

巴菲特致股东信

2015 年

伯尔希克·哈撒韦公司 2015 年的净值增长 154 亿美元，公司 A 类和 B 类股票的每股账面价值增长 6.4%。在过去的 51 年时间里（即现有管理层接手公司开始），公司股票的每股账面价值从 19 美元增加至 155501 美元，年复合增长率为 19.2%。在我们接手伯克希尔的前几十年，伯克希尔·哈撒韦公司的账面价值与企业内在商业价值大致相等，后者也是真正重要的东西。这两个数据存在相似之处是因为我们的大多数资产部署在有色证券，我们需要定期重新评估市场的报价（如果出售股票会有更少的税收）。按照华尔街的说法，我们的大部分资产是“按市价计算的”。

然而，到了 1990 年代早期，我们的重点已经转向企业的完全所有权，即减少了资产负债表数据的相关性。因为适用于控制公司的会计准则不同于评估公司有色证券的准则，造成损失的账面价值通常被记下来，但带来盈利的却未曾重估。

我们已经有过这样的经历：我做了一些愚蠢的投资，但我为那些公司经济信誉投入的资金在之后被注销，此举降低了伯克希尔的账面价值。同时，我们也有一些成功的投资，其中一些是非常大的，但却没能提高公司资产的账面价值。

随着时间的推移，相较于我们认可的处理方式，这种不对称的会计处理必然扩大了公司内在价值与账面价值之间的差距。在今天，我们不断增长但却未记录的盈利清楚的表明伯克希公司的内在价值远远超过其账面价值，这就是为什么我们将股票回购的价格上限提高到票面价值的 120%。在这个水平线上，回购对于伯克希尔剩余的股东而言，会快速提高每股的内在价值。

我们拥有的企业价值增加却未重估，解释了为什么伯克希尔公司列在首页上的市场价值变动收益，超出了我们账面价值变动收益。

*本报告中使用的所有每股数据适用于伯克希尔·哈撒韦 A 股，B 股数据为 A 股的 1/1500。

*在这封信中，所有收入都是税前收入，除非另有指定。

伯克希尔这一年

伯克希尔副董事长、我的伙伴查理·芒格，和我都希望每年伯克希尔的标准盈利能力增加。当然，实际的年收入有时会因为美国经济的疲软而下降，或者可能因为保险大灾难。在一些年份标准盈利会比较少，另一些年份会比较多。去年是收获颇丰的一年，以下为去年的亮点：

伯克希尔在 2015 年期间最重要的发展不是金融，虽然它带来了更好的收益。在 2014 年表现欠佳后，我们的 BNSF

（美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司）在去年大幅改善了对客户的服务。而为了实现这一目的，我们在资本支出中拿出了 58 亿美元，远超美国铁路历史的纪录，并且几乎是我們年度折旧费用的三倍，但它花的真值！

以吨/英里的收入来计算，BNSF 公司在 2015 年占有了美国城际货运 17% 的市场份额，无论是通过铁路，卡车，航空运输，水或管道。在这方面，我们是美国七大铁路公司（其中两家在加拿大）中最强大的，吨/英里的货运量超出距离我们最近的竞争对手 45%。因此，我们保持一流的服务不仅对我们的托运人的至关重要，而且对美国经济的平稳运行至关重要。

对于大多数美国铁路公司，2015 年是令人失望的一年，货运总里程减少，利润也在降低。但对于 BNFS 而言，在保持规模的前提下，税前利润达到了 68 亿美元（2014 年为 6.06 亿美元）。马特·罗斯和卡尔·艾斯，BNSF 的经理，感谢你们。

BNSF 是“五大发动机”中最大的那个，除了它，还有伯克希尔·哈撒韦能源公司（BHE；前身是 MidAmerican 能源公司）、IMC（以色列金属加工工具供应商）、Lubrizol 以及 Marmon，这些公司是伯克希尔最大的五个非保险企业，在 2015 的收入达到 131 亿美元，较 2014 年增加了 6.5 亿美元。

在这五个巨头中，2003 年我们只拥有 BHE，当时获利 3.93

亿美元，后来我们相继以全现金相继购买了剩下 4 个公司中的 3 个，然而在收购 BNSF 时，70% 的费用我们用现金支付，剩下的发行伯克希尔股票使盈利数值增长了 6.1%，我们的目标不是简单的增加收入，也要保证我们的股票每股价值增长。

明年，我将要着手“第六大发动机”的建设。新的小伙伴叫 PrecisionCastpartsCorp (PCC)，我们在一个月前花费 320 亿美元收购了它。PCC 与伯克希尔模式完美的融合，将大大提高我们的标准化每股盈利水平。

在首席执行官马克·多尼根多带领下，PCC 已经成为航空零部件的世界顶级供应商（供应当中大多数会是原装设备，但是备件对于公司来说也很重要）。马克的成就让我想起了雅各布·哈帕兹（JacobHarpaz）在 IMC 中展示的法宝，两名男子变换着很普通的材料，却用在各大厂商不平凡的产品中，每一个产品都是马克手下的奇迹。

经过多年的合同交付，PCC 的产品大都是大型飞机中的关键部件，13 个国家的 162 个工厂里，有 30466 名各行各业员工为公司服务。马克在构建自己的商业帝国时，做了很多收购，将来会有更多，我们期待着伯克希尔加入后他的举措。

个人致谢：收购 PCC 如果没有托德·库姆斯（ToddCombs，伯克希尔高管）的投入和帮助是无法成功的，他在数年前将这家公司带到了我的视野中，并且一直告诉我这个行业的窍门以及马克的事情。尽管 Todd 和泰德·威斯勒（TedWeschler，

伯克希尔高管）的主要职责都是投资经理——他们每人为我们处理着约 90 亿美元的业务——但他们都积极、巧妙地通过各种方式为伯克希尔增加价值。雇佣这两位是我所做过的最好的决定之一。

经过对 PCC 的收购，伯克希尔将拥有世界财富 500 强中的 10.25 家（我们拥有的 27% 卡夫亨氏股份就是那 1/4）。还剩下不到 98% 的美国企业巨头没有给我们打电话。接线员已经就位。（注：巴菲特在这里开了个玩笑）。

我们的非保险业务公司在去年为我们创造了 57 亿美元的收入，高于 2014 年的 51 亿美元。在集团内部，我们有 1 家公司去年盈利超过 7 亿美元，2 家盈利在 4 亿-7 亿美元之间，7 家盈利在 2.5 亿-4 亿美元之间，11 家盈利在 5000 万到 1 亿美元之间。我们爱死他们了：这个系列的公司不管在数量上还是在盈利上都会随着时间逐渐增长。

当你听到有人谈论美国摇摇欲坠的基础设施建设，放心，他们谈论的并不是伯克希尔。我们在去年投资了 160 亿美元的资产、厂房和设备，86% 都建设在美国。

我在早些时候告诉过你们 BNSF 在 2015 年的资本支出记录。在每一年的末尾，我们的铁路设施建设较 1 年或是更早之前都会有提升。

BHE 有着相同的故事。这家公司投资了 160 亿美元到可再生能源事业里，并且现在拥有着国家 7% 的风能发电和 6%

的太阳能发电。事实上，我们的公用事业所拥有并且运作的 4423 兆瓦的风力发电是第二名的 6 倍。

还没完。去年，BHE 在巴黎气候大会上，为支持未来可再生能源的发展做出了重大承诺。我们履行这些承诺有着重大的意义，不仅仅是为了环境也是为了伯克希尔的理念。

伯克希尔庞大的保险业务在 2015 年完成了承保盈利连续 13 年增长。这些年里，那些不属于我们、但我们可以将其用于为伯克希尔的盈利投资的流动资金——从 410 亿美元增长到了 880 亿美元。虽然，我们的流动资金在收入和规模上并没有反映在伯克希尔的盈利上，但浮存金产生了庞大的投资收益，因为它允许我们持有资产。

同时，我们的承保盈利在 13 年里达到了总计 260 亿美元，包含着 2015 年盈利的 18 亿美元。毋庸置疑，伯克希尔最大的未登记的财富存在于保险业之中。我们用了 48 年时间来创建一个无法被替代的多维的经营方式。

在查理和我寻找新的收购对象的时候，我们的很多子公司都在进行补强收购。去年我们进行了 29 项补强，计划总耗资为 6.34 亿美元，购买价格从 30 万美元到 1.43 亿美元不等。

查理和我都鼓励补强，如果他们定价合理。（大部分交易报出的价格显然不合理。）这些收购都将资本配置在由我们的经理管理的符合我们现有商业模式的运营中。这意味着，

工作没有增加，但伯克希尔的盈利更多了，这种结合我们发现非常有吸引力。我们在未来会做更多的补强性交易。

在去年我们的亨氏与 Jorge Paulo Lemann , Alex Behring 和 Bernardo Hees 都通过与卡夫的合并使其规模增加了 1 倍还多。在这笔交易之前，我们花费了 42.5 亿美元购买亨氏的 53% 股份。现在，我们拥有 3.254 亿股卡夫亨氏股份（约 27%），成本为 98 亿美元。新公司每年有着 270 亿美元的销售额，可以为你提供亨氏番茄酱或者芥末，来搭配你的来自卡夫的奥斯卡梅耶热狗。再加上一个可口可乐（43.14, -1.02, -2.31%），你就将享受到我最喜欢的一顿饭了（我们会在每年的大会上带上奥斯卡梅耶的热狗车——带上你的孩子一起来。）

尽管我们并没有出售卡夫亨氏的股票，“GAAP”（一般公认会计原则）要求我们记录下我们在这场合并上投资的 68 亿美元的账单。这就使得我们控股的卡夫亨氏在我们资产负债表上显示出的价值高于我们的成本数十亿以上，却比市场价值要低，这样的结果只有一个会计会喜爱。

伯克希尔还拥有着卡夫亨氏的优先股，每年支付我们 7.2 亿美元，并且还有 7.7 亿美元在我们资产负债表上。卡夫亨氏几乎肯定会在六月以 83.2 亿美元赎回优先股（最早的可选日期），这对于卡夫亨氏来说将会是一个好消息，但对于伯克希尔来说就是个坏消息了。

JorgePaulo 和他的同伴是再好不过的合伙人了。我们与他们分享并购的激情，构建和创立更大的企业来满足基本的需求和欲望。我们走着不同的道路，但是追求着同一个目标。

他们的方法一直以来都非常的成功，通过并购能够提供减少不必要成本机会，然后迅速地完成工作。他们的行为极大的提升了生产力，这是在过去 240 年里美国经济增长的最重要的因素。衡量生产力提升的标准是每小时输出更多的需要的商品和服务，如果没有，会经济不可避免地停滞不前。在美国大部分公司里，提升生产力是可能的，这一事实给 JorgePaulo 和他的同伴提供了机会。

在伯克希尔，我们也渴望效率并且厌恶官僚主义。为了实现我们的目标，我们遵循并强调避免膨胀，收购像 PCC 这样的公司，一直由注意价格和高效的经理来进行。在收购之后，我们的角色就仅仅是创造一个环境，那些 CEO 和他们的志趣相投的最终继任者能够在其中最大化他们的管理效率和来自工作的愉悦。（这种不干涉风格，是我从 Mungerism 的话中知道的：“如果你不想让自己生活在痛苦之中，就不要带着改变别人行为方式的目的去结婚。”）

我们将继续以极端分散——当然，几乎闻所未闻——的方式来运营伯克希尔。但是我们也会寻找机会，作为一个融资伙伴来和 JorgePaulo 合作，就像他的集团收购了 Tim Horton' s 一样，或者作为股权融资伙伴，就像亨氏一样。

我们也会偶尔和他人合作，就像我们和 Berkadia 成功做过的那样。

然而，伯克希尔只会和合伙人做友好的收购。诚然，某些恶意收购是事出有因的：一些 CEO 忘记了他们在为哪些股东工作，同时其他的经理也是严重的不称职。不论哪种情况，董事可能会无视问题所在或者只是简单地不情愿对需求做出改变。这时就需要新人了。我们会把这些“机会”留给其他人。在伯克希尔，我们只去欢迎我们的地方。

伯克希尔公司去年在它的“四大”投资——美国运通、可口可乐、IBM (132.03, -2.47, -1.84%) 和富国都增加了所有者权益。我们购入了更多 IBM 和富国的股份（到 2014 年年末我们对 IBM 的股权从 7.8% 增加到 8.4%，对富国的股权从 9.4% 增加到 9.8%）。在其他两家公司，可口可乐公司和美国运通，股票回购也提高了我们所有权的百分比。我们在可口可乐公司的股权从 9.2% 增长到 9.3%，对美国运通的股份从 14.8% 上升到 15.6%。倘若你觉得这些看似小小的改变并不重要，我们可以做一个算术：伯克希尔在这四家公司的权益总和每增加一个百分点，获得的年收益就会增加 5 亿美元。

这四个投资对象拥有优秀的业务，而且都由那些既有才华又维护股东利益的人员管理。它们带来的有形资产的回报非常可观甚至惊人。在伯克希尔，比起完全拥有一个一般的

公司，我们更喜欢拥有优秀公司的某些实质部分，尽管它不受我们控制。正如拥有所有的水钻都不如拥有希望之钻的部分所有权。

如果以伯克希尔公司的年终控股来计算，我们在“四大公司”2015年的股权收入达47亿美元。然而，在我们向你报告的收益中，我们只计算他们的分红——去年约18亿美元。但毫无疑问：我们没有报告的这些公司近30亿美元的收入和我们记录下来的部分每一分都有同样的价值。

我们的投资对象保留的收入通常用于回购自己的股票——这是一项增加伯克希尔未来收益的比重，而不需要我们付出一分钱的举动。这些公司留存的收益也用来创造生意机会，通常最后都会发现是有利的。所有这些让我们相信，这四个投资对象每股的收益总体上将随着时间的推移而大幅增长。如果确实有收益，给伯克希尔的股息就会增加，因此，我们未来的资本收益也会增加。

相比仅限于收购他们会运作的公司，我们在资本配置上的灵活性——具体来说，我们被动地在非控制企业上大额投资的意愿——给了我们很大的优势。伍迪·艾伦曾说，双性恋的优势在于它让你周六晚上找到约会的机会加倍。以相似的方式——当然，并不完全一样的方式——既愿意运作企业，又愿意被动投资的胃口加倍了伯克希尔为其无尽井喷的现金找到明智的使用方式的几率。除此之外，拥有巨额的有价

证券组合给我们提供了存在重大收购时可以利用的资金储备。

* * * * *

今年是个选举年，候选人们不会停止讨论我们国家的问题（当然，这些问题只有他们能解决）。这种消极宣传的结果是，很多美国人现在认为他们的孩子不能像他们那样生活得好。

这种观点大错特错：今天在美国出生的婴儿是历史上最幸运的孩子。

美国人现在的人均 GDP 为 56000 美元。就像我去年提到的一一实质上是我出生的那年，1930 年人均 GDP 的惊人的六倍，这远远超出了我的父母和他们同时代的人最疯狂的梦想。今天的美国公民不是本质上比以前更聪明，也不是比 1930 的人更加努力工作。而是工作得更加有效率从而产出更高。这种强力的趋势会确切地延续下去：美国的经济魔力保持良好和活力。

一些评论家哀叹我们现在每年 2% 的实际 GDP 增长——是的，我们都希望看到更高的增长率。但是让我们用过分悲观的 2% 的数字做一下简单的数学计算。我们会看到，增长带来了惊人的收益。

美国人口每年增长 0.8%（出生率减死亡率的 0.5% 和净移民率的 0.3%）。因此 2% 的整体增长产生大约 1.2% 的人均

增长。这可能听起来并不令人印象深刻。但对一代人来说，25 年来，这种增长速度会带来 34.4% 的人均实际 GDP 收益（复利效应产生的超额的百分比会通过简单的 $25 \times 1.2\%$ 来计算）。反过来，那 34.4% 的收益会为下一代带来惊人的 19000 美元的实际人均 GDP 增幅。平等的分配下，一个四口之家每年可获得 76000 美元。今天的政客们不需要为明天的孩子流泪。

确实，今天的孩子大部分都不错。我所有中产阶级的邻居都定期享受比约翰·D·洛克菲勒在我出生时更好的生活水平。他无与伦比的财富买不到我们现在拥有的，无论是什么领域——仅举几个——交通、娱乐、通信或医疗服务。洛克菲勒当然有权力和名声，不过他不能活得像我的邻居现在一样好。

尽管由下一代分享的馅饼会比今天的大得多，它将被如何划分仍将被激烈争议。就像是现在这样，在劳动力和退休人员之间，健康和体弱者之间，继承者和霍雷肖·阿尔杰之间，投资者与工人之间，特别是那些市场都十分看重的人才和同样努力的缺乏市场技能的美国人之间会为了更多的产品和服务而奋斗。这种冲突永远在我们身边——并将永远继续。国会将会是战场，金钱和选票将是武器。游说将是保持增长的产业。

然而，好消息是即使是“落败”那一方的成员也将几乎肯定可以享受——正如他们应该的那样——将来比他们在

过去所拥有的远远更多的商品和服务。他们增加的奖金的质量会也显著改善。在生产人们想要的商品上，没有什么能竞争的过市场系统，在提供人们还不知道他们需要的商品上更是如此。我的父母年轻的时候，无法想象一台电视机，我在我 50 多岁的时候，也不曾认为我需要一台个人电脑。这两种产品，当人们看见他们能做什么之后，迅速彻底改变了他们的生活。我现在一周花十个小时在网上打桥牌。而且，当我写这封信时，“搜索”功能对于我来说是十分宝贵的。不过我还没准备好使用 Tinder（一款手机交友 APP）。

240 年来，和美国打赌一直是一个可怕的错误，而且现在仍然不是开始的时候。美国的商务与创新的金鹅将继续下更多和更大的蛋。美国对社会保障的承诺将兑现，也许会更慷慨。而且，是的，美国的孩子们的生活将远比他们的父辈要好。

* * * * *

考虑到这种有利的形势，伯克希尔（要肯定的是，其他许多企业也一样）几乎肯定会蓬勃发展。那些查理和我的继任经理们将根据以下我们简单的蓝图，增加伯克希尔的每股股票的内在价值：

1. 不断改善我们众多附属公司的基本盈利能力；
2. 通过补强并购进一步增加他们的收益；
3. 从增长的投资中获益；

4. 在相对于内在价值而言具有有意义的折扣时回购伯克希尔股票；

5. 偶尔进行大型收购。管理部门也会通过少量发行伯克希尔的股份(如果有的话),尽量使你的收益最大化。

企业内在价值

尽管查理和我经常谈论企业内在价值,我们还是无法告诉你们伯克希尔哈撒韦(198190, -708.50, -0.36%)公司股票的确切价值(而且,事实上,对任何股票都是如此)。但是我们可以做一个合理的估计。我们在2010年的年度报告中提出了三个因素,我们相信其中一个定性的因素是我们对伯克希尔哈撒韦公司的内在价值进行估计的关键。关于这个问题的讨论会在113-114页进行完整的再现。

在这里对两个定量的因素进行更新:2015年我们的每股现金和投资增加8.3%,至159794美元(包括我们拥有的卡夫亨氏股份在市场的价值),而且我们从许多生意中赚钱——包括保险承销收入——每股收益增加2.1%至每股12304美元。在第二个因素中,我们从我们持有的投资中剔除股息和利息,因为他们会产生重复计算的值。在计算我们的收入时,我们扣除所有的企业开销、利息、折旧费、摊销和少数股东权益,但不扣除所得税。也就是说,我们计算的是税前收入。

我在上面的段落中使用斜体,是因为我们第一次加入保

险承销业务收入。当我们最初介绍伯克希尔哈撒韦公司两个支柱性定量因素的估值时，之所以没有计算在内，是因为我们保险业务的结果深受灾难覆盖范围的影响。如果没有飓风和地震，我们会获得丰厚的利润。但是一场大灾难就会产生亏损。为了保守的阐述我们的商业收入，我们一贯假定保险业务会盈亏平衡，从而在第二个因素的年度计算中忽略保险业务所有的收入和损失。

今天，我们的保险业务很可能更稳定，因为相比于十几二十年前，我们让大型灾难变得不那么重要，极大地拓展了作为我们主要收入来源的业务线。参照这部分的第二段，去年，保险承销收入在我们每股 12304 美元的收益中贡献了 1118 美元。在过去的十年中，保险承销收入平均每年达到每股 1434 美元，而且我们预计在之后的大部分年份中都会赢利。但是你应该认识到，保险承销业务在任何一年都有可能无利可图或是大赚。

自 1970 年以来，我们的每股投资以 18.9% 的年均增长率增长，收入（包括在第一年和最后一年的保险承销业务收入）的增长率达到 23.7%。伯克希尔哈撒韦公司的股票价格在接下来的 45 年，增长速度与我们两种因素测量的值非常相似并不是巧合。查理和我喜欢通过这两个领域去理解收益，但是我们的主要目标是建立关于营业利润可复制的模型。

现在，让我们用我们的操作方法去检查 4 个主要部门。

与其他部门相比，它们每个都有截然不同的资产负债表和收入特点。我和查理会视他们为四个独立的业务（尽管把他们放在同一屋檐下有重要和持久的经济优势）。我们的目的是为您提供我们在你们的位置上会希望获取的信息，就像你们是报表经理而我们是缺席股东。（别激动，我们并没有考虑和你们互换职务）。

保险业务

先看看保险行业，自从我们在 1967 年以 860 万美元的价格，收购了国家赔偿和它的姊妹公司国家火灾与海事保险公司以来，这个行业的财产-意外险（P/C）分支就是推动我们扩张的动力所在，今天，从净市值来算，国家赔偿是世界上最大的财产-意外险保险公司。不仅如此，它的内在价值远超我们在书中表达的那些。

我们喜欢 P/C 行业的原因是因为它的经济特点：P/C 行业的承保人先收取担保费，而后才会支付索赔。在一些极端的例子中，比如某一位工人的事故补偿金，支付期限甚至可以长达好几十年。这种“现在收取，随后支付”的模式让 P/C 公司拥有一大笔现金，我们称之为浮存金，这些钱最终都会进入别人的口袋。但同时，这些承保人可以用这些浮存金来为自己谋利益。虽然个人的保险单和补偿金来来回回，但整个承保机构的公开流通股票总额却保持在一个与担保费总

量相关的相对稳定的水平。因此，随着我们公司的业务增长，我们的公开流通股票也在增长。我们的增长之路，如下面的图表所示：

<i>Year</i>	<i>Float (in millions)</i>
1970	\$ 39
1980	237
1990	1,632
2000	27,871
2010	65,832
2015	87,722

想要在浮存金上获取更多收益比较困难。一方面，政府雇员保险公司和许多像我们这样的专业操作公司都已经在高速增长。国家赔偿保险公司的再保险业务与大多数因为浮存金快速下滑而即将不再投保的合同相关。如果我们在浮存金正遭受下降的时候及时操作，这将会变得十分缓慢（外界看来速度不会超过每年增长 3%）。但是我们保险合同的自然属性就是这样，让我们不可能承受对于资金的快速的或者短期的需求，因为这些浮存金对于我们的现金资源来说十分重要。这个结构是人为设计的，也是伯克希尔经济堡垒中最重要的一个成分。这个结构永远不会被放弃。

如果我们的担保费超过了我们所有花费和最终损失的总和，那么我们将会签署一个承保盈利，而这些将会增加我们的产品产生的投资收入。当这样的利润被赚取之后，我们就会尽情地享受这种免费得到的资金，当然，最好的结果是，我们能够因为这笔资金再赚些钱。

不幸的是，这种希望所有承保人都实现这种美好结果的

期望引发了了业界紧张的竞争局势。如此剧烈的需求导致它时常引发 P/C 行业作为一个整体去操作一个非常严重的承保损失。这种损失，实际上，是产业为了维持其发行市场而支付的。有竞争力、有活力的市场总是能够保证保险产业在相较于其他美国行业时，总还是能够维持乏味的历史记录，在有形资产净值上赚取低于正常水平的回报，尽管这些发行资金所获得的收益是行业所有公司都在共享的。这段整个世界现在都在应对的很长的低利率期实际上确认了一点，在浮存金所能获取的收益在未来几年将会持续减少，因此恶化了承保人所面对的收益问题。当产业成果在未来十年下滑到比过去几十年还低时，这是一个投资的好机会，尤其对于那些对于再保险十分专业的公司来说，更是如此。就像这份报告此前提及的一样，伯克希尔哈撒韦公司到目前为止，已经连续 13 年保障着承诺利润，我们这个阶段的税前收入总计 262 亿美元。那并不是一个偶然，严格的风险评估是我们全部的保险经理们的日常关注焦点，他们知道什么时候的股票浮动是有价值的，盈利也可能因为太低的承诺利润而血本无归。所有的承保人都能给出那样的空头承诺。在伯克希尔哈撒韦公司这是一个传统，类似旧约全书的风格。

那么我们的股票浮动是如何影响我们的固有市值的呢？当伯克希尔哈撒韦公司计算账面价值的时候，我们的全部浮存金就像债务一样被扣除，就像我们明天必须支付但是不能

补充它。但是把浮存金全部等同于债务又是不正确的，它可以被视作一个周转金。每天我们都需要支付一些日常开支和债务，这些支付行为减少了浮存金，2015 年的 245 亿美元里面就有超过 600 万美金是用来支付债务的。就像每一天，我们开发新的业务，那也会很快产生新业务的债权，可增加浮存金。

如果浮存金是成本低廉和持续性的，就像我们相信的那样，那么这项负债的真实价值将会大大低于会计们所计算出来的负债价值。拥有一美元，实际上永远不会离开这个世界——因为总会有新的业务来代替它，这就完全不同于拥有一美元——然而明天就会消失。然而，这两种不同形式的负债，却在通用会计准则中被视为等量。

能部分抵消了的这一被夸大的负债是价值 155 亿美元的“商誉”资产。我们在保险公司购买保险时产生，这能够增加账面价值。在很大程度上，这种商誉代表了我们为保险公司获得的浮存金能力所支付的价格。然而，对商誉进行的花费和它的真实价值之间没有联系。例如，如果一个保险公司维持长期的、高金额的损失，那么任何书面的商誉资产承诺都应该被视为毫无价值，不论其原始成本究竟是多少。

幸运的是，伯克希尔并不是这样。查利和我相信，我们保险公司的“商誉”是真正地有经济价值的，而且还会远远地超过它的历史价值。如果我们能够拥有这样的公司，我们

将会愉快地去支付他们的浮存金。事实上，几乎所有的 155 亿美元——我们在保险业务中由商业信誉所带来的，2000 年的时候已经在我们的书上提到过。然而随后，我们有了三倍的浮动。现在，它的价值是一个原因——一个为什么我们相信伯克希尔的内在商业价值大大超过其账面价值的巨大的原因。

* * * * *

伯克希尔有吸引力的保险经济模式之所以存在，是因为我们有一些优秀的的管理者，他们正以一种严格的态度去运行着一种极难复制的商业模式。让我来向你们介绍一些主要部门

首先，浮存金额度最高的是由 AjitJain 管理的伯克希尔?哈撒韦再保险公司。Ajit 敢于对一些其他人根本没有什么兴趣或者没有资本接受的保险进行投保。他进行投保是总是集能力、速度、决断力和智慧于一身。更重要的是，在保险界，他总是有一些与众不同的想法。但是，他不会让伯克希尔置身于资源不合适的危机当中。

事实上，伯克希尔在规避风险上的方法比绝大部分保险公司要保守。例如，如果保险公司将在一场特大灾难中损失 2500 亿美元，这将是保险业迄今为止最大赔偿的三倍，那么伯克希尔作为一个整体，他们将在这一年度要获得更多的收益，因为该公司的业务范围十分广。我们也要准备充裕的现

金以求在波动巨大的市场上找到有前景的业务机会。与此同时，一些主要的保险公司和再保险公司将会面临赤字问题，甚至濒临破产。

1986 年的那个周六，Ajit 走进了伯克希尔的办公室，那时的他甚至没有一点保险业方面的经验。尽管如此，保险公司的主管 MikeGoldberg 还是让他管理再保险业务。在这种鼓励和推动下，Ajit 在保险界崭露头角，并且很快大放异彩，为伯克希尔公司获得了巨额的收入。

* * * * *

我们还有另外一个保险业的巨头——通用再保险公司，该公司由 TadMontross 管理。

本质上，一个运行稳定的保险公司需要遵守四大规则，它包括：（1）、理解一切会让保单发生损失的风险；（2）、对可能发生的风险进行谨慎评估并预计可能发生的损失；（3）、设置保费。就一般而言，保费需要稍高于可能发生的损失和运营需要的总和；（4）、懂得在无法获得合适保费的时候放手。

许多保险公司都能够遵守前三条规则，却忽略了第四条。他们无法舍弃竞争对手都去积极争取的业务。但是老话说：“别人都在做，我们也要去做”，很多行业都存在这个问题，但是这个问题在保险行业尤为突出。

Tad 却能够做到这四条，他的业绩表现就体现了这些。

在他的领导下，通用再保险公司的巨额浮存金的表现一直好于零成本，我们预计这种情况将继续。我们对通用再保险公司的国际人寿再保险业务十分满意。从我们 1998 年收购此公司以来，它就一直保持稳定、持续的盈利。

不过在购买通用再保险公司不久后，它也出现了一些问题。这让一些评论家——包括我自己都相信我犯了一个很大的错误。不过这一天已经过去了，通用再保险公司依旧是一个宝贝。

* * * * *

最后，是政府员工保险公司。托尼·莱斯利现在管理着政府员工保险公司，他 18 岁就进入了公司，截止到 2014 年，他已经为公司服务了 53 年。1993 年，托尼成为了公司的 CEO，从那以后，该公司飞速发展。世界上再也没有比托尼更好的经理了。

1951 年 2 月，我第一次听说政府员工保险公司，我被该公司相比于其他保险巨头的巨大成本优势给震惊到了。当时我就知道了这个公司一定会大获成功。

没有人喜欢买车险，但是几乎每个人都喜欢开车。对许多家庭而言，给车投的保险是一个家庭的巨大开销。储蓄对家庭而言是很重要的——只有低成本的保险公司才会提供这种业务。所以，至少 40% 的人在阅读了这篇文章后可以在政府员工保险公司的保险业务上省下钱。所以，快停止阅读，

登录 geico.com 或者拨打 800-368-2734。

政府员工保险公司的成本优势是它能够持续扩大市场份额的主要原因（1995 年伯克希尔·哈撒韦公司收购它的时候，它的市场份额只有 2.5%，而在 2015 年市场份额达到了 11.4%）。政府员工保险公司的低成本成为了其他竞争无法超越的鸿沟。

我们的吉祥物 “gecko” 不怕疲倦地告诉美国人政府员工保险公司怎样帮助他们去省钱。我喜欢听到这个小家伙传达的信息：“只要 15 分钟就能够帮你省 15% 或者更多的汽车保险。”（不过总会有那么几个爱发牢骚的人。我的一个朋友就和我说过，一些能够说话的动物，除了谈到过保险再也不会讨论其他的问题。）

* * * * *

我们除了拥有这三个主要的保险公司，还有一些其他的小公司，他们中的大部分都在保险界中勤勤恳恳地干着自己应该做的事情。大体来说，这些公司发展非常好，稳定地盈着利。在过去的十年里，他们从保险业务中获得了 29.5 亿美元的利润，同时浮存金从 17 亿美元增长到 86 亿美元。查理和我都很看重这些公司和他们的领导者。

不到三年前，我们成立了伯克希尔哈撒韦特殊保险公司（“BHSI”），我们也让它加入了这个队伍中。我们第一个决定就是让 Peter Eastwood 去管理这个公司。这是一个全垒

打的举措：伯克希尔哈撒韦特殊保险公司的年度保费量已经达到 10 亿美元，而且在 Peter 的领导下，它有望成为保险业的领头羊之一。

这是一些决策所带来的增值收益和浮存金的概括：

	<u>Underwriting Profit</u>		<u>Yearend Float</u>	
	<i>(in millions)</i>			
<u>Insurance Operations</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>
BH Reinsurance	\$ 421	\$ 606	\$ 44,108	\$ 42,454
General Re	132	277	18,560	19,280
GEICO	460	1,159	15,148	13,569
Other Primary	824	626	9,906	8,618
	<u>\$ 1,837</u>	<u>\$ 2,668</u>	<u>\$ 87,722</u>	<u>\$ 83,921</u>

伯克希尔优秀的经理人、出色的金融能力和许多独特的商业模式在保险业中建立了巨大的鸿沟，让它在保险界别具一格。各种力量的集合为伯克莱尔的股东们带来了巨大的资产，而且这份资产还会随着时间不断增值。

受监管的资本密集型业务

我们的主要业务有两块：BNSF and BHE，它们存在共同的优点，而他们的这些特质又和我们其他的业务不一样。所以我把他们的各项统计数据从我们 GAAP 准则下的资产负债表和收益表中分离出来，在这封信中单独来谈。

它们的一个主要的共同特点就是对长期的、受监管的资产进行大量投资。这些资产部分由大规模长期债务支撑，但是不是伯克希尔担保。这些资产不需要我们进行信贷支持，因为即使经济情况不好，它们的盈利也能弥补他们的利率负债。例如，去年，在铁路经济不景气的情况下，BNSF 的利息

保障比率超过了 8: 1 (我们对于利息保障比率的定义是税前收益/利息, 而不是税息折旧及摊销前利润/利息, 尽管后者才经常被人使用, 但是我们认为这种方法存在很大的问题)。

与此同时, 在对于 BHE, 有两个因素能够保证公司在任何情况下都能够支付债务支出。第一个在很多的公共事业项目中十分常见: 抗衰退收益, 这些来自于这些公司提供的独家额外服务。第二个只有我们其他几个少数的公共事业项目所享有, 即收入来源多样化, 这样可以让我们的免于因为一个单一监管机构而遭受损失。我们获得的大部分收益, 很多是由于强大的母体公司所拥有的巨大优势带来了一些补充, 这样就让 BHE 和它的一些有用的分公司降低了他们的债务成本。这些让我们和我们的的顾客获得了很大的收益。

众所周知, 去年 BHE 和 BNSF 这两家公司花费了 116 亿美元在修建和装备上, 对美国的城市内部结构做出了重要的贡献。只要它们能够承诺合理的收益回报, 那么我们很愿意做这样的投资。不过前提就是, 我们对未来的规划有绝对的信心。

我们的这种自信心, 不仅来自于我们自身过去的经验, 而且来自于我们对社会清晰的认识——社会永远都会需要这种对于交通和能源的巨大投资。确保资金稳定流入一些重要的项目, 对政府部门很有利。同时, 做这些项目的投资对我们而言也是十分有利的, 它可以让我们的赢得政府及人民的

信任。

低廉的价格是让这些支持者们高兴的重要原因。在爱荷华州，BHE 的平均零售价是 5 分/千瓦时，Alliant，该周的另一个主要的有用能源，均价是 9.3 美分。这里有一些来自附近州的可进行比较的价格数据：内布拉斯加州 9 美分、密苏尔州 9.3 美分、伊利诺斯州 9.7 美分、明尼苏达州 9.7 美分。国家的平均价格大概是 10.4 美分。我们的底价为我们的工薪阶层的顾客增加了一些额外的收益。

对于 BNSF 而言，它的价格很难和一些主要的铁路公司去进行比较，因为他们在运输货物和运输里程上和其他公司存在着巨大的差异。然而，为了提供未加工的措施，去年我们的收益低于 3 美分每吨每公里，然而其他四个主要的美国铁路客户的电子运输费用至少比我们高 40%，从 4.2 美分到 5.3 美分不等。

BHE 和 BNSF 公司已经成为美国能源友好型产业的领头羊。在风力发电产业上，没有哪个州能够超过爱荷华州，去年我们生产的风电相当于我们铁路顾客所用电量的 47%。（新增的风电项目将会让这个指数在 2017 年达到 58%）。

BNSF，和其他一等铁路公司一样，仅仅用一加仑的柴油可以让一吨的货物移动 500 米。这比卡车的能源利用率高了 4 倍！而且，更重要的是，铁路运输减少了高速公路的拥堵情况和严重堵车所带来的巨大开销。

这里是 BHE 和 BNSF 的一些主要数据：

<u>Berkshire Hathaway Energy (89.9% owned)</u>		<u>Earnings (in millions)</u>		
		<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
U.K. utilities	\$	460	\$ 527	\$ 362
Iowa utility		314	298	230
Nevada utilities		586	549	(58)
PacifiCorp (primarily Oregon and Utah)		1,026	1,010	982
Gas pipelines (Northern Natural and Kern River)		401	379	385
Canadian transmission utility		170	16	—
Renewable projects		175	194	50
HomeServices		191	139	139
Other (net)		27	26	12
Operating earnings before corporate interest and taxes		3,350	3,138	2,102
Interest		499	427	296
Income taxes		481	616	170
Net earnings	\$	<u>2,370</u>	<u>\$ 2,095</u>	<u>\$ 1,636</u>
Earnings applicable to Berkshire	\$	<u>2,132</u>	<u>\$ 1,882</u>	<u>\$ 1,470</u>

<u>BNSF</u>		<u>Earnings (in millions)</u>		
		<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
Revenues	\$	21,967	\$ 23,239	\$ 22,014
Operating expenses		14,264	16,237	15,357
Operating earnings before interest and taxes		7,703	7,002	6,657
Interest (net)		928	833	729
Income taxes		2,527	2,300	2,135
Net earnings	\$	<u>4,248</u>	<u>\$ 3,869</u>	<u>\$ 3,793</u>

我目前希望在 2016 年 BHE 能增加税后收益，但是 BNSF 收入在降低。

制造业、服务业和零售业

我们要详细地谈谈伯克希尔的这部分业务状况。让我们来看一看该业务部门的资产负债表和损益表。

Balance Sheet 12/31/15 (in millions)

<u>Assets</u>		<u>Liabilities and Equity</u>	
Cash and equivalents	\$ 6,807	Notes payable	\$ 2,135
Accounts and notes receivable	8,886	Other current liabilities	10,565
Inventory	11,916	Total current liabilities	12,700
Other current assets	970		
Total current assets	28,579		
		Deferred taxes	3,649
Goodwill and other intangibles	30,289	Term debt and other liabilities	4,767
Fixed assets	15,161	Non-controlling interests	521
Other assets	4,445	Berkshire equity	56,837
	<u>\$ 78,474</u>		<u>\$ 78,474</u>

Earnings Statement (in millions)

	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013*</u>
Revenues	\$107,825	\$ 97,689	\$ 93,472
Operating expenses	100,607	90,788	87,208
Interest expense	103	109	104
Pre-tax earnings	7,115	6,792	6,160
Income taxes and non-controlling interests	2,432	2,324	2,283
Net earnings	<u>\$ 4,683</u>	<u>\$ 4,468</u>	<u>\$ 3,877</u>

* Earnings for 2013 have been restated to exclude Marmon's leasing operations, which are now included in the Finance and Financial Products results.

*已经重申了不包含马蒙集团租赁业务的 2013 年收入，现在这部分业务收支已计入了金融和金融产品部门。

我们根据一般会计公认原则得出的收支信息在第 38 页。相比之下，上表中的营业支出不是根据一般会计公认原则计算的，因为它没有包括某些收购记账项目（主要是一些无形资产的摊销）。我们这样做是因为查理和我认为经过这样调整后的数字比一般公用会计原则数据更能精确反映表中所有业务的实际收支情况。

我不会一一解释每一个调整细节，其中有些调整很微小，也很难解释。但是专业投资者应该能理解无形资产的特殊性质。有些无形资产会随时间减值，而有些则完全不会。比如拿软件来举例，软件资产就有切切实实的摊销费用。相反地，针对其他一些无形资产形成的费用，比如按照收购会计核算

原则而产生的对诸如客户关系之类的无形资产进行的摊销，就明显不能反映其真实资产状况。公认会计原则对这两种费用不加以区分，在计算利润时把这二者都计入了支出。然而从投资者的视角来看，这两种费用完全不一样。

第 38 页中会计公认原则数据显示，该部门有 11 亿美元的摊销费用被作为费用入账。我们可以说其中只有“20%”是实际发生的费用，其它全不是。因为我们进行了大量收购活动，所以这个曾经不存在的“非实际”费用如今变得十分庞大。随着我们进行更多的收购，非实际摊销费用也肯定会进一步增加。

第 55 页列示了按一般会计公认原则计算的无形资产现时状况报表。我们现在有 68 亿美元的可摊销无形资产，其中 41 亿美元将在未来 5 年内摊销。当然，最终这些“资产”都会摊销殆尽。一旦全部摊销完，就算实际利润没有什么变化，报表反映的利润却会增加。（这是我给我的继任者的一份礼物。）

我建议你最好忽视一部分按一般会计公认原则计算的摊销费用。但这么做会让我害怕，因为我知道现在企业管理者告诉股东忽视一些费用项目几乎已成了常态。其中最常见的一个例子就是“股份补偿。”这个费用项目名称中有“补偿”两个字，如果补偿不算费用的话，那还有什么能算费用？如果收入计算不包括真实费用和经常性费用，那还有什么费

用能包括进去？华尔街分析师也经常这样做，用这些管理层提供的忽视“补偿”的费用去做分析。也许是这些分析师不太懂，或者他们怕与管理层关系搞坏。又或者他们就是玩世不恭，认为其他人都这么做，为什么自己不顺应潮流呢。不管原因是什么，这些分析师向投资者传递这些误导性信息是有罪的。

折旧费是一项更复杂的费用，但几乎总是真实的实际费用。毫无疑问伯克希尔也有折旧费。我希望我们能在保持业务竞争力的同时尽可能减少折旧费支出，我花了 51 年才想出来该怎么做。诚然，我们的铁路业务的折旧费支出下降速度比铁路业务正常运转所需资本支出的下降速度慢得多，这也导致了会计一般公认原则下收入账面数据比实际高。（这个现象在整个铁路行业都存在。）如果有 CEO 和投资银行家用未折旧前的数据向你推销，例如未计利息、税项、折旧及摊销前的利润，那么他十有八九就在故意忽悠你。

当然了，我们公布的收益报告还是要遵循一般公认会计准则。要了解真实准确信息，你一定要记得把我们报告中的大多数摊销费用加回到利润额上去，然后还要减去一些以反映柏林顿北方圣塔菲公司少计的折旧费。

* * * * *

让我们回到我们的制造业、服务业零售业业务，这些业务涉及的公司的产品从棒棒糖到喷气式飞机等什么都有。其

中有些公司经济状况十分好，其无抵押有形资产净值收益率能达到税后 25%至 100%。其他一些公司则可以达到 12%~20%的良好收益水平。但也有少数几家公司收益水平相当糟糕，这是我在做资本配置工作中犯的一些严重错误。这些错误大部分都是由于我在评估这家公司或其所属行业的经济动态时出的差错，现在我的这些错误让我们付出了代价。有时候我在评估现任经理和未来经理候选人的忠诚度和工作能力时出错还会更多；真的，没骗你。如果我们幸运的话，这种情况只会在我们极小部分的业务中发生。

如果把这个部门中的公司视为一个单一的主体，那么其业绩是相当杰出的。它们在 2015 年拥有平均 256 亿美元的净有形净资产，其中包括大量过剩现金和少量负债，并在此基础上获得了 18.4%的税后有形资产净值收益率。

当然了，为一家经营经济状况很好的公司支付过高收购价格一定是一项糟糕的投资。我们已经为我们的大多数公司所拥有的净有形资产支付了大量的溢价，其成本反映在我们数额庞大的商誉和其它无形资产项目上。但总的来说，我们这样部署资本的方式为我们带来了很好的资本回报。等到 2016 年内我们对金霸王公司和 PrecisionCastparts 的收购完成后，我们还会看到更多的资本回报增长。

* * * * *

我们在该业务部门拥有太多公司，所以我不能一一对它

们全都评价一番。而且，这些公司现有的和潜在的竞争对手都可以读到这份报告，如果他们对我们的数据有太多了解，那这只会对我们的公司不利。因此，对于那些在评估伯克希尔时不具有规模重要性的业务，我们只按照规定进行披露。不过，在第 88 至 91 页你可以找到我们很多业务的详细数据。

金融和金融产品业务

我们的三项租赁业务是由 CORT（家具）、XTRA（半拖挂车）和马蒙（主要业务包括油罐车、冷藏车、联运式罐式集装箱和吊车）三家公司构成。这三家公司都是行业领导者，在美国经济走强之际都取得了很大的收益增长。我们在这三家公司拥有设备上的投资比他们的任何一个竞争者都要多，这让我们获得了回报。发挥自身长处是伯克希尔经久不衰的优势之一。

Kevin Clayton 旗下 ClaytonHomes 公司再次取得了行业领先业绩，成为美国第二大活动房屋制造商。去年该公司卖出了 34,397 套房屋，占全美活动房屋销售量的 45%。2003 年我们买下 Clayton 时，它的市场占有率只有 14%

活动房屋让美国低收入人群实现了买房梦，Clayton 卖出的 46% 的房屋都是通过我们的 331 家自营商店销售的，其它大部分销量是通过 1395 家独立零售商卖掉的。

Clayton 盈利的关键是其所拥有的 128 亿美元的按揭贷

款。其中 35% 贷款来源于活动房屋，37% 来源于零售业务，大部分余额来源于独立零售商，其中有些会卖我们的房屋，还有一些只卖我们竞争对手的房屋。

从借方角度讲，Clayton 是所有出借方中最可靠最长久的。有了伯克希尔的支持，Clayton 能在 2008 年至 2009 年净金融危机期间稳定源源不断地向房屋购买者提供按揭贷款。在那段期间，Clayton 确实也用其宝贵的资金向那些没有卖 Clayton 房屋的经销商提供了按揭贷款支持。那段时间我们为高盛 (150.25, 2.00, 1.35%) 集团和通用电气 (29.4, 0.17, 0.58%) 公司提供的资金支持占据了各大媒体头条；伯克希尔在背后默默向 Clayton 注入的资金让许多美国普通人拥有了自己的房子，同时也让许多非 Clayton 房屋经销商活了下来。

我们在 Clayton 房屋零售店都用了简单明了的宣传语，不断提醒消费者他们可以选择多种消费渠道，我们向消费者建议最多的就是让他们去当地银行申请贷款。同时我们从消费者也得到了他们确实收到了我们的提醒的反馈。

按揭贷款对于借方和整个社会都有极大好处。毫无疑问，导致 2008 年金融危机进而引发经济衰退的元凶之一就是不顾后果的滥放按揭贷款行为。危机发生之前，一个腐朽的按揭贷款模式往往是这样：（1）比方说加利福尼亚州的一家金融机构放了许多贷款（2）然后这家机构迅速把这些贷款

卖给一家比方说是在纽约的投资银行或商业银行，这家银行会把积累许多贷款，把这些贷款抵押作为抵押贷款证券的抵押物（3）随后又把这些证券卖给世界各地不知情的机构或个人。

似乎上述的恶行还不足以引发坏结果，一些异想天开的投资银行有时还在此基础上炮制出第二层融资产品，这些产品的价值主要依赖于那些初次发行债券的垃圾部分。（如果华尔街声称他们发明了什么新产品，你可要当心！）上述这种情况就好像是要求投资者读几万页麻木无聊的散文，然后再评估要买的这支证券。

上述的贷款发放人和粉饰证券的银行真的都不要脸，他们的眼里只有钱。许多贷款屋主都指望着这笔贷款，而贷款发放人心里却打着另外的算盘。当然了风险最大的信贷产品会产生最大的收益。狡猾的华尔街销售员们依靠向顾客推销他们不懂的产品就能年入百万（同样地，为什么分级机构能够对比他们更复杂的机构进行评级呢？然而他们就这样做了）。

BarneyFrank 可能是 2008 金融危机期间最懂金融的国会议员了。最近他在评价 2010 年《多德弗兰克法案》时说，

“我发现在该法案在执行过程中有一个巨大缺点，那就是监管者没有把风险自留强加给所有住房抵押贷款。”今天，一些立法者和评论家还在建议要让贷款发放方承担 1%至 5%的

风险自留，以保障贷款发放方、贷款人和担保人的利益一致。

在 Clayton，我们有 100% 的风险自留。我们每发放一笔贷款，就会一直持有它（除了少数有政府担保的贷款）。我们如果放贷不慎，那么我们自己承担代价。这笔代价着实不小，比我们的房屋原始销售利润都要多。去年我们取消了 8,444 笔活动房屋按揭贷款的抵押品赎回权，为此我们共计损失了 1.57 亿美元。

我们在 2015 年发放的贷款平均每笔是 59,942 美元，对于传统放贷者来说数额很小，但对于许多低收入贷款人来说意义非凡，他们能依靠这笔贷款获得一栋体面的房子，平均每月只需支付 552 美元的本息。看看我们在年会是那个展示的房子照片吧，多漂亮。

当然了，有些贷款人可能会失业，会离婚或者是去世。也有人会遭遇其它经济问题。遇到这种情况我们会损失钱，我们的贷款人会失去首付款。即便如此，但是我们的 FICO 评分、我们的贷款人的收入和他们在经济危机期间的偿还贷款情况都要比其它同类按揭贷款要好，而那一类按揭贷款的贷款人的收入往往是我们的贷款人的收入的好几倍。

贷款人对于拥有一个家的强烈的渴望是我们持续经营房屋按揭贷款业务的主要原因之一。同时我们可以浮息债券和短期固息债券为这些按揭贷款融资。最终我们在近年来极低的短期利率和按揭贷款收入之间操作范围越来越大，这就

会催生固定利率。（有时候我们仅仅只购买长期债券然后以短期方式进行融资，那么我们也能得到类似的结果）

一般情况下，短期借入并以固定利率长期借出，是风险较高的行为，然而我们旗下克莱顿房产公司（Clayton）的营运模式却正是如此。过去几年来，几家以此模式运作的金融巨头纷纷不堪重负、关门大吉。而我们伯克希尔公司采取自然抵消策略，我们现金等价物的业务额始终维持在 200 亿美元以上，以此赚取短期利率。更多情况下，我们的短期投资额介于 400 亿至 600 亿美元之间。假如我们将 600 亿美元用于投资少于 25% 的股票，那么短期利率将会急剧上涨，我们便可以从中获利，这与我们投资在克莱顿的 130 亿美元抵押贷款组合相比，前者的赚头远大于后者所需承担的较高融资成本。在银行业务中，伯克希尔将保持一贯的资产高度敏感性，并会因此从上升的利率中获得收益。

现在我来谈谈令我引以为傲的一项业务，此业务需要谨慎守法地运作。当年的经济大萧条导致抵押贷款放贷商、服务商、包装商受到了极为严苛的监管，还遭受了巨额罚款。

这些监管显然波及到了克莱顿，其抵押贷款业务频频遭到检查，检查内容包括贷款发放、服务、汇集、宣传推广、法令遵循、内部管控等环节。至于联邦政府方面，我们要接受联邦贸易委员会、住房与城市发展部、消费者金融保护局等政府部门的监管。不胜枚举的各种州立法律也制约着我们。

在过去 2 年里，联邦政府及来自 25 个州的相关机构常常造访克莱顿，以 65 种五花八门的理由调查其抵押贷款业务。调查结果如何？这段时间里我们总共被罚了 3.82 万美元，退还给顾客 704678 美元。此外，在过去的一年里，尽管我们不得不取消 2.64% 的活动房屋抵押品赎回权，但 95.4% 的借款者已接近年终还款期限，还清贷款后，他们的房产就不再背负抵押债务了。

美联集团 (Marmon) 的汽车零件业务扩张迅速，截至去年年底，已拥有 13.322 万个单位的零部件，自去年 9 月 30 日向通用电气 (29.4, 0.17, 0.58%) 公司购入 25085 台汽车后，其业务量便实现了显著增长。倘若将我们的各项业务比作一列火车，那么奥马哈市就是引擎，最后一节车厢位于缅因州的波特兰市。

截至去年年底，我们 97% 的轨道车已租出，其中 15-17% 的车辆需每年重新续租。尽管这些铁路油罐车听上去像是满载原油的货轮，但实际上只有 7% 的车辆用于运载原油，我们承运的主要是化工产品以及精炼石油。当列车从你面前徐徐驶过，请仔细寻找我们油罐车上的 UTLX 或者 Procor 标志。当你看到那个标志时，请挺起你的胸膛，作为股东，你也是那辆车的主人之一。

下图为此部分业务的收益概况：

	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
	<u>(in millions)</u>		
Berkadia (our 50% share)	\$ 74	\$ 122	\$ 80
Clayton	706	558	416
CORT	55	49	42
Marmon – Containers and Cranes	192	238	226
Marmon – Railcars	546	442	353
XTRA	172	147	125
Net financial income*	<u>341</u>	<u>283</u>	<u>322</u>
	<u>\$ 2,086</u>	<u>\$ 1,839</u>	<u>\$ 1,564</u>

* Excludes capital gains or losses

投资业务

下图为截至去年年底，我们投资的普通股中市场价值最大的 15 家公司。卡夫亨氏公司 (KraftHeinz) 并未列入排名，因为我们实际上拥有公司控制权，根据“权益法”，我们对其盈亏需承担责任。

<u>Shares**</u>	<u>Company</u>	<u>Percentage of Company Owned</u>	<u>12/31/15</u> <u>Cost*</u>	<u>Market</u>
			<u>(in millions)</u>	
151,610,700	American Express Company	15.6	\$ 1,287	\$ 10,545
46,577,138	AT&T	0.8	1,283	1,603
7,463,157	Charter Communications, Inc.	6.6	1,202	1,367
400,000,000	The Coca-Cola Company	9.3	1,299	17,184
18,513,482	DaVita HealthCare Partners Inc.	8.8	843	1,291
22,164,450	Deere & Company	7.0	1,773	1,690
11,390,582	The Goldman Sachs Group, Inc.	2.7	654	2,053
81,033,450	International Business Machines Corp.	8.4	13,791	11,152
24,669,778	Moody's Corporation	12.6	248	2,475
55,384,926	Phillips 66	10.5	4,357	4,530
52,477,678	The Procter & Gamble Company	1.9	336	4,683 ***
22,169,930	Sanofi	1.7	1,701	1,896
101,859,335	U.S. Bancorp	5.8	3,239	4,346
63,507,544	Wal-Mart Stores, Inc.	2.0	3,593	3,893
500,000,000	Wells Fargo & Company	9.8	12,730	27,180
	Others		<u>10,276</u>	<u>16,450</u>
	Total Common Stocks Carried at Market		<u>\$ 58,612</u>	<u>\$ 112,338</u>

* This is our actual purchase price and also our tax basis; GAAP “cost” differs in a few cases because of write-ups or write-downs that have been required under GAAP rules.

** Excludes shares held by pension funds of Berkshire subsidiaries.

*** Held under contract of sale for this amount.

*此为我们的实际买入价，且为课税基础；在某些情况下，一般公认会计原则中的“支出”科目不尽相同，在运用该原则时，账面价值依据需要而相应提高或降低。

** 不包括伯克希尔子公司名下养老基金所持有的股票。

*** 此金额依买卖合同约定。

表格中并未体现伯克希尔大量持股的另一家公司：在 2021 年 9 月之前，我们能够以 50 亿美元的价格随时买下美国银行 (12.7, 0.38, 3.08%) 的 7 亿支股票。截至去年年底，这些股票价值 118 亿美元。我们打算在约定到期日前再购入这些股票，如果我们乐意的话，还可以将占 6% 份额的这 50 亿美元美国银行股票用于优先投资这笔交易。同时，各位必须认识到，实际上，美国银行是我们持有普通股数额第四大的公司，而且我们十分看重这家公司。

生产力与成功

早些时候，我曾向各位汇报过，我们卡夫亨氏的合伙人是如何杜绝效率低下的现象，并因此提升了每小时的工作产量。此类生产力的进步是美国自 1776 年建国以来，生活水平大幅改善的秘诀。不幸的是，这“秘诀”知道的人还真不多：只有极少数美国人能真正悟出生产力与成功之间的关联性。要知道究竟关联在何处，先来看看美国最经典的实例——农业，再来通过伯克希尔的 3 个特殊投资领域进行验证。

1900 年，美国有 2800 万劳动力。其中高达四成，即 1100 万人口，在农业领域进行劳作。当时的主要农作物与现在一样，是玉米。约 9 千万英亩的农田用于种植玉米，每英亩产量为 30 蒲式耳 (1 蒲式耳=35.238 升)，每年总产量为 27 亿蒲式耳。

后来，人们发明了拖拉机以及其他各式各样的农业工具，使农业生产力有了革命性的进步，种植、收割、灌溉、施肥、选种等流程的效率皆大大提升。如今，美国约 8500 万英亩的农田用于种植玉米。虽然面积并未增加，然而产量却翻了好几番，每英亩产量超过 150 蒲式耳，每年总产量为 130-140 亿蒲式耳。其他农作物的产量也不相上下。

美国人不仅仅在产量上有了突破，更掀起了一场劳动力的变革，农业劳动力大幅减少。如今仅剩 3 百万人口在田间劳作，仅占 1.58 亿总劳动力的 2%。由此可见，农业技术的进步解放了成千上万的美国人，让他们得以将时间和才智投入到其他领域，人力资源的再分配使如今的美国人得以享受琳琅满目的商品和服务，如果不是生产力的提高，人们的生活只能停留在男耕女织时代。

回顾过去的 115 年历史，我们意识到，农业发明是多么的伟大、多么的有益，不仅仅减轻了农民的负担，更推动了整个社会的进步。如果我们当年不幸扼杀了生产力的进步空间，就不会有现在的美国。（幸好马儿们不会投票，否则它

们要抗议了。)然而，在柴米油盐层面，跟那些失业的农场工人们大谈科技的美好无异于对牛弹琴，由于机器干起活来更利索，因此，工人们无用武之地，只好下岗。之后我们会进一步讨论生产力发展导致的失业问题。

现在，我们来谈谈伯克希尔子公司效率提升产生重大变化的3个实例。这类励志故事在美国商界已经是老生常谈了。

1947年，二战刚结束那会儿，美国共有4400万劳动力。约135万工人供职于铁路行业。当年由一级铁路承载的每吨英里运输量总计6550亿。

到了2014年，一级铁路每吨英里运载1.85兆货物，增幅达182%，而雇员人数仅为18.7万，相比1947年减少了86%。(包括部分乘务工作人员，但大部分被裁的是货运工作人员。)鉴于这一革命性的生产力发展，扣除物价上涨因素后，每吨英里的货运成本自1947年来降低了55%，按当下物价计算，每年为托运方节省了约900亿美元的开支。

再来看另一组令人震惊的数据：假如，今天的运输业发展停留在1947年的水平，我们需要300多万的铁路工人来负荷如今的运输量。(当然，如此多的人工成本将大大增加运输费用，运输行业也很难发展到今天这般规模。)

1995年，当时的伯林顿北方公司与圣塔菲公司合并，成立了我们的柏林顿北方圣塔菲公司。1996年，是这家新合并公司第一个完整营运的年份，4.5万名员工完成了4.11亿吨

英里的运货量。2015 年，这一数据达到了 7.02 亿吨英里(增幅达 71%)，而雇员人数为 4.7 万(仅增加 4%)。生产力的提升不但惠及运输公司，也惠及托运方。同时，柏林顿北方圣塔菲公司的生产安全性也得到了提升：1996 年上报的因工受伤人数为 2.04 人/每 20 万人工时数，而今下降了超过 50%，仅为 0.95 人/每 20 万人工时数。

在电力这块公共事业领域，伯克希尔哈撒韦 (198190, -708.50, -0.36%) 能源 (BHE) 的运营模式正在改变。以已有的经验来看，效率并非地方电力企业生存的必要条件。事实上，从财政角度来看，“随便”一些的运营方式可能恰到好处。

这种经验是由于公共事业往往是某种产品的唯一供应商，并能够基于投入的资本，设定一个确保盈利的定价。业内有这样一个笑话，说公共事业是唯一比装修老板办公室更挣钱的行当。许多公共事业公司的执行总裁也确实是按着这个套路操作的。

但现在，这一切都改变了。享有美国联邦政府补贴的风能和太阳能发电有益于我们的长远利益，这已经成为了如今的社会共识。联邦政府通过税款抵免来落实这一政策，以支持特定地域内可再生能源价格的竞争力。这些针对可再生能源的税收抵免(或其他支持政策)，最终可能会侵蚀现有的公共事业公司，尤其是那些运行成本较高的公司。长期以来，

哪怕 BHE 公司并不需要依靠这一点确保收入，但公司一直都非常注重效益，而这种对效益的重视让 BHE 在如今的市场变得越发具有竞争力。更重要的是，这种竞争力在未来还会发挥更大的作用。

1999 年，BHE 公司获得了爱荷华州的公共事业代理权。而 1998 年时，该公共事业雇佣着 3700 名员工，电能产量只能达到 1900 万兆瓦/时。现在，在 BHE 的管理下，只需 3500 名员工，就可以达到 2900 兆瓦/时的产能。效益的巨大飞跃，让我们在这 16 年来的运营中费率从来没有增长过，而同期工业成本费率上涨了 44%。我们在爱荷华州的公共事业公司的安全记录也非常出挑。2015 年，员工的事故率只有 0.79%，比我们接手前那家公司 7% 的记录优秀了太多。

2006 年，BHE 收购了俄勒冈州和犹他州的电力企业美国太平洋公司 (PacifiCorp)。收购前一年，太平洋公司雇佣员工为 6750 人，产能效率为 5260 万兆瓦时。而去年，我们只用 5700 名员工就达到了 5630 万兆瓦时的产能效率。安全系数的提升也非常显著，2015 年的事故率从 2005 年的 3.4% 下降到了 0.85%。安全方面，BHE 可以在行业排到前十。

这些杰出的表现都可以解释，为什么 BHE 希望收购某个地区的公共事业企业时，当地的监管机构会表现出如此大的欢迎。监管者们知道，我们的公司会带来高效、安全又可靠的生产操作，同时也会为各种有意义的项目带来无数的资金。

(虽然 BHE 隶属伯克希尔，但从未向我们支付过股息。BHE 对投资的热情在全美投资者所有的公共事业中都属绝无仅有。)

* * * * *

我刚刚详细解释的生产能力的提升，以及其他方面的成就，都为社会带来了惊人的利益。这就是为什么我们的全体公民享受到的不仅仅是产品和服务。

出于这一点来看，这里头其实有一些抵消交易。首先，近年来的生产率提升让富人们收获颇丰。其次，生产力提升也常常会带来剧变：如果创新或新的效率颠覆了已有世界，不管是资本家还是劳动者，都将付出巨大的代价。资本家们（不论是私人拥有者还是组团的公众股东）都不需要我们的同情，他们可以顾好自己。正确的决定为投资者带去了大量的回报，那错误的决定带来巨大的损失也无可避免。此外，那些广泛地分散投资又静观其变的投资者们一定会成功：在美国，成功的投资回报往往高于失败带来的损失。（20 世纪，道琼斯 (16639.97, -57.32, -0.34%) 工业平均指数从 66 点飙升至 11497 点，所有的零部件企业始终享受着增长的分红。)

但工龄较长的工人所面临的问题却与他们截然不同。当创新与市场体系相互作用，提升生产效率，许多工人会因此失去价值，他们的能力会变得过时。或许有些人能在别的地方找到体面的就业机会，但其他人却别无选择。

当低成本竞争将鞋业生产的中心转向亚洲，我们曾经繁荣的德克斯特 (Dexter) 鞋业倒闭了，缅因州小镇 1600 名员工因此失业。许多人已经过了可以再学习另一门营生的年纪。我们失去了几乎所有的投资，但这是我们能够承受得起的，许多员工失去的是根本无可替代的生计。同样的场景也出现在我们原来的新英格兰纺织厂“慢性死亡”的过程中。这家纺织厂垂死挣扎了整整 20 年，许多新贝德福德厂的老员工就是活生生的例子——他们只会说葡萄牙语，有的能说一点点英语，几乎不会其他语言，他们没有第二个选择。

上述这些例子的解决方法不在于限制或禁止提高生产力。如果我们坚持 1100 万人口不应该失去农业上的工作，那么美国人将永远享受不到如今这样优渥的生活。

问题的解决方案在于，为那些愿意继续工作、但其才能却因为市场原因贬值的人提供多样而广泛的保护网络。（我个人非常赞成改革扩大劳动所得税减免制度，为那些愿意工作的人们提供最大的保障。）美国的大多数人享受着不断增长的繁荣，这不应当成为不幸的小部分承受贫困的理由。

重要的风险

和所有的上市公司一样，美国证券交易委员会要求我们每年都要在公开文件中登记自己的“风险因素”。然而，我并不记得阅读公开文件中的“风险”因素对于我评估业务有

多大帮助。这并不是因为这些风险认定不真实，而是通常真正的风险因素是我们没有认知到的。

除此之外，公开文件中的风险因素也不是为了评估而提供的：1) 真实发生威胁事故的概率；2) 如果发生事故，将付出多大的成本；3) 可能造成损失的时机有哪些。

50 年后才可能浮现出来的问题可能会成为社会问题，但这并不属于如今的投资者们需要考虑的问题。

伯克希尔涉足的行业领域比我知道的其他任何公司都要多。我们的所有工作都拥有一些不同的问题和可能。列举容易评估难：我、查理还有我们其他的执行总裁计算各种可能带来的时机、成本和可能性的方式有很大的区别。

我可以举一些例子。我们从一个最显而易见的威胁开始吧：BNSF 相较于其他铁路，未来十年很可能将失去大量的煤炭业务。而未来的某个时刻（虽然在我看来这不会太远了），无人自驾车可能会让政府雇员保险公司 (Geico) 的保单数量大规模萎缩。当然，这些趋势也会影响到我们的汽车经销商。印刷报纸的发行量还将继续下降，这是我们在收购时就非常清楚的事情。目前，可再生能源对我们的公共事业企业起到了帮助作用，但如果电力存储的能力得到实质提升，那么情况又将大有不同。在线零售已经威胁到了我们的零售企业的经营模式和消费品牌。这些都还只是我们面对的负面可能性的一小部分——但即便对商业新闻再漫不经心的人，也早已

意识到了这些负面因素。

然而，这些问题都不会对伯克希尔的长远发展起到什么关键性的影响。1965 年我们刚接手公司时，一句话就能概括当时的风险：“我们所有的资本都投到了北方的纺织公司里头，但纺织业注定将持续受损，直至消亡。”然而，这种发展趋势，并没有成为公司的丧钟。我们只是适应了它，未来也是如此。

每天，伯克希尔的经理人们都在思考，他们该如何与这个变换不息的世界抗争。正如我和查理每天都在孜孜不倦地关注着，哪些领域值得我们源源不断地投入资金。在这一方面，我们比那些只涉足一个行业的公司更有优势——毕竟他们的选择更为有限。我一直坚信伯克希尔拥有足够的金钱、能力和文化，来突破上文提到的、或者其他的种种逆境，并形成愈发强大的盈利能力。

然而，伯克希尔有一个非常明确存在又非常持久的危险，让我和查理也感到束手无策。这也是我们的国民所面临的主要威胁：那就是入侵者口中针对美国“成功的”网络、生物、核能和化学袭击。这是伯克希尔与全美所有企业共同面临的危机。

对任何给定的年份而言，这种大规模杀伤袭击的概率都非常小。上一次《华盛顿邮报》头条报道美国投掷原子弹的新闻，已经是 70 多年前了。之后多年，我们常常与毁灭性

的打击擦肩而过。对于这个结果，我们得感谢于我们的政府，当然，还有运气。

然而，短期内的小概率事件放到长远中看，就会变成必然。（如果某一年发生某一事件的概率为三十分之一，那放眼一个世纪，该事件至少发生一次的概率就会是 96.6%。）更坏的消息是，总有个人或组织、甚至可能是国家，希望对我们的国家制造巨大的伤害。而他们达成这种目的的能力正在呈指数增长。可见，“创新”也有其阴暗面。

美国的公司和投资者无法摆脱这种风险。如果大规模破坏事件在美国发生，那么所有股票的投资都会濒临毁灭。

没有人知道“后一天”会是什么样子。然而，在我看来，1949 年爱因斯坦的这句评价如今依然恰当：“我不知道第三次世界大战会是怎样，但是第四次世界大战时，人们手中的武器将是木棒和石块！”

* * * * *

我之所以会写这篇文章，是因为今年的年度会议上，我们讨论了关于气候变化的代理提案。赞助商希望我们能提交一份报告，具体阐述气候变化可能会对我们的保险业务带来怎样的威胁，以及我们将如何应对这些挑战。

在我看来，气候变化很可能为我们的星球带来一个严峻的问题。我之所以说“很可能”，而不说“一定”会带来这个问题，是因为我没有相应的科学能力做出这个判断，并且

我至今记得大多数“专家”们对千年虫问题的可怕预言。不过，如果所有人都认为这一结果大有可能，而即便立刻采取行动，能够成功制止危机到来的可能也非常小的话，不管是我还是谁，再要求 100%确凿的证据来证明伤害即将到来，那也是非常愚蠢的。

这个问题与针对上帝是否存在的帕斯卡赌注有惊人的相似之处。帕斯卡曾经提出，如果有很小的可能上帝真实存在，那么以上帝确实存在的标准行事就是有意义的——因为这么做的回报可能是无限的，但不这么做却要冒着很痛苦的风险。同样，哪怕只有 1%的可能这个星球真的面临一场巨大灾难，时机延误就意味着再无回寰的余地，那现在的无为就是真正的鲁莽。这可以叫做诺亚方舟法则：如果方舟对于生存可能是必不可少的，那么不论现在的天空有多么晴朗，应当立即开始建筑方舟。

代理提案的赞助商会认为气候变化将对伯克希尔带来巨大威胁也是可以理解的，因为我们是一家巨大的保险公司，覆盖了各种类型的风险。他们或许会担心，气候变化会使财产损失大幅上升。事实上，如果我们要为未来 10-20 年写下固定价格的保单，那么这种担忧是非常有必要的。但是，保单通常以一年为期来写，每年都会针对新暴露的问题重新定价。损失增加的可能性能够被及时转化到增长的保费中。

1951 年，我刚开始对政府雇员保险公司 (Geico) 产生热

情。该公司年均单个保单的损失为 30 美元。想象一下，如果我那会儿预测 2015 年损失成本将达到每单约 1000 美元，你会作何反应？你会问，如此暴涨的损失赔偿会不会造成灾难性的打击啊？好吧，答案是否定的。

过去几年中，通货膨胀导致了汽车维修和其他人身事故费用的激增。但这些增加的费用都及时反映到了增加的保费中。因此，与设想不同，在损失成本上升的过程中，保险公司的价值反而增加了。如果损失的成本一直维持不变，那现在伯克希尔旗下一家汽车保险公司的年均业务额将是 6 亿美元，永远无法达到如今 230 亿美元的庞大规模。

到目前为止，气候变化并没有带来更加频繁或损失更大的飓风或其他保险覆盖的气候事件。因此，最近几年美国的超级巨灾保险在持续下降，这也是我们放弃这一块业务的原因。如果超级巨灾变得更加频繁或损失更加惨重，那伯克希尔旗下的保险公司只会将这一块业务做得更大，也更有利可图。

作为公民，气候变化让你辗转反侧是在情理之中，如果你的房子地势比较低，想要搬家也是人之常情。但单单作为一个大型保险公司的股东，气候变化不应该是你担心的事情。

年会

我和查理终于决定和 21 世纪保持步调一致了。今年的

年会将在全世界进行完整的网络直播。如果想查看我们这次年度会议的内容，可以在北京时间 5 月 1 日上午 10:00 登录以下网址：<https://finance.yahoo.com/brklivestream>。

前半小时，雅虎 (31.37, 0.01, 0.03%) 网络直播会播放对管理人员、董事和一些股民的采访，我和查理将在 9:30 开始回答大家的问题。

这一安排主要有两个目的。首先，这可能适当分流一些参会人流。去年的记录是有超过 40000 人参与我们的年度会议，这已经超过了我们的承受能力。不仅是世纪链接中心 (CenturyLinkCenter) 的主会场人满为患，毗邻的奥马哈希尔顿酒店 (20.7, 0.50, 2.48%) 两个大型的会议室也很快挤满了人。不包括 Airbnb 增长的业务量，当时所有的大酒店都被抢订一空。预算有限的人们则通过 Airbnb (一家民宿网站) 订房。

第二个让我们开始尝试网络直播的原因更重要一些。查理今年 92 岁，我也 85 岁了。如果我们和你是做一些小企业业务合作，你大概会时不时就想看看我们俩是不是已经迷迷糊糊昏昏欲睡了。而股民们则不用跑到希尔顿酒店监督我们表现得如何。(还请你们在评论的时候宽容一些：请接受我们哪怕在最好的状态下也没有太大吸引力的事实。)

观众也可以借此观察一下我们之所以如此长寿的饮食习惯。会议期间，我和查理大概要喝上好多可乐、吃掉好多

时思 (See's) 软糖和花生糖，都够得上一个 NFL 前锋一周的摄入量了。很久以前，我俩就发现了一个基本的事实：你要真的饿了，没什么比得上胡萝卜和花椰菜——你还想一直这么保持下去。

准备现场参加会议的股民们，当天早上 7:00，世纪链接中心一开门就可以来了，逛个街购个物什么的。今年的年会还是由嘉丽·索瓦 (CarrieSova) 负责。上个月她刚刚生下来第二个孩子，但这没有耽搁正事儿。嘉丽镇定、机智又非常专业，可以为大家呈现出最好的内容。来自全国的伯克希尔的员工们，以及我们办公室所有的工作人员也都为这次年会提供了积极的帮助，他们将共同为各位带来一个有趣充实的周末。

去年我们延长了 CenturyLink 的营业时间，这也让我们的销量直线上涨，所以我们今年还会继续延续新的营业时间。今年的 4 月 29 日 (星期五)，您可以从中午一直逛到下午 5 点，周六您可以从早晨 7 点一直逛到下午 4 点半。

周六早晨，我们将进行第五届国际报纸投递挑战赛。目标地点仍是克雷顿之家 (Claytonhome) 的门廊，投掷线据目标大概 35 英尺左右。当我还是个青年时，我曾经非常勤劳地做过送报纸的工作，我送了大概 50 万份报纸，所以我觉得自己很擅长这个游戏。向我挑战吧！让我难堪吧！打倒我吧！报纸大概有 36 到 42 页，你必须自己折叠它们 (不许用

橡皮筋)。

比赛将在早晨 7 点 15 分开始，参赛者将参加初赛，将有 8 名投掷手在 7 点 45 分与我展开最终对决。这 8 名投掷手有 4 名由参赛者中选出，4 名是以往的选手。年轻的新选手只要晋级就会获得奖励，而老选手必须要打败我才能赢回点儿东西。

不要忘了顺便去看看克雷顿之家，您可以花 7.8 万买下它，我们可以将它“嫁接”到您指定的地点。在过去的几年中，我们在年会上做成了很多买卖，Kevin Clayton 的手上会随时拿着订货单的。

早晨 8 点半将会上映一部新的伯克希尔电影。一个小时后会有问答环节(有午餐休息时间，CenturyLink 中会提供午餐)，问答环节将持续到下午 3 点半。在短暂的休息后，查理与我将会在 3 点 45 分召开年度会议。业务环节大概会持续半小时，为了安全起见那些想要来个“最后一分钟购物”的人可以跳过这个环节。

您将会在一个 19.43 万平方英尺的大厅购物，它就在会场旁边，伯克希尔旗下的数十家子公司的产品将在这里出售。向那些为自己产品站台的伯克希尔经理们问好吧。记得看看伯灵顿北方圣太菲铁路公司(BNSF)为了向伯克希尔致敬而设立的铁路布局图，您和您的孩子一定会为它着迷。

今年我们还有一个非常特别的新展览——世界上最特

别的飞机发动机的等比例模型。模型的绝大多数零件都是由 PrecisionCastparts 公司制造的。真的发动机有 2 万磅重，直径 10 英尺，长 22 英尺。我们展览的这个被从中间切开的模型可以让您更好的了解 PrecisionCastparts 公司为您的飞机提供的零件。

我们经营的 Brooks 跑鞋今年也会出售会议纪念款。买一双之后参加我们周日早晨 8 点的第四届“伯克希尔 5 公里”活动吧。起跑点设在 CenturyLink，您可以在和参会入场券一起寄过去的参会指南中看到更多相关的详细信息。参加这个比赛您就会发现自己在和一堆伯克希尔的经理、管理人员、董事和合作伙伴共同前行。（不过查理和我要多睡会儿，我们吃了太多的软糖和花生脆）。这项活动的参赛者正在逐年增多，也帮我们创下了另一个记录。

购物区的 GEICO 展位是由来自我们公司分布在全国各地的顶尖顾问组成的。别忘了在展位下停下让他们给你个优惠。他们会给你个股东折扣（通常 8% 左右）。这个折扣价在我们运行的 44 个展位中都通行。（补充一点：折扣不能和其他折扣同时使用，比如您属于其他享受折扣的群体。）带上您本来就有的折扣券再看看我们的价钱，您就会发现真的可以省好多钱。用省下的钱买我们的其他产品吧！

记得去 Bookworm 看看。我们将会在那里展出 35 本书和一些 DVD，其中有一些是新版本。Andy Kilpatrick 将介绍他

关于伯克希尔最新的全方位报道，并且很愿意签名。本书有1304页并重9.8磅重。（我对于这本书的简介：“没有缺陷”）同时看看Peter Bevelin的新书。Peter是长期驻守在伯克希尔的非常敏锐的观察员。

我们也将推出一个新的，20页的伯克希尔的50周年纪念版本。我们曾在去年的会展上卖出了12000本。那之后，Carrie和我发现了一些新的资料，我们认为它们非常吸引人的，例如一些非常私人的信件，比如Grover Cleveland寄给Edward Butler的信，Edward Butler是他的朋友，之后成了《水牛城日报》的发行人。原版中已有的内容没有任何删除或改动，价格仍是20美元。Charlie和我将共同签100本，它们将随机地放置在准备好地5000本当中，在展会上售卖。

我的朋友Phil Beuth曾写过Limping on Water，一部关于他自己在资本城市过信息生活的自传体编年史。他还写了不少关于他的领导Tom Murphy和Dan Burke的事。不论是从已经取得的成就看还是从取得成就的过程看，这两位都是顶尖的管理者，Charlie和我也都是见证者。你的人生能取得怎样的成就，很大程度上取决于你崇拜和学习的对象。

Tom Murphy就是一个不二人选。

最后，由Jeremy Miller写的《巴菲特基本法则》也将在这次年会上闪亮登场。Miller先生已经对巴菲特合伙公司做了出色的研究和调查，并且详细的解释了伯克希尔是如何

从最初的 BPL 发展至今的。如果你着迷于理论与实践，你会喜欢这本书的。

这份报告的附件材料可以告诉您如何获得年会及其他活动的入场券。机票有时会在伯克希尔周举行前提价。如果您从很远的地方来，您可以选择飞到堪萨斯城或者奥马哈，之后开 2.5 小时的车过来。堪萨斯城和奥马哈比起来，堪萨斯开车过来更便宜。这样大概可以帮您省 1000 多美元。把剩下的钱花在我们的产品上吧！

在位于 72 街的占地 72 英亩的内布拉斯加家具店 (NFM) 中，我们将再次举行“伯克希尔周末”折扣价活动。在去年的年会周里，这个家具店创下了约 4424 万美元营业额。如果你和任何的零售商说这个数字，他们都不会相信。(NFM 在奥马哈的店铺平时一周的销售额大概 900 万美元，奥马哈的销售情况还是除了我们在达拉斯的新店之外最好的。)

您在 NFM 获得伯克希尔的折扣优惠，在 4 月 26 日 (周二) 至 5 月 2 日 (周一) 有效，别忘了一起带着您的参会凭证。一些平常绝对没有折扣活动的公司这次也会参加特价活动，本着股东周末的特别精神，我们让他们破了例。我们非常感谢他们的配合。在“伯克希尔周末”NFM 将在工作日从上午 10 点营业至晚上 9 点，周六将从上午 10 点营业至晚上 9 点半，周日从上午 10 点营业至晚上 8 点。周六晚 5 点半至 8 点半，NFM 将举办野餐活动，我们邀请您也一同参加。

在 Borsheims, 我们还将举行两个只有股东可以参加的活动。第一个是 4 月 29 日 (周五) 下午 6 点到 9 点的酒会。最主要的联欢晚会将在 5 月 1 日 (周日) 举行早上 9 点至下午 4 点举行。周六 Borsheims 将营业至下午 6 点。去年的这个周五到周日, 我们的商店在营业时间每 15 分钟就会开张销售单。

周末期间波仙珠宝 (Borsheims) 将迎来大量客流。因此, 为了您的方便, 股东价格优惠期间定于 4 月 25 日星期一到 5 月 7 日星期六。在此期间, 请您出示自己的参会凭据, 或出示能显示您持有我们股票的经纪声明 (brokerage statement), 以便确定您的股东身份。

星期天, 来自达拉斯的杰出魔术师 Norman Beck 将会在波仙珠宝外面的商场进行令人眼花缭乱的表演。在商场上层, 我们邀请到了世界顶级桥牌专家 Bob Hamman 和 Sharon Osberg, 股东可在星期天下午和他们切磋牌艺。我会加入牌局, 并希望能把阿基特和查理也请过来。

我的朋友 Ariel Hsing 星期天也会来到商场, 接受乒乓球的挑战。我第一次见 Ariel 时她才 9 岁, 即便那会儿我也一分都赢不了她。她在 2012 年就已经代表美国出征过奥运会, 现在是普林斯顿大学的大三学生。如果您不介意输球的尴尬的话, 可以和她切磋一下球技, 活动下午 1 点开始。比尔·盖茨和我会率先登场, 试着削减她的锐气。

5月1日星期天这一天，Gorat's 餐馆将会为伯克希尔股东独家开放，营业时间为下午1点到晚上10点。请于4月1日(请勿提前)拨打402-551-3733预定Gorat's 餐厅座位。而另一家我最喜欢的餐厅，Piccolo's，我很遗憾地宣布它关门了。

我们将再次邀请同样的三位财经记者引导大会期间的问答环节，他们会向我和查理提出股东通过电子邮件发送的问题。三名记者和他们的邮件分别是：杰出的商业记者 Carol Loomis，她的邮箱是 loomisbrk@gmail.com；来自 CNBC 的 Becky Quick，邮箱是 BerkshireQuestions@cnbc.com；《纽约时报》的 Andrew Ross Sorkin，邮箱是 arsorkin@nytimes.com。

每位记者会从收到的问题中，选出他/要她认为最有意思最重要的6个问题。几位记者告诉我，为了增加您的问题被选中的几率，您的问题要简洁，避免在最后一刻才发送出去，要和伯克希尔相关，并且一封邮件里问题数量不要超过两个。(在邮件里请向记者说明，如果您的问题被选中您是否希望透露自己的名字)。

三名关注伯克希尔的分析师会提出另外一组问题。今年的保险业专家是来自野村证券的 Cliff Gallant。与我们非保险业务相关的问题，将会由来自 Ruane, Cunniff & Goldfarb 公司的 Jonathan Brandt 和晨星公司 (Morningstar) 的

GreggWarren 提出。我们希望分析师和记者提出的问题有助于增进股东们对自己投资的了解。

查理和我对于将要回答的问题并没有什么线索。有些问题会很刁钻，这是肯定的，我们欢迎这样的问题。一个问句里包含多个问题是不允许的，我们想要让尽可能多的人有机会向我们提问。

我们预计总共会收到至少 54 个问题，其中分析师和记者每人可以问 6 个问题，听众可以提出 18 个问题。（去年我们总共回答了 64 个问题）。听众的问题将通过 11 次抽签的方式选出来，抽签时间为年度会议当天早上的 8 点 15 分。在大会场馆和主要分会场一共安置有 11 个麦克风，每个麦克风将会进行一次抽签。

在我谈论让股东增加知识的同时，我也要提请大家注意，查理和我相信所有的股东都应该能够同时接收到伯克希尔发布的新信息；而且如果条件允许的话，股东应该在进行交易前用充足的时间消化和分析这些信息。正是出于这个原因，我们尽量在周五晚间或周六早间发布财经数据，年度大会也总是在周六举办。我们并不采用某种通常的做法，也就是和大型机构投资者或分析师进行一对一的交谈，而对其他股东不管不顾。有些股东能力有限，却把他们积蓄中的大部分交托于我们打理，这种股东是我们最为重视的。

我常常夸赞公司的操作经理们 (Operatingmanagers) 所

取得的成就，他们受之无愧。他们都是全明星级别的经理，办起业务来就好像这些资产是他们家庭仅有的财产一样谨慎。我还相信我们的经理以股东为重的心态，是所有大型上市公司里最强的。我们公司的经理大多数并不需要为钱而工作。对他们来说，在商业打出“全垒打”所带来的愉悦和获得的收益同样重要。

在我们公司总部办公室工作的 24 名男女雇员也同样重要。他们高效地处理证券交易委员会和其它管理机构的要求，填写了 30400 页联邦所得税申报表——比前一年多了 6000 多页！还要监管 3530 项州税申报表，回应无数的股东和媒体问询，做出年度报告，准备美国最大规模的年会，协调董事会的活动，对这封信进行事实审核——这份任务列表还可以写很长。

他们愉快地处理了所有这些商业任务，而且效率惊人，让我的生活变得轻松愉悦。他们还努力处理一些并非和伯克希尔严格相关的活动：比如，去年有 40 所大学（从 200 所申请大学挑选出来的）派了学生到奥马哈和我进行一天的问答活动，这项活动是由他们处理的。他们还处理我收到的各种请求，安排我的旅程，甚至午餐时还帮我买汉堡和炸薯条（当然裹满了亨氏番茄酱）。没有哪个 CEO 比我更舒服了；我真的感觉每天工作像跳踢踏舞一般开心。事实上，我的工作每年都会变得更有乐趣。

2015 年，伯克希尔的收入增长了 160 亿美元。2015 年，没有人加入，也没有人离开。你能想象还有哪家超大型公司的总部——我们在全球有 361270 名雇员——能有这样的雇员稳定性吗？伯克希尔雇佣了许多杰出的人，他们坚守在我们公司。此外，我们只雇佣我们真正需要的人。这就是你从来没听说过伯克希尔要进行“重构”的原因。

4 月 30 日，来奥马哈——这里是资本主义的摇篮——和我的这些小伙伴碰面吧。他们是最棒的。

2016 年 2 月 27 日

董事会主席 沃伦·E·巴菲特

（文章资料源自网络）