贵州茅台为何能保持高现金分红?

张海报

(武汉长江工商学院管理学院 武汉 430065)

【摘要】现金分红是投资者实现投资回报的重要形式,也是培育资本市场长期投资理念、增强资本市场活力和吸引力的重要途径。本文以A股市场最优质的上市公司之一贵州茅台为研究对象,从自由现金流量角度来探讨贵州茅台选择高分红股利政策的依据。具体从财务能力、公司发展战略定位、股东结构特征、公司董事、监事及高级管理人员特质、政府扶持力度五个层面深入分析了其能保持高自由现金流量的内在特质。

【关键词】现金股利 贵州茅台 政策选择 高分红

我国A股上市公司一直存在"重融资、轻分红"的现象。相关统计显示,有173家上市公司在10年内未曾进行过一分钱的现金分红,而这些公司10年间再融资金额则近400亿元。2012年,证监会领导上任伊始就把强力推进现金分红作为规范我国资本市场和引导价值投资的重要措施,采取了各种铁腕政策,以从根本上治理上市公司,并彻底改变股市的投资文化。

本文以我国资本市场上连续2年蝉联A股"现金分红王"的贵州茅台酒股份有限公司为研究对象,探讨其高现金分红的理论依据和内在因素。

一、贵州茅台案例简介

2001年,贵州茅台酒股份有限公司以31.39元发行7 150万股登陆上海证券交易所,募集净额19.98亿元。上市十年,贵州茅台已成为A股市场上价值投资标的实践的一个最好例证。

贵州茅台在2001年至2011年十年间,收入从2001年的16.18亿元增长至184亿元,年收入复合增长率为27.5%;净利润从2001年的3.28亿元,增长至87.6亿元,年净利润复合

与艺术完美结合,吸引对外观设计有较高要求的受众。第二,适度调整市场定位。小米手机以手机发烧友作为销售目标,这在无形中排斥了其他对手机功能要求较高却不是发烧友的群众。以小米手机相对低廉的价格,普通追求时尚与实用性的大众皆可能成为小米的顾客。第三,锁定大学生消费群体。高端的配置与低廉的价格相结合极度迎合了当代大学生的消费习惯,小米手机可通过开设实体店进校园的方式,锁定大学生客户,为其在手机互联网市场的长远发展开发忠诚客户。当然,这在短期内还无法实现,不过从长远发展来看,未尝不是一个很好的尝试。

4. 小米公司目前仍偏重于依靠终端盈利。传统手机行业依靠卖手机赚钱是天经地义的,尤其正值这家公司的手机卖得如火如荼之时。但是,小米公司的目标营利模式是通过互联网与服务盈利,而不是依靠卖手机盈利。这对于目前的小米公司来说,要想通过互联网与服务赚钱,时机尚未成熟。因为互联网服务背后需要强大的销量规模支撑,这就要求手机用户进一步规模化,只有达到了一定的规模,才能够真正实现价格控制。

5. 消费者等待时间长,期望价值高。小米公司采用"先付款订购,后生产发货"的模式较大程度上延迟了用户实际拿到手机的时间。当漫长的等待最终换来稍有瑕疵的手机时便会激发消费者的不满情绪,且手机市场更新换代时间极短,在用户等待期内很可能其他手机企业已制造出更有竞争力的产品。如10月30日谷歌发布的搭载高通骁龙S4 Pro四核处理器、2GB运行内存、后置800万像素摄像头的8GB版、16GB版LG Nexus 4仅分别售价299美元与349美元,约合人民币1 900元与2 200元。这不得不促使小米公司加大研发力度,缩短生产期。

总之,小米公司的创新型商业模式既展现了鲜明的优势,也暴露了不足。这也反映了其他国产手机企业在探索商业模式创新中面临的问题。只有正确地认识当前手机发展的形势,合理借鉴小米公司的商业模式创新,把握机遇,国产手机企业才能应对影响企业生存发展的挑战,才能在激烈的市场竞争环境下取得有利地位,形成持续竞争优势。

主要参考文献

1. 王辉.向小米手机学什么.中国电信业,2011;12

2. 丁睿.小米的商业模式及创新.商,2012;5

3. 刘磊.基于SWOT分析下的国产品牌手机企业发展策略研究.经营管理者,2011;6

4. 程桔华.小米科技:发烧友的力量.中关村,2012;3

增长率为38.9%。截至2012年1月底,其股价以3 453%的涨幅高居上海上市股票涨幅榜首,市值从不到10亿美元上升至410亿美元,成为全球第二大酿酒商。

在保持稳定快速发展的同时,贵州茅台始终重视给予股东回报。自上市以来,公司已连续11年进行现金及股票分红,贵州茅台2001年到2009年的现金分红方案是:每10股现金分红分别为6元、2元、3元、5元、3元、7元、8.36元、11.56元、11.85元。其2010年红利分配方案是每10股派发现金红利23元并送1股红股,成为当年A股的现金分红王。2011年,公司拿出了每10股派发现金红利39.97元的分红方案,共计派发股利41.5亿元,占公司全年净利润的近一半,达47.36%,刷新了公司2010年保持的历史纪录,连续两年问鼎A股现金分红王的宝座。

截至2012年9月,贵州茅台累计现金分红约111.73亿元,远超募集资金总额。2001年以来公司累计实现的净利润大约在383亿元,分红占净利润的比例大约在30%。同时,公司也是A股市场少有的上市以来从未再融资的公司之一。

二、贵州茅台高现金分红的政策选择依据

根据现代财务管理理论,具有充足的自由现金流量是进行高现金分红的决定性因素。自由现金流是企业价值评估和财务管理中的重要概念,最早由美国西北大学拉巴波特、哈佛大学詹森等学者于20世纪80年代提出,是指企业产生的、在满足了再投资等需要之后剩余的现金流量。按照科普兰教授的解释,自由现金流量等于企业的税后净利润加上折旧及摊销等非现金支出,再减去营运资本的追加和物业厂房设备及其他资产方面的投资。改良后的自由现金流量的计算公式为:自由现金流量=税后净营业利润+折旧及摊销-资本支出-应偿还债务本金。

由以上理论可知,自由现金流是在企业产生的净利润的基础上,考虑了企业的非付现折旧摊销等支出,减去了企业保持其长期竞争力必须投入的固定资产投资及技术改造等资本性支出,并减去了企业当年必须支付的债务本金支出,剩下的现金部分就是企业可以完全自由支配的可分配给股东的最大现金额。充足的自由现金流量是公司能保持稳定而高额的现金分红的最重要基础和政策选择依据。下面通过计算贵州茅台近3年的自由现金流量,来探析贵州茅台的高现金分红政策的依据。

根据贵州茅台2009~2011年年度财务报告计算调整可得,贵州茅台2009年度归属于上市公司股东的净利润为43.12亿元,折旧等非付现支出为2.06亿元,固定资产等资本性支出为7.77亿元,长期借款为0,则2009年度自由现金流为37.41亿元。贵州茅台2010年度归属于上市公司股东的净利润为50.51亿元,折旧等非付现支出为2.84亿元,固定资产投资等资本性支出为13.66亿元,长期借款为0,则2010年度自由现金流量为39.69亿元。贵州茅台2011年度归属于上市公司股东的净利润为87.63亿元,折旧等非付现支出为3.46亿元,固定资产投资等资本性支出为15.53亿元,长期借款为0,则2011年度自由现金流量为75.56亿元。而贵州茅台2009年度共计派发现金股利11.18亿元,股利率为自由现金流的30.1%;2010年度共计派发现金股利22.65亿元,股利率为自由现金流的57%;2011年度共计派发现金股利41.5亿元,股利率为自由现金流的54.9%。

由以上分析可知,贵州茅台近2年的现金股利率为自由现金流的50%以上,扣除了资本支出和长期债务支出后,仍旧剩余充足的自由现金流,这是贵州茅台选择高现金分红的最重要的基础和政策依据。

三、贵州茅台能保持高自由现金流的企业特质

公司保持长期而稳定的高自由现金流,必须具有优秀的内在特质,下面从财务能力、公司发展战略定位、股东结构特征、公司董事、监事及高级管理人员特质、政府扶持力度等五个方面进行分析,以探析贵州茅台能保持长期而稳定的高自由现金流的企业内在特质。

(一)财务能力分析

1.公司具有较强的发展能力。公司自2001年上市以来,主要财务指标基本每年增长30%以上,2001年净利润只有3.28亿元,2011年已达87.6亿元,增长了26.7倍。以2011年度财务数据为例,公司营业收入为184.02亿元,较上年度增长58.19%;归属上市公司净利润为87.6亿元,较上年度增长73.49%;资产总额为349亿元,较上年增长36.4%;净资产249.91亿元,较上年度增长35.83%。

2.公司具有较强的盈利能力。以2011年度为例,公司高度茅台和低度茅台的毛利率分别为93.68%和91.7%,公司产品整体销售毛利润率为91.57%;销售净利润率为47.62%;加权平均净资产收益率为40.39%(较上年度增长9.48个百分点)。这些盈利能力指标在A股上市公司中名列前茅,且高于白酒行业的另一巨头五粮液。如五粮液2011年度的销售毛利润率仅为66.12%,净资产收益率为30%,其盈利能力与贵州茅台相差较大。

3.公司具有较低的负债水平。以2011年底数据为例,公司的资产负债率为27.21%,且公司2011年底总负债94.47亿元。其中预收账款为70.26亿元,占总债务的74%,全部为销售商的预付货款,公司的长期借款为0,可以说公司基本不存在财务风险。

4.充足的现金储备。贵州茅台2011年度总资产为349亿元,盈利87.6亿元,而公司账面货币资金为182.54亿元。公司2010年底账面货币资金为128.88亿元,2009年底账面货币资金为97.43亿元。相比公司的总资产规模和盈利水平,现金储备充足。

5.公司具有较强的自主定价权。由于茅台酒独特的酿造工艺和口碑,其被人们普遍认为是中国的国酒,处于绝对的供不应求状态,导致公司具有较强的自主定价权。如2010年初茅台酒出厂价格平均上调约13%,自2011年1月上调产品出

厂价平均20%左右。2012年9月,部分产品平均上调约20%~30%出厂价格。

(二)公司发展战略

贵州茅台始终坚持一元化经营,具有非常清晰的战略定位,即为中国白酒行业的领导企业和酱香型白酒行业的绝对垄断者,并有望在未来成为世界蒸馏酒第一品牌。为了实现公司战略目标,贵州茅台公司制订了"三步走、三跨越"的具体战略规划:按照2 000吨/年的增速扩大茅台酒产能,到2015年茅台酒产量达到30 000吨,到2020年茅台酒产量达到40 000吨;"十二五"末集团公司销售收入达到260亿元,"十三五"末集团公司销售收入达到500亿元。

公司具有较强的战略执行力来实现公司的战略目标:其一,公司目前产能已达2.5万吨/年,十二五目标将超额实现。其二,公司非常谨慎地使用储备现金,投资资金基本不涉足其他行业,公司的资金主要投向为:收购相关白酒企业、主业经营扩张、技改项目或技术研发创新项目。如2012年10月,公司决定投资63.06亿元建设7个项目,全部为自筹资金,且项目全部为技改和扩大产能项目。其三,公司面对国内日益严峻的环境污染问题,采取"质量兴企,环境护企"战略,强化生态环境保护,并推动保障赤水河流域及国酒酿造核心区生态环境状况的保护,使其上升到国家层面,以为公司发展奠定良好的环境基础。其四,公司倡导多赢,重视价值分享,不断提升公司股东的现金分红收益;重视消费者的利益,适度控制价格涨幅,并把出厂价上涨对终端消费者的影响尽量降到最低。

(三)股东结构特征

贵州茅台股份共计103 818万股,全部流通。以截至2012年9月30日数据为准,其中第一大股东为中国贵州茅台酒厂有限责任公司,持有64 116.34万股,占61.76%。第二大股东为贵州茅台酒厂集团技术开发公司,持有3 035.67万股,占比2.92%。第三到第十大股东分别为:中国人寿保险股份有限公司—分红—个人分红—005L—FH002沪,占比0.79%;中国工商银行—广发聚丰股票型证券投资基金,占比0.74%;MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC.,占比0.54%;中粮集团有限公司,占比0.42%;UBS AG0.,占比0.37%;交通银行—易方达50指数证券投资基金,占比0.36%;上海捷强烟草糖酒(集团)有限公司占比0.35%;盈信投资集团股份有限公司占比0.35%。

其中,大股东是贵州省人民政府国有资产监督管理委员会所管的国有独资公司,公司成立于1998年,法定代表人为袁仁国,公司实际控制人为贵州省人民政府国有资产监督管理委员会;第二大股东贵州茅台酒厂集团技术开发公司与大股东之间存在关联关系,其他前十大股东均为投资基金或公司法人。同时公司持股高度集中,前十大股东共持股71 179.88万股,占总股份的68.56%;公司股东40 422人,比2011年底45 694人减少了13%,人均持股市值达500万元,持股呈不断高度集中趋势。相比白酒行业的另一巨头五粮液集团,股东人数为286 275人(其2011年底股东人数为277 117人),呈较高的分散状态。

总体来看,以贵州茅台为代表的现金分红较高的蓝筹股,其主要投资者为两大类:一是机构投资者和企业法人,他们的资金属于长期投资,本身资金特征和理性的投资理念,导致他们要求投资对象具有稳定的现金流回报和持续的成长性;二是奉行价值投资理念的个人长期投资者,他们除了看重公司的现金流回报,更加注重公司内在价值的长期增长,很多投资者奉行终身投资的理念。同时,分红较高的蓝筹股也通过稳定的分红来展示公司的实力和长期发展潜力,以吸引理性的投资者。这两者需求的互相契合,造就了公司长远目标和投资者长远目标的高度一致,也使得公司能更加专注于行业的发展,从而创造更好的业绩和红利来回报投资者。

(四)公司董事、监事及高级管理人员特质

贵州茅台具有良好的决策、监督及管理人员体系。其现在的公司董事、监事及高级管理人员构成为:董事长为袁仁国;总经理为刘自力(兼董事);董事为季克良、赵书跃、吕云怀(兼副总经理)、谭定华(兼副总经理)、王莉(兼总工程师);独立董事为林涛、程文鼎、陈红、梁蓓;监事会主席为罗双全、监事为张毅、仇国相;副总经理为杜光义、杨代永、张家齐、李贵胜、袁明权;财务总监为何英姿;董事会秘书为樊宁屏(兼总经理助理)。其中,袁仁国2004年8月至2011年10月任中国贵州茅台酒厂有限责任公司党委书记、副董事长、总经理;2011年10月至今任中国贵州茅台酒厂有限责任公司董事长、党委副书记;2000年10月至今任贵州茅台酒股份有限公司董事长。季克良2004年8月至2011年10月任中国贵州茅台酒厂有限责任公司董事长、党委副书记、总工程师;2011年10月至今任中国贵州茅台酒厂有限责任公司董事、名誉董事长、技术总顾问;2000年10月至今任贵州茅台酒股份有限公司董事。

分析贵州茅台公司的董事、监事及高级管理人员,可发现其具有如下特征:

1. 公司管理层绝大部分具有在贵州茅台长时间的工作经验,并懂得技术。21位人员中除4位独立董事按照规定全部外聘外,其他19位只有2位为外部空降。其中财务总监何英姿为2011年到公司工作,副总经理张家齐为2011年从怀仁市政府副市长位上调任到公司工作。专业的行业和技术背景,为贵州茅台正确发展提供了强大的保障。

2. 核心管理层均在大股东公司和股份公司互相兼职。股份公司董事长袁仁国兼任大股东中国贵州茅台酒厂有限责任公司董事长、党委副书记;股份公司董事季克良兼任大股东中国贵州茅台酒厂有限责任公司董事、名誉董事长、技术总顾问;股份公司总经理刘自力兼任大股东公司的党委副书记、副董事长、总经理等。股份公司高管均在大股东公司兼任要职,对于大股东利益和股份公司利益的协调,以及保证双方战略目标发展的统一,起到了很好的作用。

3. 公司管理层均对公司具有强烈的使命感和责任感。公司的元老级人物季克良,人称老爷子,1964年到公司,一辈子都奉献给了公司,是公司成功的关键人物,也在社会享有较高威望。他是全国人大十一届代表和党的十八大代表,其在这种场合不遗余力地宣传贵州茅台,并始终把消费者和股东的利益放在重要位置。而公司新的领导核心袁仁国,也在公司工作了30多年,始终把公司事业发展和股东利益放在首位。

4. 公司高管均具有大学以上学历,并具有高级经济师、高级工程师等技术职称。他们具有专业的管理理论基础、管理能力和国际视野,把公司的国际化作为重要发展目标,同时努力在公司管理和回馈股东方面向国际一流公司看齐。

(五)政府扶持力度分析

1. 政府的公关保护。贵州茅台作为贵州的金字招牌,其发展一直受到贵州省政府和当地政府的呵护。如在上届《贵州省政府工作报告》中,政府重点提出要加快以茅台酒为龙头的优质白酒基地建设,为贵州茅台发展创造了稳定的外部环境和广阔空间。同时,贵州省政府主要官员也在各种场合支持和保护茅台。

2. 税收优惠。对于白酒企业,其营业税金与附加主要是指消费税,对照最近三年贵州茅台的营业税税率,2010年和2011年贵州茅台的这一指标分别为13.57%和13.46%,而2012年贵州茅台上半年的营业税税率只有10.22%,前三个季度平均只有8.96%,呈不断下降趋势。

3. 政府给予公司绝对的自由经营权。当地政府大力支持茅台发展主营业务,不干涉公司的具体经营业务,不鼓动公司盲目兼并做大,不在承担社会责任方面给予贵州茅台额外的压力。对比贵州茅台的主要竞争对手五粮液,四川省和宜宾市政府强势介入五粮液的发展战略目标制定,给其确定了"10年1 000亿元销售收入、进入世界500强"的目标,并在其激进的多元化大跃进过程中起到了关键作用。贵州茅台虽也不可避免地承担一些来自各级政府的压力,但对比其他利润丰厚的国有控股公司所承担的政府强加的各种沉重负担和压力,贵州茅台的优势得天独厚。

四、贵州茅台高现金分红的启示

贵州茅台案例告诉我们,公司可以通过提高财务能力等五个方面来提升自己的内在特质,以保证公司具有长期稳定的高自由现金流,以为公司实行高现金分红政策打下坚实的基础。具体可以从以下五个方面来努力:

1. 强的财务能力。强的财务能力是上市公司坚持每年分红并高分红的重要保障。其他A股上市公司,一般债务负担沉重,盈利能力低下,长期通过粉饰报表来伪造利润,自由现金流量长期为负,拿不出真金白银进行分红也就不足为奇了。贵州茅台经验告诉我们,上市公司为了保障其持续进行现金分红回馈投资者的能力,必须不断地提高公司的盈利能力,降低债务水平,减少公司的财务风险,拥有充足的现金储备,并不断锻造公司的核心竞争力,使得公司可以持续拥有保持高盈利空间的能力和长期稳定发展的能力。

2. 坚持主业的发展战略。对比白酒行业的另一巨头五粮液,其实施的是多元化发展战略,目前已进入的领域有塑胶、印务、药业、电子、运输、日化、服装、保健、光电、数控机床、汽车发动机、汽车零配件、芯片业、显示器、证券等十几个不同领域。这些投资没有很好地增加五粮液的内在价值,却给企业未来健康发展带来了巨大的负担。虽然五粮液目前仍非常强大,没有财务风险,但激进多元是其未来发展的重大隐患。五粮液的不理性,更加显示了贵州茅台战略发展定位的理性和眼光的长远。贵州茅台的经验告诉我们,具有清晰的战略目标,坚持一元化发展,并具有强的战略执行能力,建立起坚实的自我约束机制,绝不盲目扩张,不盲目投放浪费资金,管理层不陷入跑马圈地的怪圈,是公司保持良好发展和保存现金储备的必要保障。唯有如此,持续而高额的现金分红才能实现。

3. 主要股东为稳定而理性的长期投资者。我国资本市场上存在大量不理性的中小投资者,他们更加注重公司短期股价的波动,也更喜欢仅仅是进行数字游戏并没真实价值的股票分红等方式。而此类公司一般带有较强的投机性,更多地把精力花在粉饰报表、圈钱、制造概念拉抬股价等非理性行为上。两者的结合,导致共同的盲目错位并给我国资本市场带来了极大的危害。贵州茅台经验告诉我们,公司通过自己的理性管理行为和优秀的内在特质,吸引理性的、筹码高度集中的机构投资者、企业法人以及奉行价值投资理念的个人投资者作为其主要股东,并通过长期持有、互为依存来分享公司价值的成长,是公司健康发展并实现高现金分红的重要保障。

4. 优秀的管理团队。贵州茅台经验告诉我们,公司拥有优秀的管理团队,高管具有深厚的行业背景,并具有专业的管理能力和国际视野,同时具有强烈的对公司和股东的责任感和使命感,是公司成功并实现高现金分红的重要因素。

5. 外部环境特别是政府的大力支持。由于我国处于国家资本主义发展阶段,政府在资源的调配和企业发展中起着重要作用。贵州茅台经验告诉我们,当地政府的大力支持,把巩固和提升公司地位作为政府工作的重要目标;在税收上给予优惠,使公司承担的主要税负不断下降;给予公司绝对的自由经营权,不人为加大公司负担,不抽血,不乱摊派,不为追求做大盲目进行兼并或激进多元化等,是公司可以维持大量现金储备,并能专注于利润增厚和更好地回馈投资者的重要外部保障。

主要参考文献

1. 本杰明·格雷厄姆,戴维·多德.证券投资.海口:海南出版社,2000

2. 沃伦·巴菲特.巴菲特致股东的信.北京:机械工业出版社,2003

3. 陈良书,张巧良.基于股权自由现金流量的可持续股利支付率估算——模型的构建与实证检验.经济与管理研究,2010;11