灭时，他们却出手收购了 Tungaloy 这家日本领先的切割工具制造商。2011 年春天东京北部地区遭到海啸冲击时，Tungaloy 公司毁坏相当严重。但是你绝对不会想到现在的情形：Tungaloy 公司在 2011 年继续创下新的销售收入最高纪录。我在 2011 年 11 月参观了他们在 Iwaki 地区的工厂，Tungaloy 公司管理层及其员工的热情和贡献深深打动了我。他们是一个非常杰出的团体，值得我们表示尊敬和感谢。

- McLance，是我们旗下的巨型物流配送公司，由 Grady Rosier 公司负责管理，在 2011 年又新增了一些新的重要客户，并创下 3.7 亿美元的税前盈利纪录。从我们 2003 年以 15 亿美元收购了这家公司至今为止，他们一共赚到了 24 亿美元的税前利润，而且由于它们配送的零售商品（糖果、口香糖、香烟）价格上涨导致其后进先出存货准备金增加了 2.3 亿美元。在管理运营物流企业方面，没有人能够比得上 Grady。McLance 未来可能会有一些补强型并购，特别是在我们新开展的葡萄酒和烈酒配送业务上。

- Jordan Hansell 在 2011 年 4 月份接管 Netjets 公司，带领这家公司在 2011 年实现了 2.27 亿美元的税前利润。这是一个特别出色的业绩表现，因为新飞机的分时航空所有权销售在过去一年里大多数时间里都增长缓慢。不过 12 月销售出现了高于季节性正常波动的上升现象，但这种销售上升情况能持续多久还无法确定。

几年之前，NetJets 是我最为担忧的企业，因为这家公司的成本支出远远超出销售收入，而且现金一直大量流出。如果没有伯克希尔的支持，NetJets 公司早就破产了。现在这些问题已经被我们解决了，Jordan Hansell 把 NetJets 转变成一家控制良好运转顺畅的企业，稳定地创造出源源不断的利润。NetJets 正在计划与一些一流合作伙伴合作推进一项进入中

国市场的计划，这一举动将进一步拓宽我们的业务“护城河”。现在没有其他任何一家分时航空所有权企业能够具有 NetJets 如此庞大的运营规模和很宽的服务范围，未来也不会有。正是 NetJets 公司长期坚持不懈专注于安全和服务才赢得了遥遥领先的市场地位。

- 我们很高兴看到 Marmon 公司在弗兰克（FrankPtak）的领导下取得的进步。除了取得了内部增长以外，弗兰克还经常进行补强型并购，这些并购总体上将会显著增加 Marmon 公司的盈利能力。（他在过去几个月里就花费约 2.7 亿美元收购了三家公司。）在全球范围内成立合资企业是 Marmon 另外一个发展机会。2011 年年中 Marmon 公司与 Kundalia 家族合作成立了一家印度起重机公司，目前已经产生了大量的盈利。这是 Marmon 与这个家族合作成立的第二个合资企业，几家之前他们合资的电线电缆公司非常成功。

在 Marmon 经营的 11 个主要行业中，有 10 个行业在过去一年都取得了盈利。你应该对 Marmon 未来几年取得更高的盈利充满信心。

- “买商品，卖品牌（Buycommodities,sellbrands），长期以来都是一个企业经营成功的方程式。正是这个企业成功的方程式让可口可乐自 1886 年成立以来也让箭牌自 1891 年成立以来产生了巨大而且是可持续的盈利。从 40 年前我们收购喜诗糖果开始，我们也享受了喜诗糖果公司运用这个方法创造的高回报，尽管喜诗的企业规模要比可口可乐和箭牌小多了。

去年喜诗糖果公司的税前盈利创纪录达到了 8300 万美元，使得我们收购喜诗以来累计盈利达到了 16.5 亿美元。和这个盈利数据形成鲜明对比的是，我们在收购喜诗的价格只有 2500 万美元，而且年底账面价值（扣除现金后）小于零。（是的，你读到的这个数据是正确的，喜诗使用的资本季节性波动很大，圣诞节之后会达到最低点。）这一切都要归功于 BradKinstler，从 2006 年他接任 CEO 之后带领这家公司不断达到更高的高度。

- 内布拉斯加家具商城（NebraskaFurnitureMart，简称 NFM，我们持股 80%）在 2011 年创造了新的盈利纪录，比 1983 年我们收购时高出十倍以上。但这还不算是大新闻。更重要的大新闻是，NFM 收购了达拉斯北部的 433 英亩的大片土地，我们将会在此建造几乎可以肯定是全美最大的家具商城。目前全美最大的家具商店是我们在奥马哈和堪萨斯的两家分店，每一个分店在 2011 年都创下了超过 4 亿美元历史销售纪录。德州这个分店还需几年才能建成，但是我现在就盼望着去参加开业剪彩。（在伯克希尔公司里面，那些经理人负责干活，我负责接受喝彩和表扬。）

我们的新店将提供种类多得无与伦比的商品，价格也是低得无与伦比，肯定净值吸引无数远近的客户蜂拥而来。如此巨大的客户吸引力，再加上我们在这个地方拥有的大量土地，肯定能够使我们吸引很多大型卖家加入。（任何销量很大的零售商读到这封信，有兴趣的请与我联系。）

我们和 NFM 公司以及管理 NFM 公司的 Blumkin 家族相处得都非常愉快。1937 年，RoseBlumkin（我们所有人都称为 B 太太）创办了这家企业，当时她只有用 500 美元和一个梦想。她 89 岁的时候把公司 80% 的股份卖给了我，又一直工作到 103 岁。（她退休后仅仅一年就去世了。我经常把这个退休的严重后果告诉伯克希尔公司里面任何一个想要退休的经理人。）B 太太的儿子 Louie，现在已经 92 岁了，他从二战后退伍回家后帮助他的母亲创办了这家企业，他和他的妻子 Fran 过去 55 年来一直都是我的朋友。后来，Louie 的儿子 Ron

和 Irv 将公司带到了新的高度，他们先是开办了堪萨斯分店，现在又在全力准备开办德州的分店。

这两个“男孩子”和我一起度过了很多美好的时光，我把他们看作是我最好的朋友。Blumkins 家族是一个非凡的家族。我从来不会让这个家族非凡的基因浪费掉，最近 Blumkin 家族第四代中有几位已经加入了 NFM 公司，这让我感到非常高兴。

总体而言，伯克希尔旗下制造、服务和零售这个板块的内在价值大大超过它们的账面价值。可是对于其中很多规模较小的公司而言，情况并非如此。我在收购小公司上比在收购大公司上犯下了更多的错误。芒格很早以前就告诉过我，“如果有些事情根本就不值得去做，也根本不值得做好，”我本应该更加认真地听从他的话去做。我们在这个板块里收购的大型企业，参每一个都表现良好，其中有几个表现极好，我们在这个板块进行的收购总体而言是大赢家。

有些股东告诉我，他们渴望在我每年写的信中看到更多关于会计奥秘的讨论。那么我就在这里谈一点关于公认会计准则（GAAP）规定的荒谬，我希望大家能够喜欢。

会计常识会告诉你，我们各个子公司入账时，应该用我们收购的成本支出加上他们从我们收购之后留存的收益（除非他们的经济价值大幅减少，在这种情况下进行适当减记账面价值）。这基本上符合的伯克希尔的实际情况，不过 Marmon 公司的非常奇怪的情况是例外。

我们在 2008 年收购了 Marmon 公司 64% 的股份，在我们账上以 48 亿美元的收购成本记入了这部分股东权益的账面价值。到目前为止一切还好。后来在 2011 年初期，按照我们与 Pritzker 家族原来签订的合同，又购买了 16% 的股份，为此支付了 16 亿美元，这个价格是按照一个公式计算出来的 Marmon 公司的公允价值确定的，而公式计算表明公司的公允价值已经提高了。可是在这种情况下，公认会计准则却要求我们追溯到 2010 年底把收购价格减记 6.14 亿美元。（不要提出任何疑问！）很明显，这种减记与经济事实没有任何关联。由于这种减记收购价格并没有任何实际意义，反而导致实际上 Marmon 公司的内在价值与其账面价值之间的差额进一步扩大了。

第七篇：金融与金融产品

这是我们公司中规模最小的业务板块，其中包括：XTRA（拖车）和 CORT（家具）两家租赁公司，美国领先的活动房屋制造商和融资提供方 Clayton Homes。除了这三家我们 100% 控股的子公司，在这一类业务中还包括一系列金融资产以及我们持有的 Berkadia Commercial Mortgage 公司 50% 的股权。

分析考察我们这类业务中的三家公司，在 2008 年后期美国经济从悬崖上坠落以后其价值如何蒸发，很有意义，因为他们的经历体现了危机之后到来的业务复苏一再受挫。

我们的两家租赁公司的业绩表现反映了“非房地产”相关行业的经济增长。他们两家公司的税前利润过去 3 年分别是：2009 年 1300 万美元，2010 年 5300 万美元，而 2011 年为 1.55 亿美元，其盈利的持续增长也反映出我们在几乎所有非房地产相关行业中所看到的稳步复苏。相比之下，Clayton 公司的移动房屋业务（和固定地址上建造的房屋几乎一模一样）经历了名副其实的萧条，至今没有任何复苏的迹象。美国的移动房屋销售量过去 3 年分别是：

2009 年 49789 户，2010 年 50046 户，2011 年 51606 户。（而在 2005 年房地产市场繁荣期间年销量为 146744 户）。

尽管过去 3 年处在如此艰难的房地产萧条中，但是 Clayton 公司仍然继续保持盈利，大部分原因是因为其抵押贷款组合在令人极其难受的环境下仍然表现良好。由于 Clayton 公司是移动房屋业最大的贷款人，而且通常是贷款给中低收入家庭，你可能会推断，Clayton 公司肯定在房地产市场崩溃中遭受了惨重的损失。但由于我们坚守传统贷款的基本原则，即相当高的首付以及占经常性收入合理水平的月供，Clayton 把损失维持在可以接受的水平，甚至是在我们的许多借款人有段时间权益都是负值时也是如此。

众所周知，美国在房屋所有权和抵押贷款政策上像火车脱离了轨道一样，我们的经济如今正在为这些错误付出巨大的代价。包括政府、贷款人、借款人、媒体以及评级机构等在内，我们所有人都参与了这种自我毁灭性的行为。这些愚蠢错误的根本原因是，几乎所有人都相信，房屋的价格必定会一直上涨，任何下跌都是暂时的，一点也重要。接受这种前提假设，就意味着在房地产交易中任何价格和任何行为都是合理的。各地的房屋拥有者都感到自己变得更加富有了，纷纷抢着通过再融资将其房屋增值部分“货币化”。这导致这些规模巨大的现金流入个人的腰包，这为全国各地的消费狂潮提供了大量燃料。当这股消费购物狂潮持续疯狂的时候，一切看起来似乎都非常美好。（一个几乎不被注意的事实是：数量众多的人由于丧失抵押品赎回权而“失去”自己的房屋，可是事实上他们却已经实现了盈利，因为他们在此之前通过再融资拿到的现金超过了原来付出的成本。这这种情况下，被驱逐出房屋的原房主是赢家，而贷款人才是真正的受害者）。

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。

当美国全国的超额房屋存货逐步清理掉之后，Clayton 公司的盈利将会大幅提高。然而，根据现在我所看到的情况，我相信这三家企业的内在价值与其账面价值相比并没有显著的差异。

第八篇：投资业务

以下表格列示了我们在 2011 年底持有的市值超过 10 亿美元的普通股：

持股公司 持股比例 买入成本 年底市值
（百万美元）

151,610,700 美国运通.....	13.0	\$ 1,287	\$ 7,151
200,000,000 可口可乐.....	8.8	1,299	13,994
29,100,937 康菲石油.....	2.3	2,027	2,121
63,905,931 IBM	5.5	10,856	11,751
31,416,127 强生制药.	1.2	1,880	2,060

79,034,713 卡夫食品.	4.5	2,589	2,953
20,060,390 慕尼黑再保.....	11.3	2,990	2,464
3,947,555 浦项制铁.....	5.1	768	1,301
72,391,036 宝洁	2.6	464	4,829
25,848,838 Sanofi.....	1.9	2,055	1,900
291,577,428 Tesco	3.6	1,719	1,827
78,060,769 美国合众银行.....	4.1	2,401	2,112
39,037,142 沃尔玛.	1.1	1,893	2,333
400,015,828 富国银行.....	7.6	9,086	11,024
其它		6,895	9,171
所有流通股		\$48,209	\$76,991

买入成本是根据实际买入价格计算，也是我们计算税款的依据。根据公认会计准则入账的“成本”由于增记或减记而导致与实际买入成本有不同。

2011 年我们的投资持股名单只有为数很少的几只股票变动。但其中有三个投资举动非常重大：我们购买了 IBM 的流通股，买入了美国银行的优先股，还增持了 10 亿美元的富国银行股票。

银行业正在起死回生，富国银行现在业务兴隆。富国银行的盈利强劲增长，资产稳健，资本金也达到历史最高纪录水平。至于美国银行，以前的管理层犯下了一些重大错误。其现任首席执行官 Brian Moynihan 在清理这些错误方面取得了极其出色的进展，不过要完成这个清理错误的过程还需要好几年的时间。与此同时他在把美国银行培育成一家规模巨大的、具有吸引力的、基础坚实的大企业，在今天的问题被人们遗忘之后，能够持续很久。我们可以购买 7 亿美国银行股份的那些认购权证将在到期之前可能将会具有很高的价值。

和我在 1988 年投资可口可乐以及在 2006 年伯灵顿铁路一样，我再一次下手太晚而错过了买入 IBM 公司股票的最好机会。我已经年年持续这家公司的年报 50 多年了，可是直到 2011 年 3 月的一个星期六，我的思考才突然清晰而明确。正如梭罗所说：“重要的不是你看了什么，而是你看到了什么。”（It’s not what you look at that matters, it’s what you see）

Todd Combs 去年建立了买入成本为 17.5 亿美元的投资组合，Ted Weschler 将会很快建立一个规模相近的投资组合。他们每个人的绩效奖金中，80%来自于个人业绩，20%来自于合作伙伴的业绩。当我们的季度申报文件披露了占组合比例相对而言很小的持股时，这些股票不太可能是我买入的（尽管媒体经常会忽略这一点），往往这些持股表明是 Todd 或者 Ted 的买入运作。

对这两位新来的投资经理人，我还有一点要补充说明。Ted 和 Todd 都会对伯克希尔的下一任首席执行官进行收购企业时很有帮助。他们拥有非常出色的“商业头脑”，能够抓到那些可能决定很多种企业未来发展前景的经济力量。由于他们两人了解什么是可以预知的，什么是不可知的，他们的思考很有帮助。

关于我们的金融衍生品仓位，并没有什么新东西需要报告，在过去的年报中已经解释得非常详细。（从 1977 年以来我们的所有年报都可以在 www.berkshirehathaway.com 上查阅到。）然而，我必须谈谈一个重要的行业性变化：虽然我们现有的合约只有非常小的担保物要求，但是对于新建立的仓位的规定已经改变了。因此，我们将不会新建任何大规模的衍生品仓位。我们回避任何一种要求立即提供担保物的合约。由于某种事前根本无法预料到的重大事件，比如全球金融危机或者大规模恐怖袭击，就会导致某些突然且要求提供巨额担保物的要求，这完全不符合我们的首要目标是保持多到有很大冗余的流动性和高得毫无疑问的财务实力。

我们持有的类似于保险的衍生品合约，根据包括高收益率债券指数达到预定数值在内的各种条款规定我们就要赔付。那些让我们损失风险最大的合约已经过期，其余的合约将会很快到期。2011 年，我们为两笔合约亏损支付了 8600 万美元，这也让我们的赔付总额达到了 26 亿美元。我们几乎可以确定，这个投资组合最终将会实现“承保利润”，因为我们收到的类似保费收入是 34 亿美元，而我们未来的亏损会低于收入。此外，我们的这类合约的 5 年合约期间我们持有的浮存金平均每年为 20 亿美元。在面临巨大信贷压力的时期还能够取得如此成功的业绩表现，这突出表明了获取保费收入一定要与承担的风险相匹配是多么重要。

考虑到我们未来能够长期持有 42 亿美元的浮存金超过 15 年以上，而且我们已经在那些我们回购的合约上赚到了 2.22 亿美元，我和芒格仍然相信，我们的股票指数卖方期权仓位将会产生相当可观的利润。2011 年年底，伯克希尔的账面价值包括现有衍生品合约产生的负债 85 亿美元。如果这些合约全部持有到期，我们将会支付 62 亿美元。

第九篇：投资者的基本选择与我们的强烈偏好

投资经常被描述为这样一个过程：现在投入一些钱，期望未来收回更多的钱。在伯克希尔公司，我们采用更加严格的标准，把投资定义为：现在把购买力转让给别人，基于合理的预期，未来按照名义货币收益缴税之后，还能够收回更多的购买力。用更加简洁的话说，投资就是放弃现在的消费，是为了将来某个时候拥有消费更多的能力。

从我们的定义可以推出一个重要的结论：一项投资的风险高低不能用贝塔值来衡量，（beta，贝塔值，一个根据波动性形成的华尔街金融术语，经常用于衡量风险），而应该用可能性来衡量，就是在他计划持有期限之内，这项投资导致其持有人的购买力出现损失的合理概率。资产的价格可能会巨幅波动，但只要能够合理地确定这些资产在持有期间能够带来购买力的增加，就不能说这项投资是有风险的。后面我们将会分析说明，一项价格没有波动的资产可能会充满风险。

可供选择的投资种类繁多，而且各有不同，但是，投资总体上可以分为三大类，理解每类投资的特点非常重要，因此让我们来仔细分析这三类投资。

第一类投资：基于货币的资产

第一类投资是基于一种特定的货币来命名的投资，包括货币市场基金、债券、按揭、银行存款和其他投资工具。大多数此类基于货币资产的投资都被视为“安全的”，但事实上这类货币资产却可能属于最危险的资产。它们的贝塔值可能是零，但它们的风险值却是巨大的。

上个世纪，这类基于货币的投资工具在很多国家摧毁了投资者的购买力，尽管投资持有人一直能够按时收到支付的利息和本金。而且，这样的糟糕结果未来一再重现。政府决定货币的最终价值，而且系统性力量有时会导致政府更加偏重采取那些会导致通货膨胀的政策。而这些政策总是会一次又一次失去控制。

即使是在美国，尽管政府强烈希望维持美元稳定，但是，从 1965 年我接管伯克希尔哈撒韦到 2011 年，47 年来美元贬值幅度令人震惊，高达 86%。47 年前花 1 美元能够买到的东西，今天要花 7 美元以上。因此，过去 47 年，即使是一个免税机构也必须取得 4.3% 的债券投资年收益率，才能保持购买力不变。假如管理层想把任何一部分利息收入视为“收益”，他们一定是在和自己开玩笑。

对于像你我这样必须缴税的投资者来说，这种情况就更加糟糕了。在过去这 47 年里，美国短期国债（Treasury bill）不断地滚动发行，年收益率 5.7%。听起来好像还不错。但对于一个所得税率平均为 25% 的个人投资者来说，这 5.7% 的国债名义收益率却不能够产生任何实际收益率。投资者可以看得见的所得税将从他得到的 5.7% 名义收益率中拿走其中的 1.4%，通货膨胀这个看不见的“税收”将吞噬掉剩余的 4.3%。值得注意的是，尽管投资者可能认为看得见的所得税是他的主要负担，可是看不见的通货膨胀“税”拿走的收益相当看得见的所得税拿走的收益的三倍还要多。没错，每张美元上都印着“我们信仰上帝”这句话，但实际上启动美国政府印钞机的并不是拥有高尚动机的上帝之手，而是充满错误的凡人之手。

当然，投资基于货币的资产时，高利率能弥补因此而必须面临的通胀风险。实际上，1980 年代早期的高利率确实很好地做到了这一点。可是，现在的利率水平还不足以抵消投资者承担的购买力减少的风险。因此，现在的债券应该贴上一个警告风险的标签。

因此，在目前利率水平低于通胀率的环境下，我一点也不喜欢那些基于货币的投资。尽管如此，伯克希尔持有的这类投资的规模仍然相当庞大，其中主要是短期品种。不管利率水平是多么低，在伯克希尔，保持充足流动性的需要现在总是被置于极其重要的中心地位，将来也绝对不会轻视一点点。为了满足这种流动性的需要，我们主要持有美国短期国债（Treasury bill）——这是在最混乱的经济环境之下想要获得流动性时唯一能够靠得住的投资品种。我们正常运营的流动性水平要求是 200 亿美元，100 亿美元是我们的绝对下限。

在满足了流动性需要和监管层要求之外，我们一般不会购买基于与货币资产相关的证券，除非它们有可能提供非同寻常的高收益率——可能是由于一个特别的借款被错误定价，就像垃圾债券间歇性暴跌期间那样，某只公司债定价过低；也可能是由于利率已经上升至较高的水平，从而提供在利率下降期间发行的高评级债券实现较大资本利得的可能性。

尽管我们过去曾经都利用过这两种机会，未来也有可能再次利用，但是现在我们对这类投资机会的态度却是 180 度大转弯。今天，华尔街人士谢尔比·库洛姆·戴维斯（Shelby Cullom Davis）多年前说的一句辛辣的评论看起来非常适用：“债券的推销广告说是能够提供无风险的回报，可是现在的价格而言其实提供的是无回报的风险。”

第二类投资：无法生产出任何东西的资产

第二大类投资是那些永远不会生产出任何东西的资产，投资者之所以买入，是因为他希望其他投资者将来会支付更高的价格从他手里买走这些资产，尽管这些人同样也知道这类资产永远不会有产出任何东西。在所有这类资产中，最典型的例子就是郁金香，17 世纪时，它一度短暂成为这类买家的最喜爱的投资品种。

第二类投资指的是永远也不会生产任何东西的资产，投资者买入时只是希望其他投资者——这些人同样也明白这类资产永远都不会有产出——将来会以更高的价格接手。最典型的就是郁金香，17 世纪时，它一度成为此类买家的最爱。

第二类永远不会生产的资产中最主要的资产是黄金。对于恐惧黄金以外所有其它资产尤其是纸币会大幅贬值的投资来说，黄金是他们最为喜爱的投资。（纸币的真实价值正如我们前面所说购买力长期会大幅下降，他们的恐惧是正确的。）不过，黄金有两个明显的缺点，一是没有太多用途，二是没有生产繁殖能力。的确，黄金有一些工业和装饰用途，但这些用途的黄金需求量是有限的，也没有能力消化新增的黄金产量。同时，如果投资者一直持有一盎司黄金，不管你持有多少年，最终的结果还是只有一盎司黄金。

大多数投资者买入黄金动机是因为他们相信对于货币贬值的恐惧会进一步升级。过去十年都证明这个信念是正确的。除此之外，黄金价格的持续上涨本身也刺激投资者产生了更多的购买热情，吸引了那些把金价上涨看作验证了这种投资理论的投资者更多买入。随着“跟风”投资者的涌入黄金投资的狂潮，他们创造出他们自己的真理，不过只是在一段时期内。

在过去 15 年里，我们看到的网络股泡沫和房地产泡沫都证明了：一个最初合理的投资观念，再加上广泛宣传而人人皆知的价格上涨现象，结合在一起，就能造就非凡寻常的过度市场泡沫。在这些市场泡沫中，很多最初持怀疑态度的投资者后来也不得不市场给出的价格上涨“证据”低下了头，买方群体迅速大幅扩张，在一段时间内，本身大量增加的买入资金就足以维持泡沫继续膨胀。但泡沫膨胀扩大到一定程度，就会不可避免地破裂。到那个时候，就会再次验证那句老话：“最早先去做的是聪明人，最后跟着做的是大傻瓜。”（What the wise man does in the beginning, the fool does in the end）。

今天，全球的黄金库存约有 17 万公吨。如果把全球所有的这些黄金熔化到一起，就会形成一个三个边长都是为 20.73 米的立方体。（大小差不多正好可以放在一个棒球场的内场里。）以我现在写作时的金价每盎司 1,750 美元计算，全球所有库存黄金的市值约为 9.6 万亿美元。我们将这个全球黄金做成的立方体称为 A 组资产。

现在，让我们用同样的资金成本创建一个 B 组资产。用现在买下全球所有库存黄金的 9.6 万亿美元资金成本，我们可以买下美国所有的耕地（162 亿平方公里，年产值约 2,000 亿美元）和 16 家埃克森美孚石油公司（Exxon Mobils）（全球最赚钱的公司，每年盈利超过 400 亿美元）。除此之外，还剩下约 1 万亿美元可用作四处走动的流动资金（因此，即使是如此超级大手笔的投资后也丝毫不会感到手头资金紧张）。难道你能想像一个拥有 9.6 万亿美元资金的投资者会选择购买 A 组资产而不是 B 组资产？

除了目前全球库存黄金的市值高得惊人之外，按照当前的金价计算，如今的黄金年生产量的市值也高达约 1,600 亿美元。黄金的买家，不管是珠宝制造商，工业用户，非常恐惧

货币贬值的个人，还是投机者，都必须不断地消化这种每年不断增加的黄金供应量，这样也仅仅只能让金价在目前的价格水平上保持供需均衡。

从现在开始往后的未来 100 年期间，整个美国的 162 亿平方公里耕地将产出数量惊人的玉米、小麦、棉花和其他农作物。而且不论未来货币是什么样，这些耕地都会继续产出这样价值巨大的回报。在未来 100 年期间，埃克森美孚石油公司可能会向股东派发了几万亿美元的分红，而且公司还将会持有价值很多万亿美元的资产规模（记住你一共拥有 16 家埃克森美孚石油公司）。100 年内 17 万公吨黄金的体积大小不会有丝毫变化，而且仍然不会有产出任何东西。当然，你可以天天爱抚这个黄金立方体，但是它却不会对你有任何反应。

不可否认，即使是 100 年之后，当人们感到恐惧时，很多人可能还是会冲向黄金疯狂买入。但是，我相信，当前市值 9.6 万亿美元的 A 组黄金资产在未来 100 年期间的复合收益率将会远远低于 B 组耕地和股权资产。

第三类资产：生产性资产

当恐惧心理达到顶点时，第一类资产第二类投资最受欢迎：对经济崩溃的恐惧推动个人投资者基于货币的资产，大部分是购买美国国债；而对货币贬值崩溃的恐惧会推动人们蜂拥买入黄金等永远不会生产出任何东西的资产。在 2008 年后期，我们听到人人都在说“现金为王”，而这个时候反而应该是把花掉现金而不是持有现金。同样，在 1980 年代早期，我们听到人人都在说“现金是垃圾”，但是那个时候固定收益投资却是处于我们记忆中最有吸引力的高收益率水平。在这两种情况下，那些盲目跟随大众的投资者们为了自己感到内心舒适安定而付出了沉重的代价。

我自己最看好的投资，你知道，就是我们接下来要谈到是第三类投资：对于生产性资产的投资，不管是企业、农场，还是房地产。最理想的资产应该符合两个标准，一在通货膨胀时期能够创造出源源不断的产品，这些产品本身能够提价而保持其企业购买力价值不变，二是只需最低水平的新增资本投入。农场、房地产和许多优秀企业，比如可口可乐公司、IBM 公司以及我们拥有的喜诗糖果公司都属于符合这两个标准的优质资产。当然其他公司，比如受到政府管制的公用事业公司，就不能符合第二条标准，因为通胀会给它们带来沉重的追加资本投资负担。为了获得更多盈利，这些公司的股东们必须投入更多的资本。尽管如此，这类对于生产性资产的投资还是优于非生产性投资和基于货币的投资。

不管未来 100 年以后的货币形式是黄金、贝壳、鲨鱼牙，还是今天这样的小纸片，人们还是会愿意用自己几分钟的日常劳动，来换取一罐可口可乐或一些喜诗巧克力花生糖。未来，美国人肯定将运输更多的商品，消费更多的食品，要求更大的住房。人们将会永远用自己生产的东西交换别人生产的东西。

美国企业将会继续高效地生产提供美国人需要的商品和服务。打个比方，这些商业“奶牛”将会存活上百百年，还会生产更多数量的“牛奶”。决定这些商业“奶牛”价值高低的因素不是商品交换的媒介，而是它们的产奶能力。对于奶牛的主人来说，来自销售牛奶的利润将会复合增长，就像 20 世纪的股票投资一样，在这 100 年间道琼斯指数从 66 点增长到了 11,497 点（与此同时还支付了很多股息）。伯克希尔的目标将是不断增加自己持有一流企业的股权。我们的第一个选择是整体收购这些一流企业成为唯一的主人，但是我们也愿意通过持有很大数量流通股的方式成为拥有部分股权的股东。我相信在未来任何一个较长的时

期内，对于一流企业的这类投资结果都将证明，这类投资是我们前面分析的三类投资中遥遥领先的优胜者。更重要的是，这类投资也将是最安全的投资。

最终篇：年度股东大会

伯克希尔公司年度股东大会将在 2012 年 5 月 5 日星期六在美国奥马哈市的 CenturyLink 中心（这是原来的 Qwest 中心更换新名）。我们公司总部的员工 Carrie Kizer 2011 年首次担任年会上我们往下公司产品表演的总导演，做得非常好，因此赢得终身导演的职务。所有人都喜欢她做的这份工作，尤其是我。

CenturyLink 中心的大门 7 点打开。之后我们马上会推出一个新的活动项目：扔报纸挑战赛。2011 年后期，伯克希尔公司收购了奥马哈世界先驱报（the Omaha World-Herald），在我们做为控股股东和员工的见面会上，我大谈我少年时期当报童时送了 50 万份报纸，练就一手卷报纸和扔报纸的绝技。

我刚刚说过，就看到台下的记者们充满怀疑的眼光。这并不让我感到吃惊。毕竟，记者的职业准则是：“如果你妈妈说她很爱你，也要检查一下是否属实。”现在我得实际证明我所说的全部属实了。在股东年会上，我将和所有来宾参与一场把奥马哈世界先驱报投掷比赛，看看谁能把报纸投掷得到距离 10 米远的一座 Clayton 移动房屋的门口最近的地方。比我扔得更近的人就能获得一只雪糕。我已经让为这次挑战赛多准备几只雪糕，不过我怀疑这些奖品根本用不上，因为我想没有人会赢我。我们会有一大摞报纸。抓起来一份，卷好（没有皮筋），瞄准好用力扔，你肯定会输给我，让我开心一下。

8:30，伯克希尔最新制作的年会电影开始放映。一个小时后，9:30，我们将开始进行提问回答，并将一直持续到下午 3:30 为止（中间短暂休息在 CenturyLink 中心的摊位上有午餐供应）。问答环节结束之后，短暂休息一下，我和芒格在 3:15 将正式召集大家召开年度股东大会。如果你要在白天的提问回答期间离开会场的话，请在芒格讲话的时候离开。

当然，离开会场的最好理由是去购物。我们为了给各位提供最好的购物服务，在与股东年会会场相邻的 1.8 万平方米的大厅里摆放了伯克希尔下属公司生产的各种商品。去年年会期间各位股东做得很棒，很多产品的销售都创下历史新高。年会召开的 9 个小时期间，我们销售了 1,249 双 Justin 靴子，11,254 磅喜诗巧克力，8,000 Quikut 小刀（每分钟销售 15 把），6,126 双 Wells Lamont 手套。（我最关注的产品是钱。）但是你们今年能够做得更好。记住：谁说金钱不能买来快乐，只是因为他没有到我们这里来购物过。

今年新加入展览的公司是我们下属的一家跑鞋公司。Brooks 持续不断地攻占更多的市场份额，2011 年的市场份额已经高达 34%。大家有空一定要去 Brooks 的展台拜访一下这家公司的 CEO Jim Weber，向他表示祝贺。同时一定要买入一双限量款“伯克希尔·哈撒韦专属跑鞋。”

GEICO 将设一个展台，有来自全美最优秀的保险顾问为您服务，他们随时准备为您提供汽车保险询价。在大多数情况下，GEICO 将会给您一个股东特别折扣（通常是 8%）。我们开展业务的 51 个行政区域中有 44 个都批准了这个特别优惠。（额外提示：这个折扣不可以与其他优惠累加使用，比如给予特定群体的优惠）。把你现有的保单拿过来，看看我们能否帮你多省点钱。我相信我们至少可以帮助你们中一半人省去更多保险费。

一定要 Bookworm 书台, 这里将会提供超过 35 种图书和 DVD, 其中有一些是新出版的。我特别推荐关于讲述我们一个做得下属公司 MiTek 发展历史的一本书。你将会从书中看到, 我最初对这家公司产生兴趣的原因是, 我收到了一个邮包, 里面装着一块丑陋的金属块, 我根本不知道有什么用。自从我们 2001 年收购之后, MiTek 公司收购了 33 家企业, 几乎都很成功。我想你也会喜欢 Peter Bevelin 编写的一本小书, 这本书汇总了我和芒格过去多年来在公司年报和股东大会上说的话, 解释了伯克希尔公司的投资和经营的原则。如果您需要把买的书快递回去的话, 旁边就有快递服务。

如果您是一位愿意花大钱的大款, 或者希望成为这样的大款, 请在周六中午到下午五点参观位奥玛哈机场东侧的伊里亚特航空中心 (Elliott Aviation)。那里有我们下属的 NetJet 公司的私人专机编队, 将让您心跳加速。坐着大巴来, 乘着私人飞机回。别担心钱不够, 我会给你贷款。

随同附上的股东大会资料中有个附件, 告诉您如何获取参加股东的凭证, 凭此才能参加股东年会和其它活动。在伯克希尔股东大会召开的周末, 航空公司有时会提高机票价格。如果你从很远的地方过来, 可以比较一下飞到肯萨斯与奥马哈的价格。飞到肯萨斯, 再开车到奥马哈, 只需要 2 个半小时左右, 也许这样可以帮你省掉一大笔钱, 尤其是你本来就打算在奥马哈租车的话。省下来的钱, 一定要在会场上购物花掉噢。

内布拉斯加家具商场 (Nebraska Furniture Mart, NFM) 位于 72 街上, 在 Dodge 和 Pacific 之间, 占地 77 英亩, 在这里我们将会再次举办“伯克夏周末”特价促销活动。2011 年, 这家商场在年会期间销售收入为 3270 万美元, 比很多家具商店一年的销售收入总额还要高。要得到伯克夏股东的特别优惠, 你必须在 5 月 1 周二到 5 月 7 日周一之间购买并出示参加年会的凭证。这次特价促销包括了几个著名的大牌厂家产品, 一般情况下严禁打折销售, 但考虑到这是一个特别股东周末活动, 所以特别破例只为参加股东大会人士提供优惠折扣。我们特别感谢他们的支持。NFM 在周一至周六早十点到晚九点营业, 周日是早上十点到晚上六点营业。周六下午五点半到晚八点, NFM 将会举行野餐会, 邀请所有与会者参加。

在 Borsheim's 珠宝店, 我们将再次召开两场股东专场活动。第一个活动将是一场鸡尾酒会, 在 5 月 4 日周五下午 6 点到晚上 10 点举行。第二个活动是一个大型聚会, 在 5 月 6 日周日早上九点到下午四点举行。周六, 我们将会营业到下午六点。在星期天下午两点左右, 我本人将会亲自在 Borsheims 担任售货员, 我极度渴望能够打破我去年创下的销售记录。所以请大家来照顾我的生意吧, 我会给你一个疯狂的巴菲特特别优惠价格。

在 Borsheim 外面所搭的商场里, 美国两届棋赛冠军 Patrick Wolff 将蒙上双眼, 所有挑战者们六个一组, 他一个人同时和 6 个人对奕。就在附近, 著名的达拉斯魔术师 Norman Beck 将进行精彩表演。另外, 两位世界级桥牌顶尖高手 Bob Hamman 和 Sharon Osberg 也会在周日下午与我们的股东们进行比赛。两位非专业选手, 我和芒格, 也会参加。

Gorat's 餐厅会从下午 1 点营业到晚上 10 点, Piccolo's 餐厅将会从下午 4 点营业到晚上 10 点。这两家都是我喜欢的餐厅, 周日晚上我会在两家餐厅都吃上一顿。(保险精算资料表明, 在我死之前要消耗 1.2 亿卡路里, 我非常担心我还没有吃够就死掉了, 所以星期天要提前多吃一顿)。请记住, 要在 Gorat's 订餐, 请在 5 月 1 日拨打电话 402-551-3733 (但不要提前), Piccolo's 订餐电话是 402-342-9038。在 Piccolo's 餐厅, 要显得你有品位, 就得要上一大杯饮料作为甜点, 要小杯不是男子汉。

今年我们将再次邀请同样的三位财经记者引领年会问答环节，他们通过电子邮件收集股东提交给他们的问题，向我和芒格进行提问。这三位记者和他们的电子邮件地址分别是：财富杂志记者 Carol Loomis: cloomis@fortunemail.com; CNBC 记者 Becky Quick: BerkshireQuestions@cnbc.com; 纽约时报记者 (Andrew Ross Sorkin: arsorkin@nytimes.com。

今年我们另外增加了一个负责提问的专业人士小组，他们是三个追踪伯克希尔的金融分析师：KBW 公司的 Cliff Gallant, Barclays Capital 公司的 Jay Gelb , Dowling and Partners 的 Gary Ransom。这些分析师会提问他们自己想问的关于伯克希尔公司的问题，他们将会记者以及现场听众轮流提问。

我和芒格相信，所有股东都应该有渠道能够同时知悉伯克希尔公司的最新信息披露，而且应该有足够的时间进行分析，这也是我们为什么总是努力安排在周五收盘之后公布公司财务信息的原因。我们不会与大型机构投资者或分析师进行一对一沟通。我们新增加一个分析师小组就是为了让分析师提出问题，也许会有几个技术性强的问题，希望这能够对很多提供帮助。

我和查理事先都不知道任何与问题有关的东西。我们知道，记者和分析师会挑选一些难以回答的问题，这正是我们所希望的。总的来说，我们希望至少回答 54 个问题，三个记者和三个分析师每个人提问 6 个问题，现场听众提问 18 个问题。如果还有一些剩余的时间，我们将会回答现场听众更多的问题。听众提问者将通过 8 点 15 分举行的抽签决定，13 个提问用的话筒分别放置的会场不同的区域和主要的分会场。

我有非常充分的理由，我会定期高度赞扬我们下属公司负责经营管理的经理人取得的成就。他们都是真正的全明星，管理企业就像这是他们家族唯一持有的资产一样。我相信他们的这种心态，和那些大型公众持股公司管理层全心全意为股东谋利益的态度完全相同。大多数经理人根本没有任何财务需要来工作，他们追求的最大报酬是享受在企业经营上打出本垒打的快乐。

可是，和这些下属公司经理人同样非常重要是在总部办公室和我一起工作的 23 名男女同事（所有人在同一个楼层办公，我们特意这样安排！）。这个只有 23 人的团队高效处理各种事务：美国证监会和其他监管部门大量要求，制作多达 17839 页的联邦收入所得税申报文件，还有州收入所得税和海外收入所得税相关文件，回应股东和媒体的无数个询问，寄送年度报告，筹备全美规模最大的上市公司股东年度大会，协调董事会活动，他们的活动名单还可以列举出来很多很多活动。

他们态度愉悦地处理这些企业事务，效率之高简直令人难以置信，让我倍感轻松和快乐。他们的努力并不仅局限于伯克希尔公司相关的活动，他们还需要同 48 所大学打交道，这 48 所大学是从 200 名申请大学中筛选出来的，在该学年将选送一些学生到奥马哈，与我共同度过一天的时间。他们还要处理我收到的各种请求，安排我的旅行，甚至去帮我买午餐的汉堡包。没有一个 CEO 像我做得这么舒服了。

沃伦·巴菲特 董事会主席

2012 年 2 月 25 日