

# Moutai

# 论茅台



文\_源石 责任编辑\_郭婷婷



“我是茅台人，我爱国酒事业，它融进了我的血液，是我生命的一部分，我愿意为它奉献自己的全部所有。”

在茅台酒厂工作了30多年，袁仁国对茅台酒的感情很深很深。

——贵州茅台酒股份有限公司董事长 袁仁国

投资证券行业，经历牛熊，经历上上下下的曲线图，始终满仓股票，最多只是调仓。其实，长期投资是一个系统化投资，并非一味强调长期而投资，而是因为需要时间才能获取高额回报，让企业赚足钱。寻找高成长的企业，做它的股东，就是如此，一切建立在可靠的基础上，并非拍拍脑袋随便就想出来，同时要懂得坚守，严格去执行，不因情绪化而改变决策。

A股有一家企业让我如此专一长情——持有了3年的贵州茅台，一个不发达的地方成长起来的一家让股东赚大钱的企业，从2006年至今，40元介入，从没打算调仓换成其他股票，中途只有其他股票也换成它，因为对它已经熟悉到能随口说出这家企业的各项经营数据，2008年销售82.41亿元，营业成本7.99亿元，这意味着中间的毛利74.42亿元，毛利高达90%，什么意思？就是卖100元的东西，能赚90元。当然如果是一家私人公司就涉嫌偷税漏税的可能，但茅台是上市公司，需要上缴各种法定税种，需要投入广告、人工费用等等，最终股东的净利润是38亿元。这样的业绩，在当今社会，看遍各行各业也未必能有如此的净利。最可怕的是它有预收账款接近30亿元，可见产品处于卖方市场，这30亿元经计算可以转化成接近15亿元的净利。可以说，刚刚过去1/4的2009年已经能够预见其未来的增长。

*Moutai*

### 需求分析

可能有人质疑高度酒是否具有长远发展的趋势、是否饱和、是否已经生产过多？茅台处于什么阶段可以看看以下数据：目前全国生产白酒总量在几百万吨（具体不清楚），加上其他进口洋酒，估计量上相当可观（当然包括高中低不同档次的酒）。而产生82亿元营业收入的茅台年报显示生产仅2万吨（其中也包括高中低档），53度酒出厂价在每瓶439元，用比较简单容易计算的假设，1万吨53度酒大概就是2千万瓶53度茅台酒，

439元×2000万=87.8亿元营业收入，与年报显示的收入相差不多，2千万瓶酒基本相当于占13亿人口中1.5%的人每年喝一瓶53度茅台酒。而人们总喜好喝好酒，随着消费升级，还有茅台挤占其他酒份额的可能，保守估计增长到3%的消费群的可能性还很高（就是量翻一倍），况且喜好喝酒的人也不可能一年才喝一瓶酒。虽然经济危机对于高档酒的销量有一定影响，但茅台的生产量较小，营业收入不小，持续增量的可能性很大，加上属于非耐用性消费品，可重复消费，与社会的总需求还有相当大的差距，可见中国的消费需求在13亿人口的支撑下是相当大的。

接下来是茅台酒的单价，个人认为高档酒降价的可能性不大，高档消费有隐性规律，不买的人，再便宜也不买，要买的人贵些照样买。加之茅台出厂价439元与零售价存在160多元的差距，所以茅台未来涨价的可能性较高，零售价未来突破1000元也极具可能。



### 经营简史

公司2001年上市，2001年净利润3.28亿元，2008年净利润38亿元，2008年净利是2001年净利的近11倍，而当年募集接近20亿资金以后，没有从股东再次募集资金，也不借贷银行资金，依靠自有资金，为全体股东赚取11倍于原来利润，中间分红额加上2008年拟分红（2008年已拟定分红11亿元），已远远超过当年募集的20亿元资金。长期投资的盈利来自该企业成长所得，可见长期投资茅台的威力。

更主要的是，从商业性质来考量这家企业，不需要更新机器设备，这样就不需要资本开支，赚来的钱直接投资扩大生产，保证每年增产，一旦生产需求满足了，再把赚来的钱分给股东，现阶段是以扩大生产为主。这是一种只需要粮食去酿制，放上5年的时间，就可以卖几百元一斤的白酒，反正它的生产过程如此传统，管理层只要老老实实，不需要老想着多元化，因为没有哪行能赚得如此容易。

低投入，高产出的现金奶牛，而且成长性还相当优秀。2001年报显示16.18亿元营业收入，2008年82.41亿元，营业收入相当于原来的5.09倍，当净利润却是11倍，即这7年来，净利润率不但没随着营业收入增加而降低，而是逐步提升，原因在于不断的提价，毛利进一步扩大，而固定的开销又被均摊减少，加之不需大的资本开支，这样的企业简直就是可怕。试想有多少企业能有如此的经济特性，营业收入提高，居然能把利润率持续提高，只能用印钞机形容它了。

*Moutai*

### 高PB无需质疑

很多人因PB（市净率）高认为茅台现在是高估，但据当年的招股说明书，上市时茅台发行前后每股净资产为：1.发行前每股净资产为2.40元（按2000年12月31日经审计的数据计算）；2.发行后每股净资产为9.76元。每股发行价31.39元。2001年的PB在发行前也高达13倍，只是发行募集的资金使茅台的PB降低。

2001年上市后的净资产收益率仅为12.97%，较未上市2000年度的68.86%有大幅下降（也是因为上市募集资金提高了净资产）。2008年报显示还有可分配68.33亿元未分配留待下年分配。如果把这部分资金拿来分红，大家可以算算净资产收益率会有多高。可见，高PB、高净资产收益率在茅台上市之初已有。

即使未来受经济环境制约不能实现提价，但未来3年销量的持续提高还是可以实现的，现在假设调低未来3年的复合增长，以每年25%复合增长计算，3年也能翻一倍。诚如老巴所言：用合理的价格买入伟大的企业，或许这又是个适合的机会了。■