

贵州茅台估值分析

武竞雄 叶舒雅

(北京第二外国语学院旅游管理学院; 北京第二外国语学院日语文化学院)

摘要: 贵州茅台酒是享誉世界的国酒, 号称国酒茅台。所以对于茅台酒的研究和近期的表现就值得我们分析和考虑, 结合经营近期的情况, 我们对贵州茅台进行了简要的估值分析。

关键词: 估值, 股价, 合理价格

一、公司简介

贵州茅台酒股份有限公司是根据贵州省人民政府黔府函(1999)291号文《关于同意设立贵州茅台酒股份有限公司的批复》, 由中国贵州茅台酒厂有限责任公司作为主发起人, 如今, 茅台酒的销量和营运能力依然很强, 在同行业竞争中处于优势地位。

二、所在行业简介

概述: 白酒行业的发展状况目前呈现由过热到平稳的发展态势。

经历 2012 年前一段时间的疯狂炒作, 众多白酒厂商扩大了自身的销售产量, 注入了更多的资金, 价格也经历了两倍到四倍的飙升。市场为卖方市场, 出现了需求大于供给的态势。但是随着国家宏观调控的力度加大, 政府对热钱涌入市场的担忧, 白酒的价格出现了明显的下跌趋势, 加上新闻曝光出了白酒业塑化剂丑闻, 使得茅台酒一天就消失了 200 亿的市值, 市场上对投资白酒的信心开始减退, 而白酒的价格和股价在经历了疯涨以后逐渐趋于平稳, 基本符合其实际的价格。

但是最近几年白酒竞争出现白热化程度, 如五粮液洋河等的强势介入。

三、白酒行业财务的主要特点

在上市的公司中, 白酒行业中的财务费用基本为负值, 而且极其的统一和相似。这就让我们需要研究一下内部的原因。

首先, 白酒行业需要的货款极少。以贵州茅台酒为例, 该公司会向经销商预收费用进行产品的生产, 同时汇集大量的定金和加盟费, 这些款项和其相对廉价的原材料相辅相成, 故高端白酒企业的财务费用很多为负值。这是白酒行业一个很鲜明的特点, 在其他行业, 由于是无法

避免高成本和现金流短缺，所以财务费用的数值与白酒行业的数值差异巨大。

其次，白酒行业是暴利行业。价格明显属于泡沫级别，更为关键的是利润和闲置资金的利息和盈余远远大于财务手续费，所以我们应该很正常的接受其数值为负数这个事实，这和其高利润，低成本，现金流量大且自由，息息相关，这些是需要我们在报表中特殊关注的。

四、主要成本费用分析

一瓶茅台的成品酒真实成本价计算。

茅台：酱香型白酒典范，生产工艺中发酵期为6个月以上，多次发酵，多次取酒，储存3年以上，方可上市销售才能达到品质要求。一瓶茅台的成品酒成本价：原酒酒水价格：30.00元/500ml，金卡包装外盒（外箱的成本折算在内）：2.50元/套，乳玻材质酒瓶：1.50元/只，酒盖：0.35元/个，标贴：0.10元/只，防伪标：0.10元/只，无纺布手提袋，每只1.20元，折算每瓶成本0.60元，人工及杂费：0.35元/瓶。成本价为：30.00+2.50+1.50+0.35+0.10+0.10+0.60+0.35=35.50元，市场零售价格：920.00元/瓶，成本价格是销售价格的3.9%。

在近几年的发展中，白酒行业的成本正在逐年上升，尤其是和葡萄酒和啤酒这两类同样的酒产品比较，其趋势更加明显。但是我们依然发现了其隐藏的暴利和虚高。

五、公司价值的估算

在公司价值的估算中，我们采用了三种方法：贴现法，市盈率法和市净率。下面我们主要介绍这两种方法及估值结果。

所有者收益的计算公式：所有者收益（S）=报告收益（B）+折旧费用（Z）、损耗费用（sh）、摊销费用（T）、其他非现金费用（Q）-企业为维护长期竞争优势地位的资本性支出（zc）。

即： $S=B+(Z+sh+T+Q)-zc$ —这里以2011年年报为准

$B=$ 净利润=92.5（亿元） $Z+sh=3.31$ 亿元）

$T=0.30$ 亿元）

$Q=0$

$zc=6.79$ （亿元）

则 $S=92.5+3.31+0.3-6.79=89.32$ （亿元）

计算出了所有者收益，我们现在可以开始用现金流模型给茅台进行估值了。

对贵州茅台公司的假设如下：

总股本：9.438亿股

预测期限：10年

期初现金流：89.32亿元——用所有者收益代替

预测期内年均净资产收益率：15%和10%

永续年金增长率：6%

折现率：8%—这里参考了理性投资张老师的观点，取我本人的预期收益率，比我的房产投资收益7%略高。同时也暗合了巴菲特的约值9%。

第一步：预测下一个10年的自由现金流（FCF）并把它折现成现值。

假设增长率维持15%不变，自由现金流单位（亿元）

变更为10%的假设

第二步：计算永续年金价值并把它折成现值

永续年金价值（PV）= $Yr10FCF^* (1+g) / (R-g)$ ，其中 g 是永续年金增长率， R 是折现率

$Yr10FCF$ 是第10年的现金流，未折现前的。

A：15%增长率的计算结果为PV=2350.8（亿元）

折现 $2350.8/1.09^{10}=992.99$ （亿元）

B：10%增长率的计算结果为PV=1507.23（亿元）

折现 $1507.23/1.09^{10}=636.77$ （亿元）

第三步：计算所有者权益合计

10年折现现金流加上永续年金的折现值

所有者权益合计：A—15%增长率的计算结果为： $992.99+459.89=1452.88$ （亿元）

B—10%增长率的计算结果为： $636.77+356.05=992.82$ （亿元）

第四步：计算每股价值

每股价值=所有者权益/总股本??

第一：0%的假设，计算结果为：70.76元

第二：10%假设结果= $992.82/9.438=105.19$ 元

第三：15%假设结果= $1452.88/9.438=153.94$ 元

考虑到茅台良好的运营情况，结果去第三种所有者权益增长率15%增长的情况下，其股价为153.94元