

## 巴菲特致股东信

1975 年

致合伙人：

在去年的年报里，我们谈到 1975 年的前景的时候，我们提到：“前景不妙”。目前看来，我们预测准确，但是令人沮丧。1975 年，我们的运营利润是 671 万美元，每股约合 6.85 美元，按年初的股东权益，ROE 为 7.6%。这是自 1967 年以来的最差回报率。然而，我们后面也会提到，大部分的盈利来源于联邦所得税的退税。1976 年无法再享受到退税的优惠。

总体而言，目前的趋势显示 1976 年的情况有所好转。我们下面将分部门详细讨论我们的业务。我们预测纺织业务部门的盈利会大幅增加，受惠于我们最近所做的收购；同时我们持有的蓝带印花公司的股权比例有所上升，这将增加我们按权益比例享有的利润；我们承保业务部门的业绩也会有一定程度的上升，所有这些将会抵消一些负面的因素，使得我们 1976 年的业绩有所改善。

目前变化最大，也是最不好预测的就是承保利润率。目前有微弱的迹象显示承保的业绩在改善。如果承保业务的业绩有一定程度的改善，那么 1976 年我们总体业绩也会有所改善。承保业绩的大幅改善将显著提升我们的业绩。

## 纺织业务

在 1975 年的上半年，纺织产品的销售很差，导致了我們大幅削減产量。我們的雇员数下降了 53%，运营处于严重亏损的水平。

和以往的纺织行业周期相比，本轮周期中很多纺织企业迅速削減产量，按订单生产，这样就避免了全行业大量存货的累积。产量削減之后，工厂的产量对零售需求的再次恢复迅速作出反应。在年中的时候，纺织产品的价格快速反弹。此次纺织行业的 V 型反转，在历史上也是最深的一次，同时也是持续时间最短的一次。第四季度，我們的纺织业务取得了很好的利润，以至于我們全年并未发生亏损，反而有所盈利。

在 1975 年的 4 月 28 日，我們收购了两个位于新罕布什尔州曼切斯特的纺织企业。这两家公司有很长的经营纺织产品的历史（卖给服装企业和窗帘企业）。收购这两个企业拓展了伯克希尔家纺部门的产品线。在我們收购之前，这两家企业亏损严重，织布机的利用率只有 55%，产品最后加工环节的产能利用率只有 50%。我們收购之后，亏损开始减少，但是亏损仍然持续了几个月。在我們的生产部门、行政部门和销售部门员工的持续努力下，两家收购企业的业绩已经取得了重大进展，加上最近纺织行业的复苏，这两个企业已经开始有了不小的盈利。

1976年，纺织业务将取得一个较好的利润率水平。收购工厂的产品将通过伯克希尔传统的强势销售渠道进行销售，我们在织布和最后整理阶段的生产效率将得到提升。对纺织产品的需求将使得我们产品的价格维持在目前还算不错的价格水平上。

我们对Ken及其管理团队最大化我们的纺织业务的利润非常有信心。我们将继续加大我们在纺织业务的规模，但是避免在这个行业进行新的固定资产投资（巴菲特可能指以便宜的价格收购其他的工厂及其设备）。我们认为在纺织行业进行新的固定资产投资是不明智的，因为历史数据表明，新的大规模的纺织行业设备的投资所带来的回报是较低的。

### 承保业务

社会通胀导致的承保业务的负债范围继续扩大，远超保费费率制定时所设定的赔付范围。社会通胀包括：起诉保险公司的概率大幅上升，同时陪审团判决保险公司赔偿的案例也大幅上升。而此前，在设定保费费率时，这样的赔付案例被认为在统计上并不显著。

更为严重的是，本来应该赔付给投保人的部分，因为一些保险公司的破产，必须由保险保证基金来赔偿，而这些保险保证基金由那些未破产的保险公司来分摊。这些趋势将持续，并抑制因保费费率大幅上升带来的乐观情绪。

伯克希尔保险业务子公司经营的保险业务分别不均，比

较集中于某些产品线。而在 1975 年，这些产品线的承保业绩最差。在以前的承保条件下，这些产品线对我们而言非常有吸引力，因为它给我们带来了很高的投资收益（估计这里的产品线指的是车险、意外险和火灾保险）。但是，我们的产品线，如果在所有保险公司的产品线中比较的话，在过去的两年里处于劣势，而且我们预期在未来也会处于劣势，因为未来几年的通胀会较高。

1975 年我们唯一在承保业绩上有进步的公司是自己运营的保险公司，在 John 的领导下持续取得进步。虽然承保损失仍然较为严重，但是相对于 1974 年，综合费用比率有所提升。因为保险业务仍处于起步阶段，导致承保费用较高，如果不考虑这个因素，承保业绩令人满意。（承保的成本包括承保损失和保险公司的运营费用，看来巴菲特认为该公司的保费费率定价合理，只是保单不多。是否因为保费费率设定的较高，所以导致保单数量不多呢？毕竟该公司已经成立 5 年了，却仍然处于起步阶段）

德州联合保险公司（也是伯克希尔自己成立的保险公司），在几年前是令我们头痛的问题。自从 George Billing 领导该公司之后，业务已经取得重大进展。我们招聘了全新的保险销售代理人，在去年自有保险公司（一共有四家）的比赛中，德州联合保险公司因为其最低的承保损失率（赔付/保费收入）获得了“主席杯”。Cornhusker 意外保险公司，是

我们最大也是成立时间最长的自有保险公司（位于内布拉斯加州），1975年其保费收入大幅增长，且综合费用比率低于100。1976年，我们预期自有保险公司的保费收入大幅增长。对保险业务经营成功与否的判断标准，仍然是综合费用比率是否较低。

国民赔偿公司，其业务量占到我们承保业务量的一半以上，1975年的承保业绩很差。虽然保费的费率提价好几次，且涨幅明显，但是仍然不足以弥补承保损失。我们在70年代早期推出的几个保险产品产生了重大损失，且占用了管理层太多的时间和精力。目前的迹象表明，保费收入在1976年将大幅增长，我们期待承保业绩也会提升。

1975年，再保险业务部门经历了保险业务部门同样的问题。我们也采取了同样的补救措施。因为再保险合同的清算要滞后于保险合同，所以我们预计保险业务部门业绩的好转将领先于再保险业务。

家庭汽车保险公司，目前只在伊利诺伊州的库克县经营（已经撤出了佛罗里达州），在1975年的成本业绩很差，我们在十月份更换了管理层（业绩不行，巴菲特也会换管理层）。John Seward成为新的总裁，他精力充沛，富有想象力，对公司的承保业务进行了全面的重整。

总体而言，1976年我们的保费收入将出现大幅上升，这主要得益于保费费率的上涨，而不是保单数量的增加。在目

前的环境下，我们欢迎保费收入的上涨，但是我们的心情很复杂。（巴菲特担心目前的保费费率仍然偏低、）我们预期承保的业绩将会提升，但是我们的信心不是很足。虽然我们尽量将承保业务的综合费用比率（（承保损失+承保费用）/承保收入\*100）控制在100以下，但是在1976年我们很可能无法达成这个目标。

## 保险投资

1975年的投资收益表现平平，因为我们的保费收入没有增长，且承保损失减少了可投资资金。用于投资的资金，如果用成本价衡量的话，年末的水平和年初的水平相近。

1974年年末，我们的股票组合的浮亏大约为1700万美金，然而我们认为我们股票的账面成本体现了组合的价值。1975年，我们的税前资本损失大约为288.8万美元，但是预计1976年我们将有资本利得。在今年的一季度末，我们的浮亏减少到约1500万美元。

我们的股票投资集中在少数几个公司上。我们的选股标准是：公司拥有良好的经济特征、有诚实和有能力的管理层，以及一个有吸引力的价格（以私人股权投资者的标准来看，也就是以PE的价格买二级市场的股票）。当这样的目标满足之后，我们的目的是要持有很长的时间。实际上，我们最大的股权投资是持有华盛顿邮报的B股46.715万股，持股成本1060万美元，这个公司我们打算永远持有。

根据我们的方法，股票市场的价格波动对我们而言并不重要，这些价格波动对我们有意义的仅仅是为我们提供了买入的机会。但是股票背后的企业的盈利情况对我们而言则很重要。在这方面，我们重仓投资的企业，他们的业绩都不错，对此我们很欣慰。

我们的保险公司继续保持很强的流动性。在去年的年报里，我们提到了利率变动 0.1%，将对我们持有的债券的市场价格产生几百万美元的波动。我们认为相对于流动性而言，这些波动并不重要。我们的财务实力很强（流动性很好），我们会按我们选择的时机来出售债券，而不太可能因为市场的波动而被迫出售债券。

### 银行业务

很难找到形容词来描述伊州国民银行的业绩表现。在 1975 年，许多银行都遭遇到了大问题，而伊州国民银行的业绩却依然十分出色。我们的平均贷款是 6500 万美金，而净的贷款损失却只有 2.4 万美金，占万分之四的比例。同时我们的流动性也很好，我们将活期存款的 75% 买入美国政府及其机构发行的债券，这些债券大部分在一年内到期。

我们对居民储蓄账户支付最高的利率，去年支付的利息超过 200 万美元。居民的储蓄存款为我们带来了丰厚的盈利。在所得税方面，我们对稳健的应税来源表示特别的欢迎（意思是只要有稳定的盈利，我们不怕缴税。税缴得越多，说明

盈利越好)。

## 综述

目前的管理层于 1965 年 5 月取得伯克希尔的控制权。在 1964 年的 9 月底,伯克希尔的流通股数量为 113.8 万股,公司的净资产为 2210 万美元,约合每股 19.46 美元。十年期,伯克希尔的净资产为 5340 万美元,十年来公司的分红和股票回购使得净资产下降了 2100 万美元。同时这十年来公司共取得了 5.95 亿美元的销售,但是却产生了 980 万美元的亏损(十年平均的 net margin 为-1.65%)。

在 1965 年,伯克希尔-哈撒韦的唯一盈利来源就是位于新英格兰地区的两座纺织厂。在我们找 Ken 来管理公司的运营之前,公司纺织业务的盈利情况极不稳定;自从伯克希尔纺纱公司和哈撒韦制造公司合并以来,公司的累计盈利为负。

从 1964 年以来,我们的净资产增长到了 9290 万美元(应为 1975 年末的数据),约合每股 94.92 美元。在此期间,我们用现金(有的时候也加上票据)收购了 6 个企业的(几乎)全部股权,成立了四个企业(猜测指四个保险公司),收购了一个较大附属企业 31.5%的股权(应该是蓝带印花公司),同时将伯克希尔的流通股减少到 97.9 万股。总体而言,每股净资产的年化增长率略微超过 15%。(巴菲特说收购了 6 个公司的全部股权,可能是指 2 个纺织企业、3 个保险公司(国民赔偿公司及其兄弟公司国民火灾海难保险公司

和家庭汽车保险公司) 和一个银行 (伊州国民银行), 多元零售的合并未能成功。该公司的股份在巴菲特个人名下)

虽然 1975 年的业绩令人失望, 但是我将持续在盈利增长和盈利来源多元化方面做出努力。我们的目标是保守的财务准则并维持高流动性 (我们的银行业务和保险业务都有信托责任, 我们继续保持强劲的资产负债表), 同时我们期望在长期内产生超过美国行业平均水平的 ROE。

(文章资料源自网络)