

伯克希尔 对比 S&P500 (标普 500) ¹

年份	年度百分比变化	
	伯克希尔每股市值	标普 500 指数
1965	49.5	10.0
1966	(3.4) ²	(11.7)
1967	13.3	30.9
1968	77.8	11.0
1969	19.4	(8.4)
1970	(4.6)	3.9
1971	80.5	14.6
1972	8.1	18.9
1973	(2.5)	(14.8)
1974	(48.7)	(26.4)
1975	2.5	37.2
1976	129.3	23.6
1977	46.8	(7.4)
1978	14.5	6.4
1979	102.5	18.2
1980	32.8	32.3
1981	31.8	(5.0)
1982	38.4	21.4
1983	69.0	22.4
1984	(2.7)	6.1
1985	93.7	31.6
1986	14.2	18.6
1987	4.6	5.1
1988	59.3	16.6
1989	84.6	31.7
1990	(23.1)	(3.1)
1991	35.6	30.5
1992	29.8	7.6
1993	38.9	10.1
1994	25.0	1.3
1995	57.4	37.6
1996	6.2	23.0
1997	34.9	33.4
1998	52.2	28.6

¹ 没有战胜指数的年份，天空都是灰色的。

² 为什么加括号？

1999	(19.9)	21.0
2000	26.6	(9.1)
2001	6.5	(11.9)
2002	(3.8)	(22.1)
2003	15.8	28.7
2004	4.3	10.9
2005	0.8	4.9
2006	24.1	15.8
2007	28.7	5.5
2008	(31.8)	(37.0)
2009	2.7	26.5
2010	21.4	15.1
2011	(4.7)	2.1
2012	16.8	16.0
2013	32.7	32.4
2014	27.0	13.7
2015	(12.5)	1.4
2016	23.4	12.0
2017	21.9	21.8
2018	2.8	(4.4)
2019	11.0	31.5
2020	2.4	18.4
复合年增长率 (1965-2020)	20.0%	10.2%
市值增长 (1964-2020)	2810526%	23454%

注意：表中数据为正常日历年数据，但以下的年份例外：1965年和1966年均为截至当年的9月30日，而1967年总计为15个月，结束于当年12月31日。

致伯克希尔哈撒韦公司股东:

根据美国公认会计准则（GAAP），伯克希尔 2020 年盈利 425 亿美元。这其中包括 219 亿美元的营业利润、49 亿美元的已实现资本利得、来自我们持有股票的净未实现资本利得增加所带来的 267 亿美元收益。最后，我们拥有的一些子公司和附属公司的价值减记导致的 110 亿美元损失。所有项目均在税后基础上列示。

营业利润是最重要的，即使它们不是我们 GAAP 总额中最大的项目。伯克希尔致力于增加我们的营业利润，以及收购处于有利市场地位的大型企业。然而去年这两个目标都没有实现：伯克希尔没有进行大规模收购、营业利润也下降了 9%。不过，通过保留收益和回购约 5% 的股票，我们确实提高了伯克希尔每股的内在价值。

与资本利得损失（无论是已实现或未实现）相关的两个公认 GAAP 组成部分每年都在反复波动，这反映了股票市场的波动。无论今天的数据如何，我和我的长期合作伙伴查理·芒格都坚信：随着时间的推移，伯克希尔的投资将获得可观的收益。

正如我多次强调的那样，查理和我将伯克希尔持有的上市股票（截至 2020 年底价值 2810 亿美元）视为一个联合企业。我们并不控制这些公司的运营，但我们确实按比例分享了它们的长期繁荣。然而从会计角度来看，伯克希尔的收入没有包含这些企业的部分利润只有它们支付给我们的股息才会记录在账本上。根据 GAAP，被投资方代表我们保留的巨额资金变成了无形资产。

然而这些无形资产不应该被忽视：这些未记录的留存收益通常也为伯克希尔创造（大量的）价值。被投资方利用这些留存资金来扩大业务、进行收购、偿还债务，通常还会回购股票（这增加了我们在他们未来收益中所占的份额）。正如去年股东信中指出：在我们的历史进程中，留存收益一直推动着美国企业的发展。对卡内基和洛克菲勒行之有效的魔法对数百万股东也行之有效。

当然，我们投资的一些企业多少有点让人失望，它们的留存收益几乎没有增加公司的价值。但其他公司会超额完成任务，少数公司甚至表现出色。总而言之，我们预计在伯克希尔非控股业务（别人会认为是我们的股票投资组合）留存的巨额收益中所占的份额，最终会给我们带来等量或更多的资本利得。在 56 年的任期中，我们从未失望过。

我们 GAAP 数据的最后一个组成部分——丑陋的 110 亿美元减记——几乎是全部来自我在 2016 年犯的一个错误。那一年，伯克希尔收购了精密铸件公司（Precision Castparts，“PCC”），我付了太多的钱。

没有人以任何方式误导我——我仅仅对 PCC 的正常盈利潜力过于乐观。去年整个航空

业（PCC 最重要的客户来源）的不利发展，暴露了我的误判。

在收购 PCC 的过程中，伯克希尔得到了一家很好的公司——同行业中最好的一家。PCC 的首席执行官马克·多尼根（Mark Donegan）是一位富有激情的经理，他一如既往地同样的精力投入当前业务。我们很幸运有他来管理。

我认为我的结论是正确的：随着时间的推移，PCC 在其运营的净有形资产上将获得良好的回报。然而我对未来平均收益的判断是错误的，因此错误计算了为收购该企业而支付的合理价格。

PCC 远非我犯下的第一个错误，但这是一个很大的错误。

两手准备³

伯克希尔经常被贴上“综合企业集团”的标签，这是一个贬义词，指的是拥有大量不相关业务的控股公司。这对伯克希尔的描述仅仅是部分正确。为了理解我们如何以及为什么不同于其他综合性企业集团，让我们回顾一下历史。

长期以来，综合企业集团通常会局限于完全收购整个企业。然而这一策略带来了两个大问题，其中一个是无解的：大多数真正伟大的企业都无意让别人接管。因此，渴望收购的企业集团不得不专注于那些缺乏重要的、持久竞争优势的平庸公司。那可不是一个好钓鱼的池塘。

除此之外，综合企业集团收购平庸公司时，往往支付惊人的“控制权”溢价以推进收购。一些精明的企业集团知道如何解决这个“超额支付”的问题：他们只需让自己公司的估值高得离谱，以此作为昂贵收购的“货币”。（“我愿意花 1 万美元买你的狗，做法是把我单价 5000 美元的两只猫给你。”）

通常，推高综合企业集团股票估值的手段包括吹牛逼和“富有想象力的”会计操作，往好了说是欺骗，有时甚至会越界成为欺诈。当这些招数“成功”后，这家企业集团把自己的股票推高到商业价值的三倍，以便收购估值是实际价值两倍的目标公司。

投资幻想可以持续相当长的时间。华尔街喜欢并购交易产生的费用，而媒体则喜欢各色人等提供的故事。同样，有时候一只股票被吹上天的价格，本身就成为了梦想照进现实的“证据”。

³ 原文是“Two Strings to Our Bow”，直译是“一张弓配两根弦”，此处采用意译方式。

当然，盛宴终将结束，而我们会发现许多商业“皇帝们”根本就没穿衣服。金融历史上充斥着许多著名企业家的名字，这些企业家最初被记者、分析师和投资银行家誉为商业天才，最终却被扫进商业垃圾场。

综合企业集团声名狼藉。

芒格和我希望我们的企业集团拥有或者部分拥有多种多样的企业，这些企业具有良好的经济状况以及优秀的管理人员。而伯克希尔是否控制这些企业对我们来说并不重要。

我花了很长时间才明白（这个道理）。但是芒格——加上我在伯克希尔纺织业务上垂死挣扎的 20 年经验——最终让我确信：与其拥有一家挣扎在（破产）边缘的企业的全部股权，不如拥有一家出色企业的部分股权，后者更有利可图、更令人愉悦，而且工作量也少得多。

基于这些原因，我们的企业集团将继续由控制的、以及非控制的业务组成。芒格和我会根据一家公司持久的竞争优势、管理能力、特点以及价格，将你们的资金配置到我们认为最合理的地方。

如果这一策略仅需要我们付出少量努力、甚至不需要努力，那就更好了。与跳水比赛使用的计分系统不同，你在商业活动中不会因为“难度系数”而加分。正如罗纳德·里根（Ronald Reagan）告诫的那样：“据说努力工作不会导致死亡，但我要说为什么要冒这个险呢？”

家族珍宝以及我们如何增加您在其中的份额

我们在 A-1 页列出了伯克希尔旗下的子公司，这些公司在去年（即 2020 年）年底雇佣了 36 万名员工。您可以在本报告后面的 10-K 中阅读到更多关于这些控股公司的信息。我们重要的几家拥有少量股权、但不控股的公司，列在本信的第 7 页⁴，这部分也同样非常庞大和多样化。

伯克希尔大部分价值依赖于四大业务，其中三大业务为我们的控股业务，第四大业务我们仅持有 5.4% 的股权。这些业务都是我们的掌上明珠。

价值最大的是财产/意外险业务，53 年来一直是伯克希尔的核心业务。我们的保险家

⁴ 中文稿由于排版的关系，页面对应可能不一致，实际上就是后续“投资”章节中的表格。

族在保险领域是独一无二的。业务负责人阿吉特·杰恩（Ajit Jain）于 1986 年加入伯克希尔，他也是独一无二的。

总的来说，保险业务的运营资金远远超过其全球竞争对手。这种财务实力，加上伯克希尔每年从其非保险业务中获得的巨额现金流，使我们的保险公司能安全地遵循股票投资策略，这对绝大多数保险公司来说是不可行的。那些保险公司，出于监管和信用等级的考虑，必须以债券投资为主。

现在债券并不是好的投资标的。你能相信最近十年期美国国债的收益率是 0.93%——比 1981 年 9 月的 15.8% 的收益率下降了 94% 吗？在某些重要的大国，如德国和日本，投资者从数万亿美元的主权债务中获得负回报。全球范围内的固定收益投资者——无论是养老金、保险公司还是退休人员——都面临着暗淡的未来。

一些保险公司以及其他债券投资者，转而购买由摇摇欲坠的借款人支撑的债务合约，试图提高目前可怜的回报。然而，高风险贷款并不是解决利率不足问题的办法。30 年前，曾经强大的储蓄和贷款行业毁了自己，部分原因就是忽视了这条箴言。

伯克希尔现在拥有 1380 亿美元的保险“浮动”资金——这些资金不属于我们，但我们可以配置，无论是配置债券、股票还是美国国库券等现金等价物。浮动资金与银行存款有一些相似之处：保险公司每天都有现金进进出出，但保险公司持有的现金总额变化很小。伯克希尔持有的巨额资金很可能在未来许多年保持在目前的水平，而且从累计角度看是没有成本的。当然，这个令人高兴的结果有可能会发生变化——但是随着时间的推移，我会喜欢这种可能性。

在我每年给你们的信中，我已经重复地——有些人可能会说没完没了地——解释了我们的保险业务。因此，新股东如果希望更多了解我们的保险业务和“浮动资金”，请阅读 2019 年报告的相关部分（今年再次刊发在 A-2 页）。重要的是您要了解我们从事保险业务所存在的风险和机会。

我们第二和第三大最有价值的资产——在这点上可真是左右横跳——是伯克希尔对 BNSF 公司（北伯林顿铁路公司，按货运量计算是美国最大铁路公司）100% 的持股，以及我们对苹果公司 5.4% 的持股。排名第四的是我们持股 91% 的伯克希尔哈撒韦能源公司（Berkshire Hathaway Energy，“BHE”）。BHE 是一家非同寻常的公用事业公司，在我们拥有它的 21 年里，年收入从 1.22 亿美元增长到了 34 亿美元。

关于 BNSF 和 BHE 我在后面会进一步说明。现在，我想把重点放在伯克希尔会定期使用的一种做法上，它将增加您在伯克希尔“四大资产”以及其他许多资产中所享有的利益。

去年，我们花 247 亿美元回购了相当于 80,998 股伯克希尔 A 股的股票，展示了我们对伯克希尔资产扩张的热情。这一行动使你们在伯克希尔旗下所有企业的持股比例增加了 5.2%，而你们根本不需要动用你们的钱包。

按照查理和我长期以来推荐的标准，我们进行了这些回购。我们相信这既能持续提高持股人的每股内在价值，也能让伯克希尔拥有充足的资金来应对可能遇到的任何机会或问题。

我们绝不认为应该用随随便便的价格回购伯克希尔股票。我之所以强调这一点，是因为美国的 CEO 们有过令人尴尬的记录：在股价上涨时，他们投入更多公司资金用于回购，而不是股价下跌时回购。我们的做法恰恰相反。

伯克希尔对苹果的投资生动地说明了回购的力量。我们从 2016 年末开始购买苹果股票，到 2018 年 7 月初，我们持有的苹果股票（经拆股调整后）略多于 10 亿股。说到这里，我指的是伯克希尔一般账户中持有的投资，不包括随后被出售的非常少的、单独管理的苹果股票。当我们在 2018 年年中完成购买时，伯克希尔的一般账户持有苹果 5.2% 的股份。

我们这笔投资的成本是 360 亿美元。那以后我们享受了定期股息（平均每年约 7.75 亿美元），而且在 2020 年，通过出售少量头寸，我们还获得了额外的 110 亿美元。

尽管有出售——你们瞧！——伯克希尔目前仍持有苹果 5.4% 的股份。这一持股比例的增长对我们来说是没有成本的，因为苹果一直在回购股票，从而大幅减少了流通股数量。

但这远不是所有的好消息。因为我们也在两年半内回购了伯克希尔股票，您现在间接拥有的苹果资产和未来收益比 2018 年 7 月整整多 10%。

这种令人愉快的态势仍在继续。伯克希尔自去年底以来回购了更多股票，并且将来可能会进一步减少其股票数量。苹果也公开表示有意回购股票。随着流通股的减少，伯克希尔的股东不仅将在我们的保险集团、BNSF 和 BHE 中拥有更大的利益，而且还会发现他们对苹果的间接所有权也在增加。

回购如同磨盘般缓慢转动，但随着时间的推移会产生强大的力量。该过程为投资者提供了一种简单的方式，让他们持续增加在优秀企业中所持有的份额。

正如性感女星梅·韦斯特（Mae West）向我们保证的那样：“拥有过多的好东西真是……太棒了！”。

投资

下面我们列出了截止 2020 年年底的 15 笔市值最大的普通股投资。我们排除了卡夫·亨氏的持股——325,442,152 股——伯克希尔是该公司控股集团的成员之一，因此必须使用“权益”法来计算这笔投资。在伯克希尔的资产负债表上，持有的卡夫·亨氏资产按 GAAP 计算为 133 亿美元，这一数字代表伯克希尔在 2020 年 12 月 31 日经审计的卡夫·亨氏资产净值中所占的份额。但请注意，当日该股票的市值只有 113 亿美元。

12/31/20

股数*	公司名称	持股比例	成本**	市值
			(单位：百万美元)	
25,533,082	艾伯维	1.4	2,333	2,736
151,610,700	美国运通	18.8	1,287	18,331
907,559,761	苹果公司	5.4	31,089	120,424
1,032,852,006	美国银行	11.9	14,631	31,306
66,835,615	纽约梅隆银行	7.5	2,918	2,837
225,000,000	比亚迪	8.2	232	5,897
5,213,461	特许通讯	2.7	904	3,449
48,498,965	雪佛龙	2.5	4,024	4,096
400,000,000	可口可乐	9.3	1,299	21,936
52,975,000	通用汽车	3.7	1,616	2,206
81,304,200	伊藤忠商事	5.1	1,862	2,336
28,697,435	默沙东	1.1	2,390	2,347
24,669,778	穆迪	13.2	248	7,160
148,176,166	美国合众银行	9.8	5,638	6,904
146,716,496	威瑞森通讯	3.5	8,691	8,620
	其他***		29,458	40,585
	股票投资总计		108,620	281,170

* 不包括伯克希尔旗下子公司的养老基金持有的股票。

** 这是我们的实际购买价格，也是我们的计税依据。

*** 包括对西方石油公司 (Occidental Petroleum) 的 100 亿美元投资 (优先股和购买普通股的认股权证)，目前组合估值为 90 亿美元。

双城记

在美国，成功的故事比比皆是。自我们国家诞生以来，那些有理想、有抱负，但往往只有微薄资本的人，通过创造新产品、或改良现有产品提升顾客体验，取得了超出他们梦想的成功。

查理和我曾游历全美，与这些人或他们的家人相遇。在西海岸，我们从 1972 年收购喜诗糖果（See's Candy）开始了这个历程。整整一个世纪前，玛丽·希（Mary See）推出一种古老的产品，她用特殊的配方对其进行了改造。除了她的商业计划之外，她还开设了一些古色古香的商店，雇佣了友好的销售人员。她在洛杉矶开的第一家小专卖店最终发展成了几百家商店，遍布整个西部。

今天，希女士的作品继续令客户感到愉悦，同时为成千上万的男女提供终身就业机会。伯克希尔的工作很简单，就是不干涉公司的成功。当企业生产和分销一种非必需的消费品时，客户就是老板。100 年后，客户向伯克希尔传递的信息依然清晰：“不要乱动我的糖果。”（喜诗糖果的网址是 <https://www.sees.com/>，请尝尝他们的花生糖。）

接下来让我们跨越大陆来到华盛顿特区。1936 年，利奥·古德温（Leo Goodwin）和他的妻子莉莲（Lillian）相信，汽车保险——一种通常从代理商那里购买的标准化产品——可以以低得多的价格直接向客户销售。两人怀揣 10 万美元，与拥有 1000 倍甚至更多资本的大型保险公司展开了较量。政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Company，后来简称为 GEICO）由此开始了其漫漫征程。

幸运的是，我在整整 70 年前就了解到了这家公司的潜力。它立刻成为了我的初恋（在投资方面）。接下来的故事大家都知道：伯克希尔最终 100% 拥有了 GEICO，这家 84 岁历史公司一直在不断优化——但没有改变——利奥和莉莲的愿景。

当然，该公司的规模发生了变化。1937 年，也就是 GEICO 运营的第一个完整运营年，其完成了 238,288 美元的业务。去年这个数字是 350 亿美元。

如今沿海地区汇聚了大量金融、媒体、政府和科技机构，人们很容易忽视美国中部发生的很多奇迹。让我们关注两个社区，它们为我们全国各地的人才和雄心提供了令人惊叹的例证。

我从奥马哈开始，你们肯定不会感到奇怪。

1940年，毕业于奥马哈中心高中（也是查理、我父亲、我第一任妻子、我们的三个孩子和两个孙儿的母校）的杰克·林格沃特（Jack Ringwalt）决定用12.5万美元的资本创办一家财产/意外伤害保险公司。

杰克的梦想似乎很荒谬，因为这要求他的小公司——有点浮夸地被命名为国民保险公司（National Indemnity）——与大型保险公司竞争，而这些公司都拥有雄厚的资本。此外，这些竞争对手凭借遍布全国、不差钱、历史悠久的本地代理商网络，牢固地确立了自己的优势地位。与GEICO不同的是，国民保险公司会与任何愿意屈尊接受它的代理商合作，因此在拓展业务时没有任何成本优势。为了克服这些可怕的障碍，国民保险将重点放在了被“大男孩们”认为不重要的“怪异球⁵”风险上。这一策略出人意料地成功了。

杰克诚实、精明、讨人喜欢，还有点古怪。他尤其不喜欢监管机构。每当他们对他们的监督感到厌烦时，他就会有了卖掉公司的冲动。

幸运的是，有一次我就在附近并建议“加入伯克希尔”。杰克喜欢这个建议，于是我们在1967年只用了15分钟就达成交易。我甚至从没要求过审计。

今天，国民保险公司是世界上唯一一家愿意为某些巨大风险承保的公司。是的，它的总部仍然在奥马哈，距离伯克希尔的总部只有几英里。

多年来，我们又从奥马哈家族手中收购了四家企业，其中最著名的是内布拉斯加州家具市场（Nebraska Furniture Mart，“NFM”）。该公司的创始人罗斯·布卢姆金（Rose Blumkin，B夫人）是俄罗斯移民，在1915年来到西雅图，她既不会读也不会说英语。几年后，她定居在奥马哈。1936年，她用积攒的2500美元开了一家家具店。

竞争对手和供应商根本不在乎她，他们当时无疑是正确的：第二次世界大战让她的生意停滞不前。1946年底，公司的净资产仅增长到72,264美元。收银台和存款里的现金总共是50美元（没有写错数字）。

然而，有一笔无价的财富没有记录在1946年的数字中：B夫人唯一的儿子路易·布卢姆金（Louie Blumkin）在美国军队服役四年后重新加入了这家商店。在诺曼底登陆后，路易参加了诺曼底奥马哈海滩的战斗，并因在Bulge战役中受伤获得了紫心勋章，最终在1945年11月乘船回国。

一旦B夫人和路易重聚，就没有什么能阻止这家家具店的发展了。在梦想的驱使下，母亲和儿子白天、晚上、甚至周末都在工作。最终创造了一个零售业的奇迹。

⁵ “odd ball”游戏是从一堆完全相同的球中，找出一个重量不一样（或轻或重）的球。此处的意思是指那种看上去几乎不可能发生的、或者稀奇古怪的风险。

1983年，他们两人已经创造了价值6000万美元的业务。那一年，在我生日那天，伯克希尔收购了NFM 80%的股份。同样，我们没有对这家家具店进行审计。我指望布卢姆金的家族成员继续经营企业。今天，NFM正由第三代和第四代布卢姆金的家族成员管理。需要指出的是，B夫人每天都在工作，直到103岁——在查理和我看来，这是一个可笑的过早退休年龄。

NFM目前拥有美国最大的三家家居用品商店，尽管NFM的门店因新冠疫情关闭了六周多，但这三家商店在2020年都创下了销售记录。

这个故事的后记说明了一切：每当B夫人全家聚在一起过节聚餐时，她总是要求他们在饭前唱首歌。她的选择从未改变过：欧文·柏林（Irving Berlin）的《上帝保佑美国》（God Bless America）。

让我们往东移步至田纳西州的第三大城市诺克斯维尔。在那里，伯克希尔拥有两家引人注目的公司——克莱顿住宅（Clayton Homes）（100%持股）和领航旅行中心（Pilot Travel Centers，目前持股38%，但到2023年将达到80%）。

每家公司都是由一位毕业于田纳西大学并留在诺克斯维尔的年轻人创立的。这两位年轻人都没有足够的资金，父母也不富裕。

但是，那又怎样？如今，克莱顿住宅和领航旅行中心每年税前利润都超过了10亿美元。他们共雇用了大约4.7万名员工。

吉姆·克莱顿（Jim Clayton）在经历了几次商业冒险之后，于1956年以小本经营的方式创建了克莱顿住宅公司。1958年，“大个子吉姆”哈斯拉姆（Jim Haslam）以6000美元的价格购买了一个服务站，创建了后来的领航旅行中心公司。后来，他俩的儿子也都加入了父亲的公司，孩子们有着父辈一样的激情、价值观和头脑。基因的魔力转圈圈。

现年90岁的“大个子吉姆”哈斯拉姆最近写了一本鼓舞人心的书，他在书中讲述了吉姆·克莱顿的儿子凯文（Kevin）是如何鼓励哈斯拉姆家族将大部分的领航旅行中心公司股份卖给伯克希尔。每个零售商都知道满意的顾客是商店的最佳销售人员，当企业易手时也是如此。

当您下次飞越诺克斯维尔或奥马哈时，请向克莱顿、哈斯拉姆和布卢姆金斯家族、以

及遍布全美各地的成功企业家们脱帽致敬吧。这些建设者需要美国的繁荣框架（它始于 1789 年进行的一次独特实验）才能发挥潜力。反过来，美国也需要像吉姆、“大个子吉姆”、B 女士和路易这样的杰出公民来实现我们开国元勋们所追求的奇迹。

如今，许多人在世界各地创造了类似的奇迹，创造了使全人类受益的繁荣。然而，美国建国以来短短 232 年间，还没有其他地方能像美国这样释放人类潜能。尽管出现过严重的中断，但我国的经济的发展却令人叹为观止。

除此之外，我们保留着成为“一个更完美的联邦⁶”的宪政愿望。这方面固然进展缓慢、不平衡且经常令人沮丧，但是我们已经向前迈进，并将继续前进。

我们始终坚信：绝不做空美国。

伯克希尔伙伴关系

伯克希尔是特拉华州的一家公司，我们的董事们必须遵守州法律。其中一项要求：董事会成员必须以公司及其股东的最佳利益行事。董事们都坚守这一信条。

此外，董事们当然希望公司能取悦客户、培养和奖励其 36 万名员工的才能、与贷款人的往来光明正大，并在许多我们运营业务的城市和州被视为良好公民。我们重视这四个重要的群体。

然而，在决定股息、制定战略方向、选择首席执行官、收购和剥离等问题上，这些群体都没有投票权。这些责任完全落在伯克希尔的董事们身上，他们必须忠实地代表公司及其所有者的长期利益。

除了法律要求之外，查理和我还对伯克希尔的许多个人股东负有特殊的义务。一点个人经历可能会帮助您了解我们之间不同寻常的羁绊，以及它何影响我们的行为。

在我执掌伯克希尔之前，我通过一系列合伙企业为许多个人管理资金，其中最早的 3 家合伙企业成立于 1956 年。随着时间的流逝，同时运营多个实体变得难以控制，1962 年，我们将 12 家合伙企业合并为一家独立的实体，即巴菲特合伙有限公司（Buffett Partnership Ltd. “BPL”）。

⁶ 这似乎是引用美国前总统奥巴马演讲的标题。

到那一年，我和我妻子几乎所有的钱，都投入到我和几位有限合伙人一起创立的基金里了。我没有工资，也没有任何费用。相反作为普通合伙人，我只有在有限合伙企业的年回报率超过 6% 时才会获得报酬。如果回报率达不到这一水平，差额部分就从我未来的应得利润中扣除。（幸运的是，从未发生过这种事：合伙企业回报率总是超过 6% 的“标准杆”。）随着岁月的流逝，我父母、兄弟姐妹、姨妈姑婶、叔叔舅舅、表兄弟和姻亲都将大部分资金投资了上述合伙企业。

查理在 1962 年成立了合伙公司，运作方式和我差不多。我们都没有任何机构投资者，我们的合作伙伴中也很少有金融行家。那些加入我们公司的人相信我们会像对待自己的钱一样对待他们的钱。这些人——要么凭直觉，要么依靠朋友们的建议——正确地得出了这样的结论：查理和我极端厌恶资本的永久性亏损，如果我们预期不能合理运用他们的钱，我们就不会接受他们的投资。

1965 年 BPL 收购伯克希尔后，我跌跌撞撞地进入了企业管理领域。后来，在 1969 年，我们决定解散 BPL。年底这家合伙企业按比例分配了所有现金和三支股票，其中价值最高的是 BPL 在伯克希尔的 70.5% 股权。

与此同时，查理在 1977 年结束了其公司的运营。在他分配给合伙人的资产中，有蓝筹印花（Blue Chip Stamps）的主要股份，这是他的合伙人、伯克希尔和我共同控制的一家公司。蓝筹印花也是我的合伙公司解散时分配的三支股票之一。

1983 年，伯克希尔和蓝筹印花合并，伯克希尔的注册股东从 1900 人扩大到 2900 人。查理和我希望所有人——新老股东和潜在股东——都能同舟共济。

因此，在 1983 年的年报中——首当其冲——列出了伯克希尔的“主要商业原则”。第一条原则这样开始：“虽然我们的形式是公司，但我们的态度是合作关系。”这定义了我们在 1983 年的关系，至今依然如此。查理和我——以及我们的董事们——相信这句宣言在未来几十年里仍将对伯克希尔大有裨益。

伯克希尔的所有权现在分为五个大“桶”，其中一个由我作为“创始人”占据。这桶肯定会空，因为我拥有的股票每年都会分配给各种慈善机构。

其余四桶中有两桶由机构投资者占据，各自负责管理他人的资金。然而，这也就是这两个桶唯一的相似之处，它们的投资程序截然不同。

一个机构桶是指数基金，这是投资界一个规模庞大、迅速发展的领域。这些基金只是

紧跟它们追踪的指数。指数投资者最喜欢的是标普 500 指数（S&P 500），伯克希尔是该指数的成份股。应该强调的是，指数基金之所以持有伯克希尔的股票，只是因为它们被要求这么做。他们处于自动驾驶状态，买、卖都只考虑“权重”。

另一个机构桶则是管理客户资金的专业人士，这些资金来自于富人、大学、退休人员或任何人。这些职业经理人的职责是根据他们对估值和前景的判断，将资金在不同的投资项目之间转移。这是一个光荣而艰难的职业。

我们很高兴为这个“活跃的”团体工作，同时他们也在寻找更好的地方来配置客户资金。可以肯定的是，一些基金经理着眼长远，很少进行交易。还有一些人使用计算机，利用算法在一纳秒内指导股票的买卖。另一些专业投资者会根据他们对宏观经济的判断来回操作。

第四个桶是个人股东，他们的运作方式与我才描述的活跃型机构经理人类似。可以理解的是，当这些股东看到另一项令他们兴奋的投资时，他们会把自己持有的伯克希尔股票视为可能的资金来源。我们对这种态度没有异议，这与我们看待伯克希尔持有的一些股票的方式类似。

综上所述，如果查理和我对我们的第五桶没有特别的亲缘感，那我们就没有人性了。第五桶就是：百万以上的个人投资者。无论未来发生什么，他们相信我们始终会代表他们的利益。他们加入我们并不打算离开，他们的心态与我们最初的合作伙伴相似。事实上，在我们合伙期间的许多投资者，以及/或他们的后代，仍然是伯克希尔的主要所有者。

斯坦·特鲁尔森（Stan Truhlsen）就是这些老合作伙伴中的一个典型代表，他是奥马哈市一位开朗慷慨的眼科医生，也是一位私人朋友，他在 2020 年 11 月 13 日迎来了自己的 100 岁生日。1959 年，斯坦以及其他 10 名年轻的奥马哈医生和我一起创建了合伙企业。他们创造性地将自己的风险公司命名为 Emdee⁷。每年，拙荆和我都会在我们家里与他们一起举办庆祝晚餐。

当我们的合伙企业在 1969 年分配伯克希尔股票时，所有的医生都保留了他们得到的股票。他们可能不知道投资或会计的来由，但他们知道在伯克希尔他们是合伙人。

斯坦的两名来自 Emdee 的朋友今年都 90 多岁了，他们仍然持有伯克希尔的股票。这一群体惊人的长寿——加上查理和我分别是 97 岁和 90 岁的事实——提出了一个有趣的问题：持有伯克希尔的股票会让人长寿吗？

⁷ 这是什么梗，有人知道么？

伯克希尔不同寻常且备受重视的个人股东家族，可能会让你更加理解我们不愿讨好华尔街分析师和机构投资者。我们已经有了我们想要的投资者，总的来说，我们不需要寻找替代人员来升级我们这些投资群体。

能够持有伯克希尔的座位——即流通股——数量有效，而且我们非常喜欢已经坐上座位的人。

当然，“合伙人”也会发生一些变动。不过，查理和我希望这种变动很微小。毕竟，谁会寻求朋友、邻居或婚姻的快速变化呢？

1958年，菲利普·费雪（Phil Fisher）写了一本关于投资的名著。他在书中将经营一家上市公司比作经营一家餐厅。他说，如果你在寻找食客，无论是汉堡配可乐还是带有异国情调的葡萄酒配法国美食，你都可以吸引顾客并获得成功。但是，费雪警告说，你不能随意地变换口味：你给潜在顾客的信息必须与他们进入你的餐厅后的体验是一致的。

在伯克希尔，我们提供汉堡和可乐已经56年了。我们珍惜因此寻味而来的顾客。

美国和其他地方的数千万投资者和投机者根据自己的品味，可以选择各种各样的股票。他们将会找到拥有诱人想法的首席执行官和市场专家。如果他们想要价格目标、管理收益和“故事”，他们不会缺少追求者。“技术人员”将充满信心地指导他们，告诉他们图表上的一些波动预示着股票的下一步走势。要求采取行动的呼声此起彼伏。

我要补充的是，这些投资者中有许多人做得很好。毕竟，持有股票在很大程度上是一个“正和”博弈。事实上，一个耐心且头脑冷静的猴子，通过向标普500的上市公司投掷50支飞镖构建的投资组合，只要它不受诱惑改变原来的“选择”，随着时间的推移，它将会享受股息和资本收益。

生产性资产，如农场、房地产，当然还有企业所有权，都能产生财富——大量的财富。大多数拥有这些资产的人都会得到回报。所需要的只是时间的流逝、内心的平和、充足的多元化以及交易和费用的最小化。不过，投资者决不能忘记，他们的支出就是华尔街的收入。而且，和我的猴子不一样，华尔街的人玩命工作肯定不是仅仅为了几颗花生。

当伯克希尔有空位时——我们希望这样的空位很少——我们希望座位被那些了解并渴望我们提供的产品的人占据。经过几十年的管理，查理和我仍然不能承诺结果。然而，我们可以并保证将你们视为合作伙伴。

我们的后继者也会如此。

伯克希尔一个可能让你吃惊的数字

最近，我了解到一个我从未怀疑过的关于我们公司的事实：伯克希尔拥有的位于美国的房地产、工厂和设备——这类资产构成了我们国家的“商业基础设施”——GAAP 估值超过了任何其他美国公司。伯克希尔对这些国内“固定资产”的折旧成本为 1540 亿美元。紧随其后的是美国电话电报公司（AT&T），它拥有资产、厂房和设备，价值 1270 亿美元。

我应该补充一点，我们在固定资产所有权方面的领导地位，本身并不意味着投资取得了胜利。最好的投资结果是拥有那些只需要很少资产就能开展高利润业务的公司，以及那些只需要很少额外资本就能扩大产品的销售额或服务的公司。事实上，我们确实拥有一些这类杰出企业，但它们相对较小，发展也比较缓慢。

然而，重资产的公司也可以是很好的投资。事实上，我们很高兴能拥有两大巨头——BNSF 和 BHE。2011 年，也就是伯克希尔拥有 BNSF 的第一个完整年，这两家公司的利润合计为 42 亿美元。2020 年对很多企业来说都是艰难的一年，但这两家公司却赚了 83 亿美元。

BNSF 和 BHE 在未来几十年将需要大量的资本支出。好消息是，两者都可能带来适当的增量投资回报。

让我们先看看 BNSF。它的铁路运输了 15% 美国境内所有非本地货物（按吨/英里计算，包含铁路、卡车、管道、驳船以及飞机），BNSF 的负载远远超过任何其他承运人。

美国铁路的历史很有趣。在经历了 150 年左右的疯狂建设、欺诈、过度建设、破产、重组和合并之后，铁路行业终于在几十年前成熟合理了。

BNSF 于 1850 年开始运营，在伊利诺伊州东北部修建了一条 12 英里长的线路。如今，BNSF 收购或合并了 390 多家前铁路公司。这家公司广泛的血统分布请参看文献：http://www.bnsf.com/bnsf-resources/pdf/about-bnsf/History_and_Legacy.pdf

伯克希尔在 2010 年初收购了 BNSF。自从被我们收购以来，这家铁路公司在固定资产上投资了 410 亿美元，超过了折旧费用 200 亿美元。铁路是一项户外运动，总是会遇到从沙漠到山脉的各种地形，因此火车必须在极冷和极热的环境下可靠地行驶。还会遇到周期性大规模洪水。BNSF 拥有 23000 英里的铁路，遍布 28 个州，必须竭尽所能在其庞大的系统中最大限度地提高安全性和服务。

尽管如此，BNSF 还是向伯克希尔支付了大量股息——总计 418 亿美元。然而，铁路公司只会在满足其业务需求和保持 20 亿美元现金余额后，才付给我们剩下的钱。这种保守的

政策使 BNSF 能够以较低的利率借款，无需依赖伯克希尔对其债务进行担保。

关于 BNSF 的另一个点是：去年，该公司首席执行官卡尔·艾斯（Carl Ice）和他的二号人物凯蒂·法默（Katie Farmer）在控制开支方面做了出色的工作，同时克服了行业的严重低迷。尽管载货量下降了 7%，但他们实际上将 BNSF 的利润提高了 2.9%。卡尔如计划的那样在年底退休了，凯蒂接任首席执行官一职。因此，你们的铁路业务仍然得到了可靠地照顾。

与 BNSF 不同的是，BHE 不支付普通股股息，这在电力行业很不常见。我们拥有该公司 21 年了，这种斯巴达式的政策贯穿了整个时期。与铁路不同，我们国家的电力设施需要大规模的改造，最终的成本相当惊人，将吞噬 BHE 未来几十年的全部收入。我们欢迎挑战，相信增加的投资终将得到合适的回报。

让我来告诉你 BHE 的一项努力——它承诺投入 180 亿美元，对已经过时的电网进行改造和扩建，这些电网现在正在向整个西部输送电力。BHE 在 2006 年开始这个项目，预计在 2030 年完成——是的，2030 年。

可再生能源的出现使我们的项目成为社会的必需品。从历史上看，长期以来盛行的燃煤发电都靠近人口密集的地区。然而新世界风能和太阳能发电的最佳地点往往是在偏远地区。BHE 在 2006 年评估项目时，对西部输电线路进行巨额投资已不是什么秘密。在计算项目成本后，当时很少有公司或政府机构能提供金融支持。

应该指出的是，BHE 的决定是基于它对美国政治、经济和司法体系的信任。要获得可观的收入，需要投入数十亿美元。输电线路必须跨越各州和其他司法管辖区的边界，每个州都有自己的规则和选区。BHE 还需要与数百名土地所有者打交道，并与生产可再生能源的供应商和向客户输送电力的远距离公用事业公司签订复杂的合同。竞争激烈的利益集团和旧秩序的捍卫者，以及渴望立即出现一个新世界的不切实际梦想家，都必须加入进来。

惊喜和延迟都是肯定会有的。然而，同样可以肯定的是，BHE 具备管理才能、制度约束和财力来履行其承诺。虽然我们的西部输电项目要多年才能完成，但我们今天已经开始寻找、承担其他类似规模的项目。

无论遇到何种障碍，BHE 都将成为提供更清洁能源的领导者。

年度会议

去年 2 月 22 日，我写信告诉你，我们计划召开一个盛大的年会。不到一个月，这个计

划就被废弃了。

由梅丽莎·夏皮罗（Melissa Shapiro）和伯克希尔首席财务官马克·汉伯格（Marc Hamburg）领导的总部小组迅速重组。他们的即兴表演奇迹般地奏效了。格雷格·阿贝尔（Greg Abel, 伯克希尔副董事长之一）和我一起上台，面对着一个黑暗的舞台、1.8万个空座位和一台摄像机。没有彩排：我和格雷格在“表演”开始前45分钟到达。

黛比·博萨内克（Debbie Bosanek）是位不可思议的助手。47年前，刚刚17岁的她加入了伯克希尔。她整理了25张幻灯片，展示了我在家里收集的各种事实和数据。一个由电脑和相机操作员组成的匿名、但能力很强的团队按适当的顺序将幻灯片投射到屏幕上。

雅虎向创纪录规模的国际观众直播了整个过程。CNBC的贝琪·奎克（Becky Quick）在新泽西州的家中工作，她从数千个股东早前提交的问题、以及在我和格雷格上台的四个小时里观众通过电子邮件发给她的问题中挑选问题。喜诗花生糖和软糖，加上可口可乐，为我们提供了营养。

今年5月1日，我们计划举办一次更好的活动。再次，我们将依赖雅虎和CNBC的进行一场完美表现。雅虎将于美国东部时间下午1点开始直播。直播网址请登录<https://finance.yahoo.com/brklivestream>。

正式董事会议将于美东时间下午5:00开始，下午5:30结束。在此之前，在1:30 - 5:00之间，我们将回答由贝琪·奎克转交的问题。和往常一样，我们不知道问题是什么。如果你有奇思妙语，请发送到 BerkshireQuestions@cnbc.com。雅虎直播将在5:30之后结束。

现在——此处应有掌声——惊喜来了。今年的会议将在洛杉矶举行……查理将会上台，和我一起在整个三个半小时的问答环节中回答问题并发表意见。去年（他没来）我想念他更重要的是，你们显然也想念他。我们宝贵的副主席 Ajit Jain 和 Greg Abel 也将与我们一起回答各自业务领域内的问题。

欢迎通过 Yahoo 观看我们的会议。将您真正棘手的问题转给查理！我们会很开心的，希望您也一样。

当然，更好的是我们面对面相见的那一天，我希望并期待能在2022年相见。奥马哈市民、我们的参展子公司以及我们所有在总部工作的人，都迫不及待地希望您参加真正的伯克希尔式大会。

2021年2月27日

沃伦·巴菲特

董事会主席

译者注：

- 原版英文信请访问伯克希尔官网获取（请[点击此处](#)）。
- 本文主要参考新浪网翻译（请[点击此处](#)）、部分网友的翻译以及部分基友的帮助，一并深表感谢。
- 本人是理工科宅男，非英文、非金融、非管理专业，翻译不妥之处请见谅。如果您能来信斧正，以方便更新文档，将不胜感激。来信请寄：gilsonyi@msn.com。
- 投资道阻且长，您我共勉之。