

# 1975年巴菲特致股东的信（中文版）

致伯克希尔·哈撒韦公司的全体股东：

去年讨论公司1975年的前景时，我们预测今年的前景不是那么令人满意。不幸的是，这个预言成真了。1975年我们的营业利润为6,713,592美元，也就是每股收益6.85美元，初始股东权益回报率为7.6%。这是自1967年以来最低的回税率。然而，正如这封信后面分析的那样，营业利润中相当大的一部分来自联邦所得税退税，这并不能使1976年的业绩有所改善。

但是，权衡比较之下，目前的局势表明1976年有些事情会有所好转。下面几个具体的行业中会有关于运营和前景的进一步分析讨论。我们的预计是：纺织业的业绩会有明显改善，近期的收购会使得收益增加，蓝筹股的权益回报率会因所有权的扩大而提高，并且保险承保利润的增加至少可以抵消其他的不利影响，使1976年产生可观的利润。目前最善变并且完全没有把握、难以预测的是保险承保业绩。现在初步迹象表明，承保的前景会有所改善。如果这方面的改善是缓慢的，那我们整体盈利的增加也会很缓慢。保险承保业务如果可以大幅提高，那么我们的营业利润也会大量增加。

## 纺织业务

1975年上半年纺织品的销售下降，导致主要产品的生产缩减了。经营损失显著，资产使用率比去年同期下降了53%。

然而，与以往的周期性衰退相比，多数纺织品生产商根据订单迅速减少了产量，因此，防止了全行业的大规模存货累积。当零售恢复正常需求时，这种消减对工厂经营水平的影响也就显而易见了。结果是，年中业务开始以较快的速度回升。这“V”字形的纺织业的衰退，是记录中最明显的一次，同时也是我们最短的遇到的时间最短的一次。第四季度我们的纺织部门获得了极好的利润，使全年业绩扭亏为盈。

1975年4月28日，我们收购了位于曼彻斯特 New Hampshire的 Waumbec Mills Incorporated and Waumbec Dyeing and Finishing Co.公司。这些公司由销售编织品发展到衣饰和服装贸易。这种帐幔材料通过伯克希尔的家庭纺织品部门销售，补充和延伸了已有的产品线市场。在收购之前，这家公司经营损失很严重，差不多只有55%的织布机在投入生产，染制厂只以50%的生产能力在运营。收购之后的几个月内亏损仍在继续，但是稍有减少。通过我们的制造商、管理人员和销售人员的杰出努力，情况已经有了很大的改进，同时也伴随着整个纺织业的复苏，Waumbec公司现在已扭亏为盈了。

我们预计1976年纺织业会有良好的盈利水平。持续性的项目已取得进展，这些项目的目的是把Waumbec公司的商品转变到伯克希尔公司具有传统的营销优势的领域中，曼彻斯特的织造和染整领域的生产能力仍需有待提升，纺织需求品继续稳定在合适的价格。

对于Ken Chace的能力以及他的团队能否最大程度的发挥我们在纺织业的优势，我们很有信心。因此，我们将继续寻找办法以壮大经营规模，同时也避免对新的固定资

产的资本投资(我们认为这是不合理的，因为考虑到它的低回报率以及在新的纺织机器上的巨额投资)。

## 保险承保业务

1975年是有史以来财产和伤亡保险行业表现最差的一年。我们不幸地拥有了份额，甚至很多。真正灾难性的结果都集中在汽车和长尾巴线上(合同结算损失通常发生在长期亏损事件后)。

这次的通货膨胀使弥补人类和财产的成本大大超过了一般水平的膨胀，从而使我们最终的成本损失超过了在另一个成本环境中的保费收入的增加。“社会性”的通货膨胀导致赔偿范围不断扩大，远远超过了最初实际比率拟定的上限，增加了超过我们赔偿范围的保险项目。这样的社会性通货膨胀导致投诉的可能性以及支付庞大的陪审团的奖金(这些原来都没有在统计范围之内)都显著增加。此外，投保人的损失(是因为越来越多的公司倒闭，因为他们对上述问题反应不够灵敏)将由担保基金和剩余的有偿付能力的保险公司承担。这种悲观的局势会一直持续，应对任何一种乐观主义(现在这种情绪已被证实在急剧增加)加以抑制，现在已经稍有成效。

伯克希尔的保险子公司业务与正确的产品线之间产生了偏差，导致1975年的承保利润有史以来最差。这种产品线会带来非凡的投资收入，因此，根据以往的承保条件，它对我们有很特别的吸引力。但是，我们的“组合”在过去的两年中一直处于不利状态，在未来的通货膨胀时期，我们将继续在保险部门最困难的领域坚持这种产品线定位。

1975年保险业唯一值得一提的部分是本土化业务，在John Ringwalt的领导下取得了持续的进展。尽管承保利润损失很大，但是综合利率还是比1974年有所增加。对于营业超额成本的调整正处于初步阶段，但承保业绩还是很令人满意的。德克萨斯联合保险公司，几年前这家公司还是一个棘手的难题，自从George Billing上任后就取得了优异的进展。在几乎是全新的机构力量下的情况下，得克萨斯联合保险公司是“主席杯”的冠军，因为它在这些本土化公司中的损失率最低。Cornhusker Casualty Company，历史最久规模最大的本土化公司，继续以它优良的运营能力获得了大量的保费收益，综合利率稍低于100。1976年本土化业务的保费收入预计还是可以大量增加的，然而，成功的关键还是在于能否取得较低的综合利率。

我们传统的业务是在全国保险公司，通常这家公司的业绩很好，能获得过半的总保险营业额，但是1975年保险承销结果却很糟糕。尽管利率经常性地大量提升，但是他们全年仍在持续地亏损。70年代早期设立的几个特殊的项目已产生了明显的亏损，同时也消耗了我们大量的管理时间和精力。目前迹象表明保费营业额在1976年会有增加，我们希望承保业绩也能有所改善。

1975年再保险业务正如我们预计的那样，遭遇着同样的难题。同样的弥补措施已经付诸行动。由于再保险合同的清算滞后于那些直接的业务合同，这可能导致任何由直接保险业务引起的好转将会优先于再保险业务部门。

家庭与汽车保险子公司现在只在伊利诺斯的库克县经营汽车保险业务，1975年的业绩持续恶化，因此导致了10月份管理层的变动。当时John Seward被选为董事长，他很努力并且很有创造性地改良原有的承销方式。



总体来讲，1976年我们的保险营业额收入会增加很多。这是因为利率的提高而不是政策的改变。在正常的情况下，如此的收益很令人欣慰，但是我们现在的情绪却很复杂。保险承销业绩仍需改善，并且我们希望是这样，但是我们的信心不足。尽管我们会尽力使综合利率达到100一下，但这在1976年几乎是不可能的。

## 保险投资业务

1975年保险投资的收益不是很多，因为保费收入不多并且承保损失导致投资资金不足。投资资产，以年底的成本衡量，大概与年初的水平一致。

1974年年底在股票部分我们的投资组合未变现净损失达1700万美元，但是我们坚信，不论如何，这个组合整体相对于其账面价值的成本而言，还是有着良好的投资价值的。1975年税收抵免前的资本净损失是2,888,000美元，但是目前我们预计1976年会实现资本盈利。1976年3月31日，我们未变现的普通股盈利总计约1500万美元。我们股权投资主要集中于这些公司：有着良好的经济基础，有上进心并且很诚实的管理层，并且以一个私营业主的价值尺度来衡量，购买价格很有吸引力(以一个私营业主的价值尺度来衡量)。

当这些要素都具备了，我们就打算长期持有;实际上，我们最大的股权投资是“华盛顿邮报”的467,150股B股，花费大约1060万美元，并且我们期望永久持有。

用这种方法，股市的波动(可能会产生有利的购买机会)对我们的影响就很小了，但是经营业绩仍旧很重要。在这方面，我们很高兴地看到，我们所有重大投资的公司均取得了进展。

我们将在保险公司里保持强大的资本流动性。去年的年报我们解释过利率仅仅变化了1/10却使我们的债券收入增加了百万美元。我们认为这种波动性和我们强大的资本流动以及健康的财务优势联合在一起，使不得不卖出债券的可能性几乎为零。

## 银行业

任何言辞都难以赞扬Eugene Abegg (我们的银行子公司：伊利诺伊州国家银行和信托公司的首席执行官)的卓越表现。在许多银行经营出现困难的这一年，伊利诺斯仍旧保持着它优异的业绩水平。相对于6500万美元的平均贷款，净贷款损失达24000美元，即约有0.04%的损失。在美国政府和他的机构的要求下，它保持着极高的资本流动性，年底时所有一年内到期的定期存款占了75%。大量的利率是靠消费者储蓄投资收入(总计超过了200万美元)来支付的，当然也获得了可观的利润。作为现在我们应纳的收入所得税，应纳税所得额主要来源的增加还是值得考虑的。

## 整体回顾

目前的管理层是于1965年五月接管伯克希尔-哈撒韦的。在1964年9月之前，财政年度结束时，公司的净资产是2210万美元，流通在外的普通股有1,137,778股，每股账面价值是19.46美元。十年之前，伯克希尔-哈撒韦的净资产已是5340万美元。股息和股票回购占资本净值减少额的2100万美元，但是十年期间，5.95亿美元的销售导致了980万美元的净损失。1965年，新西兰的两个纺织厂是公司的唯一盈利来源，在Ken Chace 接管这项业务之前，纺织利润是不稳定渐增的，在伯克希尔纺纱和哈撒韦制造业合并之后有时甚至会出现亏损。自从1964年之后，资本净值达到了9290万美

元，即股本是9492万美元。

我们通过谈判从私营业主那用现金收购(或者是现金和支票)六家公司，也可以说是拥有了对他们的所有权，又开始收购另外四家，购买了一个大公司的约31.5%的股份，使伯克希尔哈撒韦公司的在外流通股减少至979,569股。整体而言，每股收益大概以稍高于15%的年增长率而提高了。

尽管1975年的业绩令人大失所望，但是我们会继续致力于壮大公司规模并使得盈利来源多元化。我们的目标是维持保守的融资和资本的高流动性，保持资产负债表的额外盈利优势，同时坚守银行及保险行业固有的信用责任，这样会使得我们长期的股权资本回报率高于美国整体行业的水平。

沃伦·巴菲特

董事长

1976年3月24日