

## 2013 巴菲特致股东的信（全文翻译版）

转载请注明出处， <http://blog.sina.com.cn/u/1410486345>,

### 巴菲特致股东的信（ 巴菲特致股东的信（2013 年）初稿版

2012 年，伯克希尔的总收益为 241 亿美元。我们用了 13 亿美元回购公司股票，这使得我们的资产净值增加了 228 亿美元。A、B 类股票每股账面价值增长了 14.4%。在过去的 48 年，我们的账面价值从 19 美元增长到 114214 美元，年复合增长为 19.7%。

过去的一年伯克希尔有很多的好事情，但是似乎应该先说说不太好的。自 1965 年我掌管伯克希尔开始，我从未想过能够一年能够获得 241 亿美元的收益，一些比较我们已经在第一页有所呈现。

但是这个表现并不尽如人意，在过去 48 年中，这是我们的账面价值上升幅度第九次跑输标普的上涨幅度（包含股息和价格上涨），值得一提的是，在这 9 年的八个年头里，标普指数上涨幅度超过了 15%（译者注：伯克希尔跑输的 9 个年头只有 2004 年标普上涨 10.9%），我们更擅长逆势投资。

如果以 5 年为周期，过去的 48 年里有 43 个这样的周期，到目前为止，43 个 5 年周期，我们还没有一次被标普打败过，然而，这次可能有点不一样，如果 2013 年标普继续高歌猛进，哦，NO，我们这个记录将可能被打破。（译者注：1、过去四年伯克希尔已经有三年跑输标普；2、过去四年为周期的话，标普也已经跑赢了伯克希尔；3、巴菲特早年说过，在指数小幅上涨或者下跌的背景下，跑赢往往不成问题，但是猛烈上涨的年份却很难）

不管伯克希尔表现如何，有一件事情你无论如何都要坚信，那就是查理和我都不会改变我们投资的标尺。而以比标普上涨更快的速度提升伯克希尔的商业价值是我们的工作，如果我们做到了这一点，虽然不可预知，但是随着时间的推移，最终，是的，是最终伯克希尔的股价上涨也将超越标普的上涨幅度。而如果不幸，我们没有做到这一点，我们的管理对于我们的持有者而言是毫无价值的，因为他们完全可以直接买入成本更低的以标准普尔为标的的指数型基金。

查理和我都始终坚信，随着时间的推移，伯克希尔的内在价值增长速度能够小幅的跑赢标普指数。我们的自信是因为我们有着一些牛逼（outstanding 翻成优秀显然是不够的）的企业，一个牛逼的管理团队以及以投资者利益为导向的企业文化。当市场下跌或者小幅上涨的年份，相比较而言，我们一定是更棒的，但是在过去几年的这种高歌猛进的 market 里，我们很难打败市场。

另外一件让哥不爽的事情是，2012 年在重大并购方面，我一无所成，我追几只大象追得满头大汗，结果是两手空空。

不过，似乎我们的运气在今年有所好转，我们在 2 月份联手 3G 资本收购了亨氏，我们一半股权，这个由巴西著名的商人和慈善家豪尔赫 保罗 雷曼领导的 3G 资本占一半。

这是再好不过的企业了。保罗和我是老朋友了，他也是一个杰出的管理人士。保罗他们和伯克希尔各出资 40 亿美元购买普通股，而伯克希尔还将出资 80 亿美元购买优先股。这些优先股除了能获得每年 9% 的股息意外，还将享有如下的两个优先权：1、在某些时点，他可能会出现一个明显溢价的回购（译者注：还记得 08 年投资高盛的 50 亿美元优先股吗？）；2、这些优先股让我们优先享受购买亨氏 5% 股权的权利。

我们大概一共投资了 120 亿美元，但是我们仍有足够的现金，而且现金额还在快速增长。查理和我已再次踏上征途，继续寻找大象。

现在该说说好的了。

为我们提供利润最多的五个非保险类企业：BNSF（伯灵顿北方圣达菲铁路），Iscar（伊斯卡切削工具），lubrizol（路博润特种化学），Marmon（美联集团）和中美能源将会在 2012 年为我们提供超过超过 100 亿美元的税前利润，是的，他们做到了。尽管美国经济要死不活的，甚至还拖累了全球经济，我们的五大金刚还是在 2012 年度利润比 2011 年度增长了 6 亿美金，合计达到 101 亿美元。这一些企业里，我们在八年前就控股了当年只有 3.93 亿美元税前利润的中美能源，随后我们用全现金交易购买了这五家中的三家。在购买第五个企业 BNSF 的时候我们用现金支付了所需资金的七成，剩余金额以增发 6.1% 的股票来支付。因此总计给我们贡献 97 亿美金利润的五家企业只带给我们股东权益少量的稀释，这个更符合我们不仅要增长，更要增加每股利润的目标。

除非遇到我们没有预期到的美国经济崩溃，否则由 5 位杰出的执行官掌管的我们的五大金刚应该在 2013 年度获得更高的收益。

尽管在 2012 年我本人没有做成一项重大的并购，但是我们的子公司的管理者们做的那就好太多了，我们的“补强型”并购创下了记录（译者注：bolt-on 这种术语让不做投资的人不知道会翻成什么，这里的意思是指那些对公司有益的并购），我们用 230 亿美元收购了 26 家公司，并让这些新并购的公司磨合进了现有业务。在这些交易中，没有新发行伯克希尔 哈撒韦的股票。

查理和我当然爱极了这些并购，既不需要总部承担，又使得子公司的管理者们更有余地发挥。

而我们的保险业务更是大放光彩，在向伯克希尔提供了 730 亿美元的浮存金进行投资的同时，他们还实现了 16 亿美元的承保利润，这已经是连续第十个年头实现承保盈利了，他们太棒了。

盖可（政府雇员保险公司）作为保险业务的引领者，继续扩大市场份额的同时又坚持了我的一贯原则（译者注：此处的 discipline 不能简单翻译成纪律，巴菲特在多次信中提到宁可要利润也不要盲目的扩大规模，此处专指他的这个一贯原则）。自从 1995 年伯克希尔全面控股盖克以后，盖克在个人汽车保险市场的份额从 2.5% 增长到了 9.7%，保费总额则从 28 亿美元提升到 167 亿美元。嗯...我相信，更多的增长近在眼前。

盖克的优异表现自当归功于托尼和他的 27000 名伙伴们。不仅如此，我们还应该继续拓宽我们的护城河。或许是漫漫长夜，抑或是刮风下雨，抑或是满路泥泞，不管是多大的困难都不能阻止他们前行的道路，他们正用他们的实际行动告诉美国人，如果你去 GEICO.com 将会是多么的省钱。

当我计算上天给我的恩赐的时候，我是多么的希望它赐给我两个盖克。

托德康布斯和泰德威施勒，他们是我们的两位新的投资管理人，他们的优异表现证明了他们的脑袋瓜很聪明，投资模式很完整，而且对于伯克希尔在投资组合管理方面很有帮助，还非常适应我们的企业文化。能够得到这两位优秀的投资管理人，我感觉就像中了大乐透一样，2012 年他们的管理的组合跑赢标普 500 指数超过了 10%，在他们面前我逊毙了。

不出大家的预料，我们已经给这优秀的二位每人都增加 50 亿美元的投资管理额度（其中还是我们下属公司的养老金）。我和查理离开以后必然由这两位还算年轻的牛人来掌管我们巨大的投资组合。等到他们接管的时候我认为你们可以继续高枕无忧。

在去年我们雇佣职工人数增长了 17604 人，所以到去年年底我们雇佣的职工就已经创纪录的达到了 288462 人（具体数据可以在年报 106 页看到）。不必惊慌，我们总部人数还是一成不变的 24 人。

我们的四大天王：运通、可口可乐、IBM 和富国银行也都是好年景。在这一年里这四个公司里我们的所有者权益都有所增加。我们还增加对富国和 IBM 的股票持有量（富国在 11 年基础上的 7.6% 增加到现在的 8.7%，IBM 从 5.5% 上升到 6%），当然可口可乐和运通回购股票使得我们持有权被动上涨。我们在可口可乐的持有量上升 0.1% 到 8.9%，我们在运通的所有者权益从 13% 上升到 13.7%。未来我们在上述四家公司的所有者权益很有可能继续增加，借用梅·韦斯特的话就是好事越多越精彩（梅·韦斯特是上世界三十年代最著名女影星，被称为银幕妖女，<http://baike.baidu.com/view/1899505.htm>）

这四家企业拥有了不起的好生意，而且他们还被天才的并且还考虑股东利益的领导层管理，从我们企业自身角度来看我们宁可要优秀企业的一部分也不要平庸企业的全部。我们在资金分配上的灵活性使得我们相对于其他只能用他们自由资金做并购的企业有巨大优势。

截至去年底，2012 年我们在四大企业上赚了 39 亿美元，在财报中我们向你们汇报我们只收到 11 亿，但是我们没有出错：另外我们没有向您汇报的 28 亿元和我们已经记录在案。

这四大企业利润经常会被用来回购，这样会提高我们未来的收益，当然也不排除企业用于他们已经发现的有优势的项目。光阴荏苒，我们期望从这些投资公司赚取的更多的利润。如果我们被证明是正确的，那么分给伯克希尔的股息将增加，更重要的是，将实现我们的未实现资本收益（截至年底四大企业约有 267 亿元）。

去年有一大批执行官们在面对如何进行资本分配决策的时候担心流动性而焦头烂额（尽管他们很多人的企业创了盈利和现金的新纪录）但是作为我们公司来说我们没有他们的担心，我们在 2012 年花费了创纪录 98 亿美元在工厂和设备上，占了全美国这项投入的 88%，我们这项花费比我们之前最高的 2011 年还增加了 19%。无论砖家叫兽怎样说，查理和我喜欢投资大笔金钱在有利可图的项目上，听他们胡扯，还不如听加里艾伦新的乡村歌曲

Every Storm Runs Out of Rain

我们会一步一个脚印，13 年我们很有可能在资本支出上创造新纪录。美国遍地都是机会，到处都是黄金。

我的 CEO 同仁们：未来唯一确定就是就是不确定，事实是从 1776 年美利坚独立以来一直都在面对未知。只是有时人们将注意力集中在一直存在的无数不确定上，而在其他时候，他们忽略他们（通常是因为最近一直平安无事）。

以下为原文第 6 页

随着时间的流逝，美国的企业将向前发展，同样确定的是股票将会上涨。因为它们的命运是和企业的业绩紧紧相连的。周期性的衰退将会发生，但是投资者和企业管理者在玩一个对他们极为有利的游戏（在 20 世纪，道琼斯工业指数从 66 点上升到 11,497 点，惊人的 17320% 的增长，尽管经历了 4 次昂贵的战争，经济大萧条和多次经济衰退。另外不要忘记，除了指数的成长，投资者还享受了大量的分红）

因为这个游戏的基础是如此有利，查理和我相信，尝试按照所谓专家的扑克牌预测，跳进跳出商业活动是一个可怕的错误。置身游戏之外所冒的风险要比在游戏内的风险大得多。

我自己的历史提供了一个戏剧性的例子：我第一次购买股票是在 1942 年春天，当时美国在整个太平洋战区遭受了重大损失。每天的新闻头条都在讲述更多挫折。即便如此，没有人谈论不确定性；我认识的每一个美国人都相信我们一定会胜利。

从那段危险的时间到现在，美国的成功让人困惑：经通胀因素调整后的人均国内生产总值从 1941 年到 2012 年翻了两番。在这段时间内，每一个明天都不确定。美国的命运却一直清晰，不断增长的财富。

如果你是一个 CEO 手握一些巨大的富有盈利前景的项目，却因为担忧短期经济状况而被搁置，给伯克希尔打电话，我们来帮助你解决负担。

\*\*\*\*\*

总而言之，查理和我希望通过以下手段构筑每股内在价值，(1)不断提高我们分子公司的赚钱能力；(2)通过附加收购进一步增加他们的收益；(3)分享我们投资企业的成长；(4)当伯克希尔的股价大大低于内在价值时回购股票；(5)偶尔的大型收购。我们会尽量尝试为你寻求最优方案，可能很少，如果有的话，也会发行新的伯克希尔的股票。

这些砖块构筑在一个坚实的基础上。今后一个世纪，BNSF 和中美能源仍将在美国经济中扮演着重要的角色。此外，保险行业对于个人和商业将永远是至关重要的。在这个竞技场上没有公司能比伯克希尔能提供更多的资源。当我们看到这些优势时，查理和我认为我们的公司前景广阔。

## 内在商业价值

当查理和我谈论在内在商业价值时，我们不能精确的告诉你伯克希尔公司的股票的内在价值的数字(或者,就此而言,任何其他股票的内在价值的精确数字)。在我们的 2010 年度报告中，我们列出三个因素—其中一个是定性的—我们相信这是合理的估计伯克希尔内在价值的关键。这个讨论完整重现在第 105 - 104 页。

这是两个定量因素的更新：2012 年我们的每股投资增加了 15.7%,达到 113,786 美元，我们除保险和投资业务之外的业务的每股税前收益也增加了 15.7%,至 8,085 美元。

自 1970 年以来，我们的每股投资的年复合增长率为 19.4%，而我们的每股收益增长 20.8%。伯克希尔公司的股票价格在 42 年期间增长速率非常接近我们上述的两个数字。这不是巧合。查理和我喜欢看到在这两个方面收益都有所增长，但我们的重点总是在建立营业收益上。

\*\*\*\*\*

现在，让我们检视四个主要运营部门。每个部门都有着截然不同的资产负债表和收入特点。把它们混在一起会妨碍分析。所以我们将把他们按照四个独立的业务部门呈现出来，这与查理和我看待他们的方式一致。

接下来，让我们来看看四个主要业务组成部分的经营情况，查理和我认为，这四个业务各有其特点，都有截然不同的平衡表，盈利模式也不尽相同，如果不分缘由的放在一起分析恐怕比较困难，所以我们将他们分别罗列以让你们看得更加清楚。

以下为原文第 7 页

## 保险业务

作为伯克希尔的核心业务、成长引擎，保险业务推动了我们过去多年的扩张，因此我们必须先来看看保险业务。

财险公司现在收取保费并在以后理赔。在极端的情况下，比如工人的事故赔偿，我们的理赔可能长达几十年。这种现在收集保费并等到以后才可能理赔的模式让我们持有一大笔钱——我一直叫他们“浮存金”。虽然浮存金最终可能会理赔出去，但是在理赔之前，我们可以用它参与伯克希尔的收购。虽然充满了不确定性，但是我们持有浮存金和保费总量有着明显的相关性。因此，保险业务的增长就会带来浮存金的增长，从而带来我们的增长。下面是我们浮存金历年情况：

去年我告诉你们，我们的浮存金在未来将有一定程度的下滑，但是我们的保险业务的 CEO 们用他们的行动证明我错了，在 2012 年，浮存金继续增加 25 亿美元。我现在预测，2013 年，浮存金仍有一定程度的增加，只是这种增加正在变得越来越难。另外，几乎确定的是盖可公司的浮存金仍将增加。但是国家赔偿的再保险业务的浮存金从合同情况来看将存在下滑。如果我们在未来遭遇到浮存金总量下滑的情况，他也会非常缓慢，每年下滑幅度不会超过 2%。

如果我们的保费超过了费用和最终的损失，那么显然我们就获得了承保利润，还有比这更好的盈利模式吗？一方面使用免费的资金进行投资，另外到头来我们还能大赚一笔，就像你从银行贷款，不但不用你支付利息，银行还反向你支付利息。

但是不幸的是，大家都想获得这样快乐的结果从而导致了竞争的加剧，这种竞争看起来是财险行业蓬勃发展，但是却带来了全行业的承保亏损。大家支付亏损以保证浮存金不会下滑。例如，StateFarm 保险公司是全国最大的保险公司，管理经营也十分良好，但是其在 2011 年前的 11 年有 8 年承保的亏损的（2012 年情况尚未公布）。在保险行业，亏损有很多方式，而且这个行业还在不断寻找新的赔钱方式。

正如我们在第一节中提到的，我们已经连续十年实现了承保利润，这期间税前利润总额达到了 186 亿美元。展望未来，我相信我们依然会在大多数的年份里实现承保利润，如果我们做到这一点，我们的浮存金就比免费的钱更棒。

但是如此令人着迷的浮存金在计算我们的内在商业价值的时候，我们是怎么处理的呢？本着谨慎的态度，我们在计算内在商业价值的时候将浮存金全额扣除。因为万一明天这些浮存金就要赔付出去，我们却无法做到，那就糟透了。但是我们本身不能认为浮存金毫无价值，浮存金应该视为一种循环的资金链。如果浮存金既不需要付出代价又可可持续发展，至少我相信伯克希尔一定是这样，那么它的价值远远高于会计上的价值。（译者注：全段大致就是在说浮存金虽然在会计上没有计入内在价值的计算，实际上不是这样）

155 亿美元的商誉部分抵消被认为在一定程度上夸大了我们的资产负债，这些商誉归属于我们旗下的保险企业，而且作为资产计入了平衡表。实际上，商誉是为浮存金付出的成本，但是却又没有任何真正的价值。如果一家保险公司承保长期出现亏损，那么商誉无论其原始成本如何，都是被认为是毫无价值的。

以下原文 8 页

幸运的是，对于 Berkshire 情况并非如此。查理和我相信我们保险商誉的真正经济价值，远远超过其历史账面价值，为此我们很乐意付钱给产生类似品质的浮存金的保险公司。我们浮存金的价值是为什么我们相信 Berkshire 公司的内在价值大大超过其账面价值的很大的一个原因。

让我再次强调，无成本的浮存金并不是我们期待财产和财产和意外险行业的所有产出。在于保险行业只有非常少量的“伯克希尔品质”的浮存金。在 2011 年之前的 45 个年份中的 37 个，保险行业的保费都不足以覆盖债权和费用之和。因此，该行业有形资产的整体回报在已经几十年来落后于美国工业的平均回报，而且不尽如人意的表现几乎肯定还会继续。

另一个令人不快的事实使行业的前景更显暗淡。目前保险收入受益于以往的债券组合，这些组合的收益率会远低于几年后的再投资的收益率。今天的债券投资组合实际上在浪费资产。债券到期再投资会严重影响保险公司的盈利。

Berkshire 公司的卓越，只是因为我们有一些了不起的管理者管理着一些了不起的保险业务。让我们谈谈其中主要的保险公司。

按照浮存金的规模，首先是由 Ajit Jain 管理的 Berkshire Hathaway Reinsurance Group（以下简称“BHRG”）。Ajit 对没人愿意或者没人有足够的规模承担的风险进行保险。他的业务结合了容量，速度和果断，还有最重要的是，保险行业独一无二的思维。然而，他从来没有把 BHRG 暴露在与我们的资源不相配的风险面前。事实上，我们在规避风险方面要远比大多数保险公司保守得多。举例来说，假如保险业经历一次高达 2500 亿美金的大灾难，这几乎是保险行业所经历过最大损失的三倍，当年 BHRG 作为一个整体，可能因为收入来源广泛而录得显着的利润，而所有其他主要保险公司和再保险公司将面临亏空，甚至破产。

1985 年从零开始，Ajit 已经建立了一家具有 350 亿美元浮存金和可观累计承保利润的保险公司，这是一个壮举，乃至没有任何其他保险公司的 CEO 可以与之匹敌。因此，他也极大地增加了 Berkshire 的价值。如果你在 Berkshire 的年会上遇到 Ajit，请向他表示感谢。

除此之外，我们还拥有另一个由 Tad Montross 管理的强大的保险帝国，General Re。

基本上，一个健全的保险业务需要坚持四个原则。（1）理解所有的可能导致蒙受损失的风险暴露；（2）保守的评估任何实际可能导致的损失或者成本的风险暴露的可能性；（3）设置平衡的保费水平，在覆盖预期损失和运营费用后创造利润；（4）如果不能获得适当的保费，愿意离开。

许多保险公司通过了前三个考验，而在第四个中折戟。他们只是无法看着竞争对手活跃而置之不理。古话说的“人云亦云”，在任何事情上都带来麻烦，但都不会有在保险行业这么致命。

以下原文第 9 页

Tad 遵守了这四个保险业戒律，这体现在他的表现上。在他的领导下，General Re 的巨量浮存金已经比无成本更低。我们预计，在平均情况下这样的局面还会继续。我们格外感到兴奋的是，自从我们 1998 年买入 General Re 之后，它的国际寿险再保险业务已经取得了持续的盈利性增长。

最后还有 GEICO，62 年前为我拔牙提供保险服务的公司。GEICO 是由 Tony Nicely 管理，他 18 岁时加入公司，到 2012 年已经服役 51 年之久。

回顾 Tony 的成绩时我很感动。应该注意的是，去年，他的成绩比 GEICO 的 GAAP 承保利润的 6.8 亿美元要好很多。因为年初更改了会计准则，我们从 GEICO 的承保收入中计提了 4.1 亿美金。这项与 2012 年的经营业绩无关，也不改变现金，收入，费用和税。实际上，减记只是扩大了 GEICO 的内在价值和我们账簿上记录的价值之间本已存在的巨大差距。

尽管遭受着公司历史上最大的单一损失，GEICO 仍然获得了承保利润。损失的原因是飓风桑迪，造成了 GEICO 三倍于之前的记录保持者卡特里娜的带来的损失。我们向 46,906 辆在风暴中被摧毁或损坏的车辆提供赔偿，这个惊人的数字，反映了 GEICO 的纽约大都会地区领先的市场份额。

去年 GEICO 在现有保单持有人续保率（“持久性”）和在带来销售的保费报价的百分比（“关闭”）上享受到意义深远的增长，大量收入基于这两个因素。持续增长的单个百分点，增加的内在价值超过十亿美元。GEICO 在 2012 年的增长提供了显著的证明，当人们检查公司的价格，他们通常发现可以省下很多。（让我们试试拨打 1-800-847-7536 或登陆 GEICO.com，一定要提醒你是一个股东，这通常会带来一定的折扣。）

除了我们的三大保险公司，我们还拥有一些规模较小的公司，他们中的大多数从事一些有特色的保险业务。总的来说，这些公司一直提供承保利润。此外，如下表所示，他们还为我们提供有大量浮存金。Charlie 和我很珍惜这些公司和他们的经理。

在 2012 年的早些时候，我们通过收购 Guard 扩大了保险业务，这是一个位于 Wilkes-Barre 的公司，主要提供工人赔偿保险，客户群体为规模较小的企业。Guard 的年度保费总额约 3 亿美元。公司在传统业务和已经开始提供的新业务上都具有良好的增长前景。

因为行业范围内的会计准则变化导致的收入减少 4.1 亿美金。

在大型保险公司中，Berkshire 留给我的印象是世界上是最好的。1967 年 3 月是我们的幸运日，Jack Ringwalt 以 860 万美金的价格卖给我们两家财产和意外灾害保险公司。

以下原文第 10 页

### 管制类资本密集型企业

我们有两个大企业，BNSF（伯灵顿北方圣特菲铁路公司）和中美能源，它们共同的重要特征区别于伯克希尔的其他公司。因此，在这封信中将其独立成章，并单列出它们在 GAAP 准则下的资产负债表和损益表的合并财务数据。

这两家公司的关键特征是他们都巨额投资于极长期性的管制类资产，对其长期的巨额债务资金偿付的本息部分，伯克希尔并未提供担保。它们实际上不需要伯克希尔的信用，因为每家企业的盈利能力，都能在即使是恶劣的经济条件下也能充分保证其利息要求。例如，在去年低迷的环境下，BNSF 的利息覆盖率为 9.6 倍。（我们定义的范围是税前收益/利息，不是 EBITDA/利息——这是一种常用的评测方式，但我们认为存在严重缺陷。）同时，在中美能源公司，两项关键因素可确保其在任何经济环境中具有偿付债务的能力：抵御经济衰退的收益能力，源自我们独家提供的主要服务；其巨大而多样性的收入流，使其免受由任何单一监管机构的严重损害。

每一天，我们这两家子公司推动美国经济前进的主要途径是：

★BNSF 占全美所有城际间货物运输量的 15%（按吨英里来计算），无论是公路、铁路、水运、航运，还是管道运输。事实上，我们比其他任何企业都运输了更多数量的商品，这使 BNSF 成为美国经济循环系统最重要的大动脉。同时，BNSF 也在以极为节能高效、环境友好的方式运输货物——一吨货物运送 500 英里，只消耗一加仑柴油——而用卡车完成同样的任务，则需要四倍的燃料。

★中美能源电力公用事业服务所规定的零售客户有 10 个州。只有一家公用企业服务的州的数量超过中美能源。此外，我们是可再生能源的领导者：第一，在最一开始的九年前，到现在我们占全国 6% 的风力发电能力。第二，当我们完成三个在建项目时，我们将占美国太阳能发电总量的 14%。

这些项目需要巨大的资本投入。事实上，项目完成后我们在可再生能源上耗资将达到 130 亿美元。我们乐意做这样的投入，如果他们承诺合理回报——在这方面，我们高度信任未来的监管部门。

我们的信心源自过去的经验和知识，在运输和能源上社会将永远需要大量的投资。这是政府对待资本提供者的自利方式，以确保资金持续不断地流向重要的项目。获得监管机构和他们所代表的人的批准，这也是我们运作企业获利的方式。

我们的管理者们必须思考今天这个国家在更远未来的发展需要什么。能源和交通项目可能需要许多年才能开花结果；国家的快速发展实在不能承受能源和运输供应曲线的迟滞。

我们一直在做我们应尽的职责，以确保上述情况不会发生。任何你听到的有关我们国家基础设施日益破败的消息，一般来讲，对于 BNSF 或是铁路公司是不相关的。美国铁路系统的状态从来没有像现在这样好，这是行业巨额投资的结果。然而，我们不会躺在我们的荣誉上

休息：2013 年，BNSF 将在铁路上投资约 40 亿美元，几乎是其折旧费的两倍，同时也超过了任何一家铁路公司一年的投入。

以下原文第 11 页

我们拥有两位杰出的 CEO，分别为伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司(BNSF)的马修 罗斯，以及中美能源控股公司（MidAmerican）的格雷格 埃布尔。他们是在发展业务上能够同时为他们的顾客和所有者服务的杰出的经理人。我对他们表示感谢，他们也理应得到你们的感谢。下面是他们的业务的主要数据：

中美能源控股公司（我们拥有 89.8%股份）      收益（百万）

|            | <u>2012</u>    | <u>2011</u>    |
|------------|----------------|----------------|
| 英国公用事业     | \$ 429         | 469            |
| 爱荷华州公用事业   | 236            | 279            |
| 西部公用事业     | 737            | 771            |
| 管道         | 383            | 388            |
| 居家服务       | 82             | 39             |
| 其他(净)      | <u>91</u>      | <u>36</u>      |
| 公司息税前经营收益  | 1,958          | 1,982          |
| 利息         | 314            | 336            |
| 所得税        | <u>172</u>     | <u>315</u>     |
| 净收益        | <u>\$1,472</u> | <u>\$1,331</u> |
| 归属于伯克希尔的收益 | \$1,323        | \$1,204        |

BNSF      收益（百万）

|         | <u>2012</u>    | <u>2011</u>    |
|---------|----------------|----------------|
| 收入      | \$20,835       | \$19,548       |
| 营业支出    | 14,835         | 14,247         |
| 息税前经营收益 | 6,000          | 5,301          |
| 利息（净）   | 623            | 560            |
| 所得税     | <u>2,005</u>   | <u>1,769</u>   |
| 净收益     | <u>\$3,372</u> | <u>\$2,972</u> |

眼尖的读者会注意到中美能源控股公司的利润表中一个不协调的地方。居家服务公司-一个房地产经纪业务公司-出现在这样一个“受监管的，资本密集的行业”报表中，它到底想做什么？

好吧，居家服务公司是我们 在 2000 年买下中美能源控股公司控制权的时候拥有的。在那个时候，我的主要精力集中于中美能源控股公司的公用事业业务上而几乎没注意到居家服务公司，此时这家公司仅仅拥有少量房地产经纪公司。

然而从那之后，这家公司经常性地增加住宅经纪公司-在 2012 年增加了三家-现在它在美国主要城市带拥有约 16,000 名代理人（我们的房地产经纪公司名单列出在第 107 页。）在 2012 年，我们的代理人参与了 420 亿美元的房屋出售业务，比 2011 年增长了 33%。

另外，居家服务公司去年收购了“Prudential and Real Living”公司旗下 67% 的特许经营店，在全国范围内总计为 544 家经纪公司而且在他们的房屋交易中我们能够得到少量的版税。我们有一个在五年内付清这笔交易余款的安排。在 2013 年，我们将会逐渐让我们的特许经营商和特许经营公司采用新的名称-伯克希尔哈撒韦居家服务公司。

在经济低迷时期，罗恩·佩尔提耶在管理居家服务公司上做得非常出色。现在，住宅市场回暖，我们期待收益能够显著提高。

以下原文 12 页

## 制造业、服务业以及零售业

如果上面的几块业务算是伯克希尔的核心业务的话，那么我们接下来将要提及的相比较而言就算是一些边缘产业了。尽管如此，我们仍有必要对他们的平衡表和损益表打包进行一些总结。

（资产负债表和利润表此处不翻译）

我们在上表中的收入和支出列支均符合 GAAP 会计准则，但是费用数据却是经过 GAAP 准则调整以后的。特别需要指出的是，会计人员删减了一些企业并购时的会计项目，主要是一些无形资产的核销，我们这样做是因为查理和我相信经过调整后的数据能够更加准确的反应实际的费用以及利润。

我不会一一的说明这些调整，因为有些无关大局，而有些却又只可意会不可言传，但是认真的投资人应该了解无形资产的不同性质：随着时间的推移，有一些无形资产，价值也越来越小，而有些无形资产却不会损失其价值。就软件为例，其折旧摊销是非常合理和真实的，可是客户关系这种无形资产能够也和软件一样进行折旧和摊销吗？但是会计准则就规定需要进行折旧和摊销，尽管这种费用并不是真实的。但是 GAAP 会计准则却没有因为这两种无形资产的不同而规定不一样的会计方法。而即使是最普通的人都能看到的区别，可是在计算利润的时候，上述两种折旧都要作为费用列支在利润表中。

通过 GAAP 会计准则计算的数字我们已经为大家呈现在年报的 29 页上，大约 6 亿美元的摊销被作为费用扣除了。我们认为大约这里面只有 20% 是上述的那种真真切切存在的价值消失，而我们在上表（未翻译部分）中就是这样调整的，由于伯克希尔的收购活动的增多，这种差异越来越显著。

上述的这种“并不真实存在的”摊销费用也困扰这我们一些主要的投资企业，比如 IBM，最近几年，IBM 也做了很多小规模并购，他们在定期报告中也对净利润进行调整，这种调整是在 GAAP 准则的基础之上调整的。分析师们应该关注这些调整。

以下原文 13 页

然而，富国的“非真实”摊销费用并没有被公司突出说明过，并且据我所知，它也从来没有在研究报告中被提及过。富国的盈利深受“主要存款摊销”费用的拖累，这意味着这些存款正在以相当快的速度“消失”。然而主要存款定期增加。去年的费用大概是 15 亿美元。除了 GAAP 会计准则，没有理由将这笔庞大的费用作为支出项目。

今天的会计课正式结束，为啥没有人喊“再来一个“？：）

在这一部分里的公司，经营范围从棒棒糖到喷气式飞机，有些业务发展的相当棒，净资产收益率从税后 25%发展到超过 100%，其他一些在 12-20%之间，但是由于我在资本分配上所犯的错误，有一些业务非常不尽如人意。

50 多年前，查理跟我说以合理的价格买入有一个优秀的公司远比以低价买入一个平庸的公司要好，尽管他的看法有无可辩驳的逻辑，但我有时还是会犯“捡便宜”的老毛病，结果有的过得去有的惨不忍睹。幸运的是，我的错误通常都发生在小的收购上。我们的大型收购通常都很成功，在有些案例中，结果甚至更好。

因此，作为一个整体来看，集团里的公司都是很好的业务，他们有 226 亿美金的净资产并且，在此基础上，取得了 16.3%的税后 ROE。

当然，如果买价过高，一个美妙的业务也会成为一个失败的投资，对于我们的大多数的业务，我们付出了大量的相对于有形资产的溢价，这些成本反映在无形资产的大额数字中。但是，总体上我们在这个领域的投资得到了合理的回报。此外，这些业务的内在价值，总体上超过了他们的账面价值(不错的盈余)。虽然如此，在保险和受管控行业这种内在价值和账面价值的差异更加巨大，这是大赢家潜伏的地方。

Marmon 提供了一个账面价值和内在价值有着清晰和根本差异的样本，让我来解释一下这个差异的奇特来源。

去年，我告诉你们我们已经增持了 Marmon 的股份，把我们的权益比例提升到了 80%（从我们 2008 年收购时的 64%）。同时我还告诉你们 GAAP 会计准则要求我们在账目中按照远低于实际支付价记录 2011 年的收购，我花了一年的时间去思考这个诡异的会计准则，但是至今没有找到有任何意义的解释，Charlie, CFOMarc 也没有。当我听到说如果不是我们已经持有了 64%的股份，我们在 2011 年收购的那 16%股份就要被作为成本计入账目，我更加疑惑了。

在 2012 年（并且在 2013 年初 回溯到 2012 年底）我们增持了 Marmon 10%的股份，做了同样诡异的会计处理。立刻发生的 7 亿美元的销账对盈利没有影响，但是确实减少了账面价值，因此也影响了 2012 年净资产的增长。

按照我们最近收购 10%股份的成本计，我们现在拥有的 90%Marmon 的股权价值为 126 亿美元。但是，在我们的损益表中 90%股权对应账面价值为 80 亿美元。查理和我相信目前的收购物超所值，如果我们没算错的话，我们持有的 Marmon 至少要比账面价值高 46 亿美元。

Marmon 是一个多元化的企业，由大约 150 家分布在不同领域的公司组成，它最大的业务包含罐车租赁业务，将其租赁给不同的运输企业，比如石油和化工公司。Marmon 通过两家子公司经营此项业务，美国的 Union Tank Car 和加拿大的 Procor。

以下原文第 14 页

联合罐车（Union Tank Car）是家老牌公司，一度为标准石油信托（Standard Oil Trust）所有，直至该帝国于 1911 年解体。凡列车过处，留意找找“UTLX”徽标——作为伯克希尔的股东，你拥有标有上述徽标的罐车。而当你认出一辆 UTLX 罐车时，挺挺胸膛，享受那种 100 年前 J. D.洛克菲勒看到他的船队时的满足吧。

罐车为承运商或租赁商所有，而非铁路公司。到年末为止，联合罐车（Union Tank Car）和 Procor 公司共拥有 97,000 辆车，账面净值 40 亿美元。值得一提的是，一辆新车的成本不超过 10 万美元。联合罐车公司也是主要罐车制造商——其制造产品部分用于出售，但大多数为自有，并用于出租。目前，该公司订单已经稳稳地排到 2014 年。

从圣特菲铁路公司（BNSF）和美联集团（Marmon），我们正获益于美国石油业的复苏。事实上，我们的铁路公司现在每天承运约 50 万桶石油，占“下 48 州”（即阿拉斯加及近海以外）石油总量的近 10%。所有指标显示圣特菲铁路公司的石油运输将在今后数年突飞猛进。

\*\*\*\*\*

受时间限制，我们也就不进入该部分其他业务的细节。第 76 到 79 页上，有针对地记录了一些较大型公司在 2012 年的营运信息。

**金融和金融产品**

这是我们最小的领域，包括两家租赁公司，XTRA（移动房屋）、CORT（家具），以及 Clayton Homes，工厂化房屋制造和贷款的行业龙头。除了这些 100%控股的子公司外，我们的这类业务还包括一系列金融资产以及 Berkadia Commercial Mortgage50%的权益。

由于 Clayton 拥有 33.2 万笔按揭贷款并提供服务，总计 137 亿美元，我们把 Clayton 归入此领域。这些贷款中的大部分是为中低收入家庭提供的。尽管如此，在整个地产崩溃时期，这些贷款表现良好，因此也证实了我们的信念——即使是在经济恶化时期，合理的首付以及收支比率应该能避免大规模的止赎损失。

去年，Clayton 造了 25,872 套房屋，比 2011 年上升了 13.5%，约占美国所有家庭独栋建造量的 4.8%。Clayton 的这一市场份额使其成为美国第一房屋建筑商。

CORT 和 XTRA 也是各自行业的领头羊。2012 年我们在 XTRA 用于购买新租赁设备的支出总计 2.56 亿美元，是折旧费的两倍多。在对手还在为今天的不确定性发愁的时候，XTRA 已经在为明天做好准备。

Berkadia 的好业绩还在继续。在这项风险投资中，我们在 Leucadia 的合作者担当了大多数工作，而我和查理也乐见这样的安排。

这个领域的税前利润简要如下：

|          | <u>2012</u>   | <u>2011</u> |
|----------|---------------|-------------|
|          | <u>(百万美元)</u> |             |
| Berkadia | \$35          | \$25        |
| Clayton  | 255           | 154         |
| CORT     | 42            | 29          |

|        |                     |                     |
|--------|---------------------|---------------------|
| XTRA   | 106                 | 126                 |
| 净财务收益* | <u>410</u>          | <u>440</u>          |
|        | <b><u>\$848</u></b> | <b><u>\$774</u></b> |

\*不包括资本收益或损失

下面原文 15 页

## 投资

下面我们展示截止年底市价超过 10 美金的普通投资：

| 股数        | 股票名称    | 2012 年 12 月 31 日（百万美元） |       |       |
|-----------|---------|------------------------|-------|-------|
|           |         | 持有比例（%）                | 成本    | 市价    |
| 151610700 | 美国运通    | 13.7                   | 1287  | 8715  |
| 400000000 | 可口可乐    | 8.9                    | 1299  | 14500 |
| 24123911  | 康菲石油    | 2.0                    | 1219  | 1399  |
| 22999600  | 直播电视公司  | 3.8                    | 1057  | 1154  |
| 68115484  | IBM     | 6.0                    | 11680 | 13048 |
| 28415250  | 穆迪评级    | 12.7                   | 287   | 1430  |
| 20060390  | 慕尼黑再保险  | 11.3                   | 2900  | 3599  |
| 20668118  | 菲利普斯 66 | 3.3                    | 660   | 1097  |
| 3947555   | 浦项制铁    | 5.1                    | 768   | 1295  |
| 52477678  | 宝洁      | 1.9                    | 336   | 3563  |
| 25848838  | 赛诺菲     | 2.0                    | 2073  | 2438  |
| 415510889 | 乐购      | 5.2                    | 2350  | 2268  |
| 78060769  | 美国合众银行  | 4.2                    | 2401  | 2493  |
| 54823433  | 沃尔玛     | 1.6                    | 2837  | 3741  |
| 456170061 | 富国银行    | 8.7                    | 10906 | 15592 |
|           | 其他      |                        | 7646  | 11330 |
|           | 合计      |                        | 49796 | 87662 |

这里本是指实际购买价格，同时也是税基。会计准则的成本和这里的成本在很多项目上有一些差异，因为会计准则要求对（股票投资）进行增记和减记。

上述股票组合名单中有一点值得一提。在过去的伯克希尔年报中，列在本表中的每一只股票都是由我购买的，也就是由我做购买的决策。但是这张表中的超过 10 亿美元门槛的许多股票是由 T&T 两个人分别或者联合决定购买的。比如第一支这样的股票——直播电视公司。2012 年末，T&T 都在他们各自的或联合的投资组合中拥有这只股票头寸达到了 11.5 亿美金。

T&T 也是某些伯克希尔子公司的养老金的管理者。由于监管的原因，其他子公司的养老金由外部人管理。我们未将养老金组合中的持股包含在本年报表中。尽管他们的投资组合经

我们持续消减涉及伯克希尔的类似保险风险假设的衍生品投资组合的仓位（然而，由于经营目的我们继续使用有关电力和天然气业务的衍生品）。新的委托要求我们发布期望最低的担保物，但我们不愿意这么做。市场以超常的方式自然反应。金融世界要求我们随时保持高额的现金，我们没有兴趣把伯克希尔暴露在一些突发事件中。

查理和我信奉在经营中保持多层的流动性，我们避免了可能吸干我们现金的多种重大的责任。这种思路在 100 年中有 99 年会减少我们的回报，在第 100 年，当其他人失败的时候我们依然健在。且 100 年来我们夜夜安眠。

以下原文第 16.17 页

我们所出售的用来给我们的公司债券提供信用保护的衍生品将会在明年全部过期。现在我们几乎可以确定我们将会从这些合约中获得超过 10 亿美元的税前收入。我们也收到了大量关于这些衍生品的前期付款，而我们由于这些衍生品所获得的可供我们自由调动的资金(类似我们由保险业务获得的“浮存金”) 将会在 20 亿美元一年,平均年限 5 年。 总的来说,这些金融衍生品给我们的收益让我们感到非常满意,尤其是考虑到我们通过这些衍生品保护了我们的高收益公司债的信用风险,并且是当市场处于恐慌,经济正在衰退的时刻。

我们最大的衍生品头寸是出售了关于美国,英国,欧洲,和日本的主要股指的长期看跌期权。这些合同在 2004-2008 年间被售出并且只有很少的担保要求,哪怕是在市场环境最坏的时候。在 2010 年我们结清了 10% 的头寸并获得了 2 亿 2 千 2 百万美元的收益。 剩下的合同将会在 2018 到 2026 年间到期。 我们的对赌方没有提前清算头寸的权利,而只有指数在合同截止日期的表现才能决定我们收益。

我们剩下的这些头寸给伯克希尔带来了 42 亿美金的期权权利金。 如果这些头寸都在 2011 年被终止,我们将会付出 62 亿美元, 而如果是 2012 年,这个数字将会是 39 亿美元。 由于应付账款的大幅下降,我们把基于 GAAP 准则的负债从 2011 年的 85 亿美元下调到 2012 年的 75 亿美元。 尽管我们不能保证这点,但我和查理芒格均认为我们最后的应付账款将会比现在记录的少很多。 与此同时,我们也将把这些期权权利金投资于我们认为合适的地方。

**自行车,要啥自行车啊?....不对,我说的是报纸**

在过去 15 个月里，我们以 3.44 亿美元收购了 28 家日报。可能有两个原因让你们有些迷惑。第一，在以往的致股东信和年度股东会中，我已经告诉过你们，报纸行业的发行量、广告和利润将一定会下降，这个预测至今仍然不变。第二，我们买入的这些资产也远达不到我们要求的规模标准。

我们能够容易地解释第二点。查理和我热爱报纸，若她们的经济价值合理，我们会出手收购他们，即使他们远不符合我们的规模门槛，他们是些小公司。关于第一点，需要我提供详细的解释，包括一些历史。

新闻，简单说，是一种人们不知道的但他们想知道的东西。人们会去寻找并购买新闻---对他们来说重要的新闻---从最好整合了及时性,方便得到的程度,可信度,综合性,和低成本的来源处购买.这些因素的相对重要性因人而异，并由于新闻种类不同而有所变化。

在电视和互联网之前，报纸是大量新闻的主要来源，因此对绝大多数民众来说保重是必不可少的。无论你感兴趣的是国际新闻、国内新闻、地区新闻、运动新闻，还是财经新闻，你的首先的消息来源一般都是报纸。事实上，你买的报纸包含了如此大量的你希望去了解的信息，使得你感觉很值得，哪怕一份报纸中只是几页符合你的兴趣。更好的是，刊登广告的人通常会为所有这些页面的付款，从而降低成本并使读者得到实惠。

此外，广告本身也提供了对于大量读者来说很感兴趣的信息，以致会产生更多的“新闻”。对于许多读者来说，知道哪些部门和职位在招聘，哪些超市在搞促销，哪些电影在何时何地上映，远比编辑们写的社论观点更重要。

反过来说，地区报纸对广告客户来说也不可缺少。如果西尔斯百货和西夫韦百货商店在奥马哈开了商店，他们需要一个渠道去告诉城市居民为什么今天应该去逛逛他们商店。事实上，大的百货商店和杂货店争先恐后的去刊登大幅广告，是因为他们知道刊登了这些广告的商品会卖得不错。没有其他的媒介能够与报纸相提并论，因为报纸能从广告获得双重收益...打广告的人会为了广告而付钱,大家也购买报纸以获得广告上的信息。

历年来，几乎所有城市都变成只剩一家报纸（或者 2 家竞争性的报纸合并成一家来经营）。这种报纸数量的减少是不可避免的，因为人们希望只订阅一家报纸。但竞争存在时，在发行量上有明显优势的报纸自然会获得最多的广告。这样会出现广告吸引读者和读者吸引广告的良性循环。这种共生过程会导致弱势报纸的死亡，正所谓“胖者生存”。

现今，世界已经改变了。股票市场行情和大型体育比赛的信息在开始新闻出版前就变成了旧闻。互联网提供了广泛的关于找工作和找房子的信息。电视给观众轰炸各种政治的、地区的和在国际的新闻。在一个接一个受众感兴趣的领域，报纸已经失去了他们的首要地位。当随着他们的受众减少，他们的广告也跟着减少了。（“员工招聘”广告收入-曾经作为报纸的一个主要收入来源-在过去 12 年来已经下降了 90%。）

然而，报纸继续在社区新闻中占据着统治地位。如果你想知道你的城镇正在发生什么，无论这新闻是关于镇长或税收或高中的橄榄球(在美国高中足球是社区参与度非常高的一项运动)，没有消息源可以替代地区报纸做这个事情。一位读者可能会在看了两个关于加拿大关税或巴基斯坦政治发展的段落后，移开去阅读关于自己和邻居的故事直到看完。只要是在一

个居民有着社区医师的地方,提供社区所需要的特别信息的报纸,对大部分居民来说,将是不可缺少的。

然而,即使一个有价值的产品,也会因为一个错误的商业策略而自我破坏。过去十年,这样的过程已经在几乎所有具有一定规模的报纸上发生了。出版商们,包括伯克希尔在纽约州水牛城都用的报纸,都已经在互联网上免费提供报纸,而反而为化石般的纸质报纸收取高额费用。这样怎么不会导致印刷报纸的销量锐减呢?下降的发行量导致报纸对广告客户来说变得越来越不重要。在这种情况下,过去的“良性循环”反转了。

华尔街日报早就以付费模式经营。而地区性报纸的典范是阿肯色民主公报,出版商是沃尔特霍斯曼,沃尔特也是早就采用一种付费模式,过去十年,他的单张报纸被阅读人数(平均每份报纸被阅读的次数)已经远超国内任何一家大型报纸。即使有沃尔特这样的榜样,也只是在过去的几年中才开始有其他报纸(包括伯克希尔的),开发付费模式。到底如何才能最有利地运营一份报纸-究竟是什么还不清晰-将会被大范围的拷问。

-----  
我和查理芒格都相信报纸可以为紧密联系的社区提供全面可信的报导,与此同时一个可行的将报纸电子化的方案也会是保证报纸在长期内可以生存的重要因素. 我们不觉得减少报纸的内容或者发布的频率将会给我们的报纸带来成功. 事实上,敷衍了事的报纸将会使订阅我们报纸的人数下降. 现在一些大城市的报纸已经开始尝试不再每天出版,但这种措施尽管可以在短期内使利润得到提升,在长期内几乎肯定会将报纸变得毫无意义. 我们的目标是为我们的读者提供让他们感到兴趣和有用处的内容,这样他们就会相应地付钱,无论是纸质的报纸还是网络上的订阅

以下原文第 18 页

支持我们的自信是源于泰瑞.克罗格为首的团队在奥马哈世界-赫勒尔德报纸的杰出管理,这个团队具有管理大量报纸的能力. 每一份单独的报纸,在封面和编辑方面都是独立的。(我投了奥巴马,在十二份报纸支持总统候选人中,十位投了罗姆尼)。

我们的报纸当然不能从驱使我们的销售额下滑的力量中孤立出来。我们仍然有六份小报保持了 2012 年销售额没有变化,领先于有经验的大城市报纸。并且,我们全年运作的两大报纸布法罗新闻和奥马哈世界-赫勒尔德,销售额损失了 3%,这个损失仍然高于平均结果。在美国最大的五十份都市报纸中,布法罗和奥马哈世界在家乡范围的发行量中排名居前。

好的发行量并不是运气:要归功于报纸的编辑-新闻的玛格丽特.沙利文和奥马哈世界的麦克.赖利,他们传递的信息对社区感兴趣的读者来说新闻和世界的发行是不可或缺的。(在这里我很遗憾的说,玛格丽特.沙利文,最近离开我们加入了纽约时报,她得到的工作邀请开出的条件让人难以拒绝。时报这次招聘是相当划算的,祝愿玛格丽特)。

毋庸置疑随着时间的推移伯克希尔在报纸上的现金收入大多是下降的。即使互联网战略也不能阻止这种恶化。然而，从保本的角度我相信它们会达到或者超过我们收购的经济测试的指标。加以时日的结果会支持我们这个信念。

然而我和查理仍然会按照经济规则第 11 条（细节见第 99 页）运营我们的业务，并不会继续运营任何会无休止亏损的业务。一家我们从一般媒体一揽子收购的其中之一的报纸在这家公司旗下明显不盈利，经过分析我们看到无任何修复的可能，勉强关闭了。其他剩下的报业在很长时间内应该盈利（第 108 页有列举）。我们会以合适的价格，意味着占我们盈余的很小比例，我们会更多地收购我们喜欢的风格的报纸。

作为伯克希尔报纸运营的里程碑事件是年终时斯坦.利普西从布法罗新闻出版人的位子退休。可以毫不夸张地说，对我来说如果没有斯坦新闻今天早就不存在了。

我和查理在 1977 年四月收购了新闻。新闻是一份晚报，主要是工作日发行，没有周末版。全国范围内，发行的报纸倾向于早报。但是，周末版对都市报纸盈利变得更关键。如果没有周末版，新闻肯定会输给早报的竞争对手，周末版是一份优厚的确定的市场份额。

因此我们在 1977 年晚些时候开始发行周末版。结果是一片混乱，我们的竞争对手向区法官查尔斯.布瑞恩投诉我们，法官主导了一个很恶劣的条款，很不利于我们报纸的发行。他的条款在长达十七个月后的，第二法院 3:0 的结果被翻转了。但是这个上诉依然悬而未决，我们丧失了发行量，金钱流失，处于会失去这个业务的危险中。

后来斯坦.利普西加入了，他从 60 年代就是我的朋友，他和他妻子把一份小的奥马哈周报卖给伯克希尔。我发现斯坦.利普西是一个杰出的办报人，拥有发行，印刷，销售，编辑等各方面的知识。（他是奥马哈周报在 1973 年获得普利策奖的关键人物）。因此当我在新闻遇到了大麻烦时，我让斯坦.利普西离开了奥马哈舒适的生活，加盟了布法罗。

斯坦.利普西从没有迟疑过，和我们的编辑布瑞.莱特一起，维持了四年辛苦的黑暗的日子，直到 1982 年新闻打赢了这场战役。从此以后，尽管布法罗经济很困难，新闻的表现意外地好。作为朋友和经理人，斯坦.利普西无疑是最好的。

以下原文 19 页

不少伯克希尔的股东，包括一些我很好的朋友，都希望伯克希尔发放分红。他们为我们一方面希望自己持有的股票分红，另一方面我们自己的公司却从不发分红而大感疑惑。那么何时分配股利何时保留盈余最有利于股东利益呢？

盈利的公司有多种处理盈余的方法（互相之间并不排斥）。公司管理层首先需要检视对现有业务再投资的可能性——提高效率，开拓市场，延伸或改造产品线，再或者拓宽使公司领先于竞争对手的护城河。

我总是要求我们分公司的管理层始终专注于寻找拓宽护城河的机会，而他们也都发现这招

确实有用。但有时管理层的投资也会哑火。常见的失利原因是管理层预设了一个他们想要的答案，然后反向寻找支持证据。当然了，整个过程都是下意识的；这也使之更加危险。

你们的主席我也未能独善其身。在伯克希尔 1986 年的年报中，我写道我们在原纺织业务上二十年的经营管理和资本性改良纯属无用功。我希望该业务成功，并在美好的愿望中做出了一系列糟糕的决策。（我甚至并购了另一家英国的纺织品企业。）但美好的梦想只在迪士尼电影中方能实现；梦想是生意的毒药。

过去固有如此的失误，我们对可支配资金的第一选择仍然是再投资于现有业务中。我们破纪录的 120.1 亿的固定资产和 2012 年的后续并购显示这是资产配置的一片沃土。此处我们还有一个优势：鉴于经营日久，我们拥有比其他公司更大的选择范围。采取此种策略，我们得以滴水浇花，免于浪费于野草。

在将大笔资金投资到现有业务中之后，伯克希尔仍然持续产生大量现金。因此，我们的下一步就是寻找与现有业务无关的并购机会。我们的标准非常简单：Charlie 和我是否认为我们的并购行为可以让股东更富有。

我曾做过很多失败的并购决策也会做更多，但总体来说，我们的投资表现还是让人满意的，这意味着将资金用于并购相较于发放分红或股票回购让股东获利更多。

但是，用老一套的免责声明的话说，过往表现不保证未来回报。对伯克希尔尤其如此：我们现有的规模让我们寻找有意义有价值的并购机会比以往大多数时候都更难。

虽然如此，很多交易仍然提供了增加每股内在价值的大好机会。BNSF 是现时一个绝佳例子：其市场价值大大超过了账面价值。若非将资金用于此项并购而是分红或回购，你我的境况将差的多。虽然像 BNSF 这样的大笔交易并不常见，但海里终究还有大鱼。

资金的第三种用途回购，在股价远低于保守估计的内在价值时很有意义。事实上，有计划的股票回购是资金运用最稳妥的方法：用 80 美分购买 1 美元总不会错。我们在去年的报告中阐释了回购的准则，同时，若机会显现，我们会大量回购。我们原本承诺回购成本不会超过股票账面价值的 110%，但这被证明不切实际。因此，当有机会以 116% 的账面价值达成一大笔交易时，我们就在 12 月将此限制提升至 120%。

以下原文 20 页

但是，永远不要忘记：对再回购来说，价格是最重要的。如果购买价格高于内在价值，(我们股东的部分) 价值被摧毁。董事们和我都相信，长期投资者会我们从我们设立的 120% 回购上限中合理的受益。

下面让我们谈谈分红。这里我们要做一些假设，还要稍微计算一下。这些数字需要大家仔细阅读，但它们对于你们理解这个关于分红的例子非常重要。所以忍耐一下，我们这就开始吧。

假设你和我两人共同拥有一个账面总值 200 万的生意（一个虚拟公司），而我们拥有相同的股权。现在这公司，包括以后我们预计再投资于此的钱，都将赚取平均一年 12% 的净值回报，即 24 万。另外，现在有其他投资者愿意以 1.25 倍净值的价格随时购买我们的资产。于是，你和我每人拥有的股权大约值 125 万。

你希望将每年新赚取利润的 2/3 再投资，并分掉剩下的 1/3。你觉得这可以很好地平衡你的资产增长和现金收入。于是你建议，将这生意每年带来 24 万的盈利中的 8 万作为分红发给股东，另外 16 万再投资维持未来的健康成长。这样第一年你将有 4 万分红。随着再投资的进行，这项生意将以  $12-4=8\%$  的速度成长，与此同时股东收到的分红也将以同样速度增长。

十年以后，我们的公司将值 4317850 元，即原始的 200 万乘以 1.08 的十次方，同时你的分红将达到 86357，这是 4 万乘以 1.08 的十次方。我们每个人将有价值 2698656 元的股权，这是前面提及的 431 万的一半的 1.25 倍。如此，我们应该会很快乐地生活下去，因为大伙的分红和股权每年都将以 8% 的速度复合增长。我们给它个名字，叫“分红策略”。

不过，还有另外一种办法，或许能让我们更加开心。我们可以把所有利润留存，但每年将我们股权存量的 3.2% 卖出。因为股价是账面价值的 1.25 倍，这么做也将给我们带来 4 万的初期现金回报（ $125 \text{ 万} \times 0.32\%$ ）。我们姑且称其为“卖出策略”。

在这种卖出策略下，我们公司的净值十年后将增长至 6211696，这是 200 万乘以 1.12 的十次方。因为我们每年卖出 3.2% 的股权，十年后我们还各自拥有 36.12% 的股权（另外的 34% 在这十年中被等比递减地分批卖出）。虽然不再 100% 控股，你拥有的账面价值将为 2243540，大约是 621 万的 36.12%。记住，账面的每一块钱都可以以 1.25 元卖出，所以你持有的股权价值 2804425。（看到没，有着同样的起点和分红额，）这个“卖出策略”在十年后能给你带来比“分红策略”多大约 4% 的股权。

你看，根据“卖出策略”，你每年收到的钱也将比“分红策略”以多 4% 的速度增长。哇，你将有更多的现金和更多的股权资产！

当然了，这种计算方法的前提条件是，12% 的年复利增长和能持久的 1.25 倍 PB。现实中，SP500 的公司能以远高于 12% 的速度赚取资产，也能以远高于 1.25PB 的价格售出它们的股权。因此，看上去，我们之前的两个假设条件对伯克希尔而言算是合理的，虽然我们不敢对此做 100% 担保。

另外可以想象我们的假设数据有可能被超越。当现实超越我们的估算假设时，我们的“卖出策略”会更有利。看看伯克希尔的历史，我们知道辉煌再也无法重现，“卖出策略”很明显会给股东们带来远远超越“分红策略”的回报。

撇开这一堆令人欣喜的数字，还有两个重要的理由来支持我们的“卖出策略”。第一，对于所有股东来说，分红是“强制性”的，也就是说，如果我们决定拿 40% 的年盈利分红，那些希望

更多或更少分红的投资者就不太高兴。多达 60 万的投资者对现金有着各种各样或高或低的期待，稳妥地说，其中有很多甚至大部分人，每月都是能存下一些钱的，那么自然的，他们也不希望（伯克希尔）有任何的分红。

以下原文 21 页

另一方面，清仓的选择，则让投资者自行决断，是获利现金了结还是资本增加。某个股东可能选择提走 60% 的年收益，另一个股东可能选择 20% 甚至完全不提。当然，一个股东在我们的红利派付情境下可以转而用红利买入更多的股份，但是他会受到一些损失：会有税的产生和 25% 的溢价费用（记住，开放市场的股票购买价格是帐面资产的 125%）

红利方式的第二个弊病也同样值得重视：税的影响对于所有纳税的股东来说都是次要的，对于那些选择清仓的则影响更小。在红利模式下，每年股东所收到的现金都要被征税，然而在清仓模式下，只有赢利部分需要交税

让我来完成这个数学游戏-我几乎可以听到你们如释重负的欢呼声- 我想用我个人的例子来说明一个股东如何可以在减持股份的同时得到在其投资企业中投资增加的效果。过去的 7 年里，我每年放弃我的伯克希尔股份中的 4.25%。在这过程中，我原有的 712497000 股 B 股股份拆股调整后减为 528, 525, 623 股。很明显我对公司所有权的占有比例显著下降。

但是，我在公司的投资其实是增加了。我现在在伯克希尔公司中的帐面资产远超 7 年前在我名下的帐面资产。（从 2005 年的 282 亿美元到现在的 402 亿）。换句话说，虽然我在公司中的所有权下降，但是我在伯克希尔公司中有更多的钱为我工作。而且我所拥有的股份的内在价值和公司的盈利能力比起 2005 年有了极大提升。随着时间推移，我认为这种增值仍将延续 - 尽管一定会是以一种不规则的状态-尽管我现在每年放弃 4.25% 股份（这个比例的增加是因为我近期加倍了对于某些基金会支持的承诺）

\*\*\*\*\*

综上所述，红利政策应该总是清晰，连贯和理性的。反复无常的政策会迷惑股东，也会让那些潜在投资人远离。费雪 54 年前就在他的＜普通股和不普通的利润＞第七章完美的总结了这点。这本书在严肃投资者的最佳书单上仅排在＜聪明的投资者＞和 1940 版的＜证券分析＞之后。费雪在书中指出你可以成功的经营一家汉堡餐厅或者是一家特色中餐馆，但你绝不可能二者兼而有之而又同时都拥有食客的支持

大多数公司持续支付红利，通常试图每年增加而不愿削减。我们的 " 四大 " 组合中的公司也遵循这一明智而又好理解的方式。而且在某些条件下，愿意积极回购股票。我们都赞同他们这些做法，希望他们继续现在的方向。我们喜欢增加红利派发，也爱合理价格回购股票

但是在伯克希尔，我们一贯坚持的是另一条路径，我们认为这条路一直以来是明智的，我们希望你们通过阅读以上所述也明了其义。只要我们坚信我们对于帐面价值的增加和市场价格溢价的假设合理，我们会继续坚持这个政策。如果这两个因素中任一明显变恶，我们会重新考量我们的决策。

## 年会

年会将在 5 月 4 号，星期六开始，地点在世纪互联中心。Carrie sova 总负责。（虽然看起来是个新名字，其实仍是去年那个优秀的 carrie。她刚刚嫁给一个幸运的男士）所有我们总部的团队都会协助她，整个活动都是我们公司自己操办，我为所有参与其中的员工由衷的感到骄傲

以下原文 22 页

我们将在早上 7 点开门,7 点半我们将开展我们的第二届国际报纸投递挑战赛。目标将在克雷顿之家 (Clayton Home) 的门廊,精确来说从投掷线算起有 35 英尺。去年我成功的打败了所有的挑战者。但是如今伯克希尔已经收购了一大批报业公司,与之同来的有很多的报纸投递高手(当然投递索赔也是)。来看看他们的才能是否有他们说的那么好。最好你也加入进来。这些报纸有 36 至 42 页,你必须自己把他们折起来。(不准用橡皮筋)

早上 8 点半,一部新的伯克希尔电影会上映。一个小时以后,我们将开始问答阶段,这将会持续到下午 3 点半(其间会有在 CenturyLink 的看台休息吃午饭)。在短暂的休息之后,查理与我将会在 3 点 45 分召开年度会议。如果你决定在白天的提问时间离开,请在查理说话的时候溜走:)

最好的退出理由当然是购物。毗邻会议区,一个占地达 19 万 4300 平方英尺的大堂里会放满伯克希尔旗下数十家企业的产品,我们就这样帮你购物的。去年,在你购物的时候,大多数地点都创下了销售新纪录。在 9 小时内我们卖出了 1090 双 Justin 靴子(算起来 30 秒卖出一双), 10010 磅的诗喜糖果, 12879 把 Quikut 小刀(每分钟售出 24 把刀) 与 5784 双 Wells Lamont 手套(那一直卖得很好)。但你可以做的更好。记住,那些说金钱不能买幸福的人甚至还没有在我们的年会上买过东西。

去年, Brooks, 我们的跑鞋公司, 在第一次展览时就获得了 15 万美元的销售。Brooks 现在火了, 其销售额在 2012 年增长了 34%, 紧跟在其 2011 年约 34% 的增长之后。公司的管理层预计 2013 年销售额还能再提升 23%。我们将再次有一款特殊的纪念性跑鞋在年会上供应。

周日早上 8 点, 我们开启了“伯克希尔 5 公里”活动, 一场从 Century Link 开始的跑步比赛, 参赛的所有细节会可见于来宾手册。你在收到你的会议邀请函同时会收到这本手册。我们将会有各类比赛, 包括一个对于媒体的比赛。(当他们报道自己的表现时一定会很有趣)。遗憾的是, 我会错过这项跑步比赛, 因为某人不得不去打响发令枪。

我得给你们提个醒, 我们有很多土生土长的人才。Ted Weschler 的马拉松纪录为 3 小时 1 分钟。Jim Weber, Brooks 跑鞋公司的 CEO, 另一位体力充沛的跑步健将, 有着 3 小时 31 分的记录。Todd Combs 的专长是铁人三项全能, 但他在 5 公里项目上有着 22 分钟的记录。

然而, 这仅仅是开始: 我们的管理者也是跑步健将(或者说, 我们这些管理者中的一些也是)。Steve Burke 在波士顿马拉松赛的成绩是 2 小时 39 分。(这是他们家特色: 他的妻子, Gretchen, 在 3 小时 25 分内完成了纽约马拉松赛)。Charlotte Guyman 的最好成绩是 3 小时 37 分, Sue Decker 在纽约跑了 3 小时 36 分。至于查理, 他没有回复我给他的问卷。

GEICO 将会在购物区设个摊, 由其在全国各地的顶级顾问们负责。插一句, 在多数情况下, GEICO 会给你一个股东优惠(通常为 8%)。在我们运营的 51 个地区中有 44 个区可以享受这个特别的优惠。(加一点: 这个优惠不可以与其他优惠同时享有, 假如你已经享受到另一

个优惠，比如给予某些特殊群体的）。带上你现存保险的细节，我们来看看是否能帮你省钱。你们当中有至少一半以上的人，我相信我们能够帮到。

你一定要去 Bookworm 店里走走。它会带来 35 种书籍及 DVD 产品，包括一些新书。Carol Loomis，自 1977 年来就在帮我修改这封信，对我提供了无价之宝的帮助，最近写了《踏着踢踏舞去工作：沃伦巴菲特和他的一切》(Tap Dancing to Work: Warren Buffet on Practically Everything)。她和我已经一起签了 500 本书，只有在会场专卖。

《外界》The Outsiders，由 William Thorndike, Jr. 撰写，是一本杰出的好书，是关于 CEO 如何在资本配置方面达到出色业绩。Tom Murphy，是我所见到过的最好的商业管理者，在这本书中写了有洞察力的一章。我也推荐 Jack Bogle 的《文化的冲撞》The Clash of the Cultures 与 Laura Rittenhouse 的《从字里行间挖掘投资机会》(Investing Between Lines)。如果你需要运输你买的书，附近就有一家能提供物流服务。

Omaha World-Herald 将会再设一个摊，提供其最近出版的几本书。活跃的 Huskers 粉丝，（哪一个内布拉斯加州人不是他的粉丝呢），将会想买一本《不可战胜》(Unbeatable)。它讲述了内布拉斯加州橄榄球在 1993-97 的故事，那个黄金时代里 Tom Osborne 的队伍赢得了 60 胜 3 负的战绩。

以下原文 23 页

如果你很能烧钱，或有打算这样做，周六中午至下午 5 点来奥马哈机场东面的 Signature Aviation。在那里我们会有一队 NetJets 飞机供你来爽一把。你可以坐巴士来，开私人飞机走，活着不就要享受一下嘛。

代理投票材料的附件中有报告，可以告诉你如何获得进入会场与其他活动的邀请函。这周到伯克希尔航线价格已经大大上涨。如果你从远方来，可以比较飞去堪萨斯城与直飞奥马哈的成本。这两个城市之间的车程在 2 个半小时，你也许可以省不少钱，尤其如果你打算在奥马哈租车的话。和我们一起省钱吧。

在 Dodge 路与 Pacific 路之间的 72 号大街，有着 77 英亩的土地，上面坐落着内布拉斯加州家具市场，我们在那儿会再次举办“伯克希尔周末”的打折活动。去年这家店在会议期间的销售额达 3590 万美元，是一项划时代的记录，帮助其他零售商盈利。为了获得伯克希尔的折扣，你必须在 4 月 30 日周二至 5 月 6 日周一之间（包含这两天）的这段时间购物，同时也必须出示你的邀请函。这段时间的特殊折扣甚至适用于好几家知名生产商的产品，通常是不给打折销售的，但出于股东周末的考虑，给予你一个例外。我们感激他们的合作。内布拉斯加州家具市场的营业时间是周一至周六早上 10 点至晚上 9 点，周日是早 10 点至晚 6 点。今年的星期六，从晚上 5 点半到 8 点，家具市场会举办一个野餐会，你们都会被邀请的。

在伯克希尔，我们会再次开展两个股东独有的活动。第一个是鸡尾酒招待会，从 5 月 3 日周五晚上 6 点至 9 点。第二个是大型庆祝活动（main gala），5 月 5 日周日早上 9 点至下午 4

点。在周六，我们会开到晚上 6 点。最近几年，我们三天的销售额已经超过了 12 月的所有销售额，通常是 jeweler 的最好月份。

周日下午 1 点，我会在 Borsheims 开始我的慈善午餐拍卖会。去年我的销售额累计到 150 万美元。今年我会坚持到 200 万美元。因为我需要在日落前好好的离开，我会拼命努力的。来占我便宜好了。为“疯狂的沃伦”开个价吧。

整个周末我们在 Borsheims 有巨大的人群。为你的方便考虑，股东优惠价从 4 月 29 日周一至 5 月 11 日周六都可以。在此期间，请出示你的参会邀请函或证券单据来证明你是伯克希尔的股东。

在周日，Borsheims 外面的大厅，蒙住眼睛的 Patrick Wolff，两次美国象棋冠军，会带着所有的来宾，让他们大开眼界，在六个人的群体。Norman Beck，一位来自达拉斯的魔术师，会震撼观众。此外，我们会邀请 Bob Hamman 与 Sharon Osberg，两位世界顶级桥牌大师，在周日下午与我们的股东玩桥牌。不过别和他们玩牌赌钱。

5 月 5 日周日 Gorat 家与 Piccolo 家两家餐馆会再次向伯克希尔的股东开放。他们会服务到晚上 10 点，Gorat 家下午 1 点开门，Piccolo 家 4 点开门。这两家餐馆都是我的最爱，周日晚上两家我都会去光顾。记住，要在 Gorat 家预定，4 月 1 日起拨打 402-551-3733，Piccolo 家电话是 402-342-9038。在 Piccolo 家可以点一个“大屋顶啤酒冰淇淋”作为饭后甜点。只有修女才会点小的。我曾经看到比尔盖茨在一顿晚饭后干掉大屋顶，那时我认识到他会成为一个伟大的管理者的。

我们再次会有三位相同的经济记者主持会议的问答环节，他们会向查理和我提出股东通过电子邮件发来的问题。他们及他们的电子邮箱地址是：Carol Loomis，财富杂志，[cloomis@fortunemail.com](mailto:cloomis@fortunemail.com)；Becky Quick，CNBC，[BerkshireQuestions@cnbc.com](mailto:BerkshireQuestions@cnbc.com)，和 Andrew Ross Sorkin，纽约时报，[arsorkin@nytimes.com](mailto:arsorkin@nytimes.com)

#### 以下原文 24 页

那些被提交的问题中，每一个记者将会选择六个他（她）认为最有趣和重要的进行提问。他们过去的选择已经告诉我那些简洁，提交时间较早，和伯克希尔相关的问题（请记住，每封电子邮件最好不要提出超过两个问题）最有可能被选中（在您的邮件中，请告诉记者如果问题被选中，您希不希望自己的名字被公开）。

去年我们邀请了一个由三名研究伯克希尔的分析师组成的分析师团队，但是由于他们三人都是保险业的专家，所以很多股东在会后表示希望今年的分析师团队能够更加多元化一些。因此，今年我们将只邀请一名保险行业的专家：来自野村证券的 Cliff Gallant。除了他以外，来自 Ruane, Cunniff & Goldfarb 的 Jonathan Brandt 将会被邀请到今年的分析师团队对非保险业务进行提问。

最后，为了让整个提问过程变得更为给力，我们希望能够有一位看空伯克希尔的分析师加

入到分析师团队中，如果是已经开始在做空伯克希尔的那就更理想了。尽管此前从来没有过对伯克希尔的前景看空的论调，我们仍然希望能找到这样的分析师。对这位分析师唯一的要  
求是你是一位投资专家并且看空伯克希尔。三位分析师将会提出他们自身对于伯克希尔的疑问，同时，记者和其他参会者也将会交替对他们发问。

我和查理相信所有的股东都能同时在同时获得伯克希尔的信息，并且拥有充足的时间去分析它们，而这也是为什么我们在周五收盘之后公布去年的年度报告，并在周六举行年度股东大会的原因。我们不会一个一个去告知大型的机构投资者或者分析师。我们希望记者和分析师所提出的问题能够帮助伯克希尔的股东进一步理解他们对伯克希尔的投资。

我和查理将不会获知那些即将被问及的问题的细节。我们也知道记者和分析师将会提出很有水准的问题（有些甚至会让我们难堪），可是那正是我们所希望看到的。总的来说，我们希望能被问到至少 54 个问题，其中每个分析师和记者将提出 6 个，剩余的 18 个将由其他股东大会参与者提出。如果有多余的时间，我们允许与会者提出更多的问题。那些有权提出问题的其他与会者将会被选择并在早上八点一刻通过十一个布置在主会场和分会场的麦克风宣布。

我时常对旗下运营经理所取得的成就进行褒奖是有充足理由的：他们都是这一行的精英，并且把他们所经营的生意当成他们家族唯一的资产一样来对待。我确信他们拥有和大多数大型公众公司相同的“以股东为导向”的信念。他们中的大多数人已经实现了财务自由，对他们而言，享受运营好一家公司的乐趣并不低于支票簿上的数字所能够带来的快乐。

当然，另外 23 名与我在公司办公室共事的员工（我们都在一层楼层办公，这是一个我们一直在维持的工作传统）也是同样出色和重要的。

这个团队高效率地去应对证券交易委员会和其他监管机构繁杂的监管要求，发布了 21,500 页的联邦，州立以及海外营业税返还，回复数不清的股东及媒体要求，制作公司的年度报告，准备公司一年一度最大规模的股东年会，协调董事会的活动并且年复一年日复一日地重复着上述繁杂的工作任务。

他们以一种欢欣的态度和令人难以置信的效率去处理上述一切事宜，从而让我的生活变得轻松和快乐。他们还将精力花在与伯克希尔的业务非直接相关的事务中：去年他们接待了 48 个学校的代表（他们是从 200 多个申请学校中选拔出来的）——他们来到奥马哈参加和我的问答日活动。除此之外，他们还着手处理一切我所收到的请求，安排我的行程，甚至给我订购午餐吃的汉堡。作为一个 CEO，还能要求有更多吗？我感觉每一天自己都是开心到跳着踢踏舞去上班的。

企业的职员和我们的运营经理，请接受我最真挚的感谢，你们配的上这些称赞。5 月 4 号，请来奥马哈——资本的摇篮——并且为我助阵。