

巴菲特致股东信

1976 年

致合伙人：

两年的糟糕业绩之后，1976 年的经营业绩大幅改善。在去年的年报里，我们曾提到承保业务的进展将决定我们今年的业绩是“还行”，亦或是“很不错”。最后的事实表明，业绩远超我们的预期。在很大程度上，这归功于 Phil 所领导的国民赔偿公司优秀的运营业绩。

以绝对值衡量，1976 年的营业利润为 1607 万美元，合每股约 16.47 美元。这是一个创历史新高的数字，但是我们认为 ROE 是个更好的衡量业绩的指标。1976 年，我们的 ROE 是 17.3%，比我们长期平均水平要好，更高于美国产业的平均水平，但是比我们 1972 年取得的最高业绩记录 19.8% 要低。综合目前的情况，1977 的营业利润在绝对值上会比 1976 年要高，但是从 ROE 的角度看，可能要下降一些。

纺织业务

1976 年我们的纺织业务表现令人失望。无论是净利润率，还是投入资本收益率（ROE），都处于较低水平。造成这个状况的部分原因是纺织行业的景气度未达到我们的预期，但是同样重要的原因是我们自身也存在一些问题。

在我们新收购的工厂里，营销努力和产能没有很好地匹

配。对机器设备和员工素质不合理的评估（可能指收购时）导致了生产成本的上升。Ken，总是会将问题报告给我，他正在努力工作，改进这些问题。即使在情况很糟的情况下，和 Ken 一起工作也是令人愉快的事情。虽然 1977 年第一季度很有可能亏损，我们还是预期 1977 年纺织行业的利润将等于或者超过 1976 年。

尽管目前纺织行业的业绩令人失望，我们仍在努力寻找改善我们业绩的方法。同时，我们也在考虑一个中等规模的收购。我们必须认识到：纺织业务不会提供高额的投资回报率。然而，我们承诺继续保留这个业务部门：因为它们为 New Bedford 和 Manchester 地区提供了重要的就业机会。我们相信我们的纺织业务会取得一个合理的回报。

承保业务

由于保费费率的上升最终超过了不断上涨的成本的涨幅，承保意外险的保险公司从 1975 年灾难性的业绩中恢复过来。初步的数据显示，财险和意外伤害保险行业的综合费用比率从 1975 年的 108.3 下降到了 1976 年的 103.0（100 表示承保业务盈亏平衡，超过 100 表示承保业务亏损）。我们的产品业务线主要集中于车险，行业的综合费用比率从 1975 年的 113.5 下降到了 1976 年的 107.4。伯克希尔的保险业务部门作为一个整体，其业绩改善的幅度更大，综合费用率从 115.4 下降到了 98.7。

我们保险业务的主要部门，由国民赔偿公司经营的传统的汽车险和一般责任险，在 1976 年业绩优异，比行业的平均水平要高很多。这主要归功于 Phil 的领导有方，主管承保业务的 Roland 和主管索赔业务的 Bill 也功不可没。1976 年，竞争对手终于对过去不足的保费费率做出反应，国民赔偿公司的保费收入大幅增长。但是，就像我们在去年的年报里所提到的一样，我们经验的保险业务线比较集中，且非常容易受到社会通胀和经济通胀的影响。因此，在目前的保费费率水平，能保证今年的承保业务盈利，并不能保证今后的成本业务也盈利。我们的观点是，不久以后，可能就在 1978 年，保费费率又将不足以覆盖承保成本和费用。这是因为目前承保业务盈利，将吸引大量不明智的竞争者进入。如果这种情况出现的话，我们必须对再次因保费费率定价过低导致我们的保费收入大幅下降做好准备。

再保险业务的业绩改善落后于保险业务。当再保险业务费率定价错误的时候，它产生的影响所持续的时间要比保险业务长。George Young，我们的再保险业务经理人，一直在不知疲倦地工作，以使得我们的承保业务产生盈利。他取消了很多费率达不到要求的合同。与直接承保业务一样，我们的再保险业务也集中在意外险产品上，非常容易受到通胀的冲击。我们再保险业务的短期前景并不太好。

我们的 home state 保险业务（伯克希尔自己成立的四

个保险公司，分别在不同的四个州经营业务，经营范围仅限于该州），在 John Ringwalt 的领导下取得巨大的进步。保险综合费用比例从 1975 年的 108.4 下降到 1976 年的 102.7。这个比率仍然包括了因为运营规模较小导致的费用较高的因素（言外之意，如果规模上去了，这个比率很可能就低于 100 了）Cornhusker 意外保险公司（在内布拉斯加州经营），是我们最大，也是成立时间最长的 home state（本州）保险公司，1976 年获得了主席杯，因为其“承保损失/承保收入”的比率最低。1976 年 Cornhusker 意外保险公司的综合费用比率为 94.4，在本州保险公司中最低。这是它在 6 个完整年度中，第 5 年低于 100。1976 年，我们本州保险公司的保费收入增长率为 78%，市场地位也大幅提高。我们计划在 1977 年的早些时候在另外一个州新开一家本州保险公司。

家庭汽车保险公司，主要在伊州的库克县经营，在 1976 年经历了强劲的复苏。这主要归功于 John Seward，在他任上第一完整的年度里，他对保费费率的计算和市场营销做了重大的修改。汽车保险已经转变成 6 个月的保单，这将导致对承保的趋势反应更为迅速。我们在家庭汽车保险公司经营的一般责任险业务，在 1976 年大举扩张，且业绩良好。虽然家庭汽车保险公司能否持续地取得承保利润还需要时间来证明，但是我们对 John Seward 取得的成就还是感到很欣慰。

总体而言，我们期待 1977 年有个好的年成。保费收入高，且目前的保费费率意味着承保业务将是盈利的。长期而言，保险行业还是有一些重大的负面因素会起作用。特别是在汽车险方面，由政治因素和社会因素导致的监管问题和定价问题很容易对行业造成冲击。而且，这两个因素并非企业能够控制。

保险投资

税前投资收益从 1975 年的 892 万美元上升到 1976 年的 1082 万美元，主要原因是保费收入上涨，同时投资收益率也有所上升。在过去几年的年报中，我们提到我们的债券账户有未实现的摊销，同时我们也说过我们认为目前的市场波动对我们来说并不重要。我们的流动性很好，财务实力也很强，不太可能出现我们被迫出售债券的情况。（70 年代利率大幅上涨，导致债券价格下跌。债券的现值低于面值，也许根据当时的会计准则，差额部分就是需要摊销的。如果因为某些原因需要提前出售债券，可能会确认投资亏损。对持有至到期的债券而言，是不需要摊销或确认投资亏损，因为到期的现金流是确定且不变的）

1976 年，债券市场大幅反弹。到年底的时候，我们下属银行和保险公司的债券组合都产生了一定的未实现的收益。这对我们来说并不重要，因为我们会持有大部分债券组合至到期。更高的债券价格会降低我们新进的可用于投资的保费

收入的收益率。总体而言，我们偏好这样的情形：我们持有债券市值低于面值。这样新的可用于投资的保险资金的收益率将更高。

去年我们曾经说过我们期待 1976 年我们将实现资本利得，实际上，我们从股票里实现了约 996 万美元的税前资本利得。以目前的情形来看，1977 年我们也将有资本利得。相对于过去几年我们有大量未实现的投资亏损，现在我们的股票组合有大量的未实现的资本利得。在这里，我们再次强调我们认为年复一年股票市场的波动相对来说并不重要。在去年年底，我们的股票组合未实现的投资收益约为 4570 万美金，到我写这份年报的时候（3 月 21 日），下降了约 500 万美金。

然而，我们所购股票后面所代表的公司，其每年的盈利情况却是很重要的。1976 年，我们股票组合里大多数公司的业绩表现都令人满意。如果这些上市公司的业绩在几年里持续表现优异，我们相信我们持有的股票组合将有很好的表现，无论股票市场每年有多大的变动。

1976 年，我们持股市值在 300 万美元以上的股票如下：

（我们找到的英文原文里此处省略）

你会发生我们的持股数量不多。我们用一个长期的视角来选择这些投资标的，而且我们像购买一个公司 100% 股份那样思考投资的要素：

- (1) 长期的优秀的经济特征（高深的护城河）；
- (2) 能力强且诚实的管理团队；
- (3) 以一个 PE 投资者的标准来说便宜的购买价格；
- (4) 处于一个我们熟悉的行业，且我们有能力判断公司的长期经济特征（护城河）

找到这样的投资机会很难，这也是我们集中投资的一个原因。我们找不到 100 个股票满足我们的投资要求。幸好，我们对集中持有少数我们认为有吸引力的股票也很满意。

通常我们会持有有一个公司的股权很长的时间，但有时我们也会收购某个公司的股权，然后只在一段特定的时间内持股这个公司的股权，比如 Kaiser Industries。1976 年这个公司的管理层宣布将公司的现金和证券分给股东之后，我们开始收购这个公司的股权。我们预计现金和证券的分配在 1977 年开始。

银行业务

Eugene，伊州银行的 CEO，继续带领我们的银行在全国保持领先。他在 1931 年创立了这家银行，从那时开始一直是银行的 CEO。最近，克利夫兰国民城市银行，这是一家很优秀、管理也很好的银行，做了一个广告，广告上说：“1976 年我们银行的 ROA 为 1.34%，我们相信在主要的大银行中，这个业绩是最好的。”在大型银行中，这确实是最好的业绩，但是伊州国民银行的业绩比克利夫兰国民城市银行还要好

50%，我们的 ROA 达到了约 2%（以年内平均资产计算）。（巴菲特曾提到这个银行的净利润/平均存款约为 2.1-2.2%，看来这个银行存款占总资产的比重在九成以上）

这个出色的业绩是在以下情况下取得的：

（1） 对所有的储蓄账户支付了法律所允许的最高利息，目前银行的定期存款占有所有存款的 2/3 以上；

（2） 保持了很好的流动性（出售的联邦基金+持有的 6 个月以内的美国政府及其下属机构的债券大致等于活期存款）

（3） 避免发放高收益，但是次等级的贷款。（1976 年的贷款损失为 1.2 万美元，占贷款总额的万分之二。和行业的平均水平相比，这是一个很低的数据）

成本控制是保证银行经营成功的重要因素。从 1969 年以来（到 1976 年），居民的定期存款从 3000 万美金增长到了 9000 万美金，银行在信托、旅行（支票）和数据处理方面也有长足的进展，而员工总数却保持了稳定，几乎无增长。

蓝带印花公司

1976 年，我们增加了我们在蓝带印花公司的持股比例，年末的时候我们的持股比例为大约 33%。在蓝带印花公司的持股对我们来说越来越重要。在我们年报的附注里有蓝带印花公司的财务报表。而且我们希望伯克希尔的股东去向公司秘书伯德先生索取蓝带印花公司的年报，地址是：5801 South

Eastern Avenue, Los Angeles, California 90040.

其他事项

1976年，伯克希尔收购了K&W公司（一个汽车零部件生产企业），在收购当年业绩表现不错，收入和利润同比均有增长。根据相关规定和要求，我们必须在1980年12月31日以前将伊州国民银行分拆出去，目前只剩下不到4年的时间。我们期望以一种对银行的经营影响最小，且最大化股东利益的方式来分拆这个银行。目前看来最大的可能性是将银行的股份分给各位股东。我们也希望某一天与多元零售公司合并，这样的合并会简化公司结构，并提高我们在多元零售公司的持股比例。然而，在1977年这两件事情不会有什么进展。

（文章资料源自网络）