

站稳千元大关的贵州茅台(600519.SH)，近日股价一度突破1200元，在投资者心中的信仰度再度提升。

2019年开年以来，茅台酒等各类高端白酒价格一路飙升，白酒行业引起市场和投资者的关注。除了投资股票，茅台酒信托等金融产品也再次成为市场焦点话题。

10月22日，中粮信托有限责任公司(以下简称“中粮信托”)募集发行“中粮信托飞天3号(第二期)茅台酒投资集合信托计划”(以下简称“中粮信托飞天3号”)，信托资金用于投资茅台酒。10月24日上午，一位中粮信托公司的业务人员向《中国经营报》记者确认，“飞天3号已经约满了。”

记者注意到，近两年来，中粮信托曾推出多款酒类信托产品，今年以来发行的两只信托计划共囤入90562瓶茅台酒。业内人士指出，酒类信托实质上是酒企或经销商融资借款，还有投资者质疑融资方借信托囤茅台炒作白酒。

看起来很美

中粮信托分别于2017年3月和2019年7月成立两款信托计划，规模均为1亿元，产品期限2年。

记者获得的一份信托产品推介书显示，“中粮信托飞天3号”总规模不超过人民币2亿元，产品期限为2年。募集资金用于投资有升值空间的实物贵州茅台酒。预期收益率方面，100万元~300万元的预期收益率为9.8%；300万元以上为10%，以被投资全部实物茅台酒的销售收入进行兑付。

根据信托计划约定，拉萨歌德盈香贸易有限公司(以下简称“歌德贸易”)以53度500ml飞天茅台酒现货(按出厂价969元/瓶估值)，认购信托计划的20%份额。

若到期无法实现预期收益率，则由歌德盈香股份有限公司(以下简称“歌德盈香”)进行差额补足，实际控制人刘晓伟提供个人无限连带责任担保。第三方企业信息查询平台天眼查显示，歌德盈香持有歌德贸易的99%股权，系信托计划的投资顾问。

记者注意到，中粮信托官网显示，“中粮信托飞天3号”第一期产品已于8月27日成立，信托计划规模1亿元。其中第一期非定向募集资金为8000万元。

在此之前，中粮信托还分别于2017年3月和2019年7月成立“飞天1号茅台酒投资集合信托计划”和“飞天2号贵州茅台酒投资信托计划”，规模均为1亿元，产品期限2年。

截至目前，中粮信托存续的茅台酒信托产品包括“飞天2号”和“飞天3号”第一期，规模共计2亿元，其中非定向募集的现金为1.6亿元。信托计划约定，所募集的信托资金全部用于投资茅台酒。

上述两只产品的管理报告显示，飞天2号信托计划合计持有44880瓶茅台酒；飞天3号信托计划合计持有45646瓶茅台酒。也就是说，截至目前上述两只信托计划共囤了90526瓶茅台酒。

根据管理报告，按照信托合同约定的价格统计口径计算，截止到2019年9月30日，飞天2号投资持有的茅台酒总价值为1.18亿元，增幅18.20%；飞天3号投资持有的茅台酒总价值为1.23亿元，增幅22.82%。

值得注意的是，参与上述信托计划，投资者还能获得低价买茅台的行权资格。今年8月8日，“飞天2号”就曾发布行权公告称，每100万份额可获得按市场零售指导价购买两箱53度普通装飞天茅台酒的认购权利，行权价格为1499元/瓶。

中粮信托一位了解该产品的人士表示，行权是歌德盈香的单独销售行为，行权与不影响受益人的信托受益权份额和投资收益。

囤茅台酒的信托计划，投资者实际上能有多少收益，是否可以跑赢茅台股价？

记者注意到，在2017年3月20日至2019年3月26日期间(即飞天1号存续期)，Wind数据显示，贵州茅台的股价上涨110.27%。不过，一位信托业内人士认为，“股票投资和信托计划满足不同的资产配置需求，不能简单地对收益进行对比。”

中粮信托官网显示，目前“飞天1号”产品已终止并进行清算了。其清算报告显示，截至2019年3月26日，该信托计划项下信托财产均按照合同约定执行，收到的投资本金和收益为1.4189亿元，向委托人分配的本金和收益为1.3749亿元，其他费用均按合同进行分配。

照此粗略计算，该信托计划两年的收益率达37.49%，而飞天1号产品成立时的预期年化收益率为6.9%~7.1%。

“没那么高，扣除各种费用支出后，实际年化收益率大概是13%。”一位中粮信托内部人士向本报记者如是表示。

谁在融资？

公开信息显示，歌德盈香是国内陈年白酒市场较大的库存商和运营商。

北京地区某信托公司一位信托经理向记者分析，从信托产品的交易结构来看，它设置了固定收益和兜底担保等条款，类似于融资信托。“不看抵押物，单看信托条款，其实是工商企业类融资信托。”

上述中粮信托内部人士也向《中国经营报》记者确认该系列信托计划为融资型产品

“酒类信托，一般是投资标的涉及白酒、红酒等实物资产，或酒类企业生产的酒类产品的收益权等。”百瑞信托博士后工作站研究员谢运博在接受本报记者采访时表示，酒类信托分为投资类和融资类。前者是信托资金用于购买白酒、红酒等实物资产，待信托计划到期后，通过酒类实物资产价格上升而获利；后者制酒企业、经销商以酒，或者酒的收益权作为抵押来做融资。

“偏投资类的酒类信托，也可以在某种程度上看作是一种是融资行为。例如信托计划中约定信托资金用于购买某经销商持有的白酒，信托计划到期后该经销商溢价回购该批白酒。”谢运博进一步分析表示。

中粮信托官网显示，除了“飞天”系列信托计划外，其另一只名为“中粮信托·歌德盈香陈年白酒珍藏投资(4号)集合资金信托计划”的产品，就设置了回购条款，歌德盈香在信托到期时溢价回购未行权信托财产。

该信托计划的资金用于对特定资产——歌德盈香中国陈年白酒珍藏套装进行投资。在信托计划存续期间，优先级受益人可以行使提取实物的权利，每10万份信托份额对应一个白酒珍藏套装，而行权的信托份额不再享有现金兑付收益。

“酒只是个噱头，融资才是真正目的。”对于飞天系列信托计划，一位中部沿海地区信托公司的前信托经理认为，“这实际是在加杠杆。”

某中型信托公司的一位理财经理表示，“投资型的风险主要在于酒的市场价格波动；融资型产品更常见，其风险关键在于融资方的实力。”从兜底担保条款来看，飞天3号系列的实际融资方应该是歌德贸易、歌德盈香。

根据天眼查资料，歌德盈香成立于2012年3月，注册资金20020万元，由歌德拍卖和刘晓伟分别持有60%和40%股权。其中，歌德拍卖的股东为持股98.2%的西藏凌桥创业投资有限公司和北京盛融源投资顾问有限公司，前者股权穿透后是自然人刘晓伟和刘剑锋。也就是说，“歌德系”公司的实际控制人均为刘晓伟。

公开信息显示，歌德盈香是国内陈年白酒市场较大的库存商和运营商。推介材料介绍，歌德盈香目前拥有茅台酒年度销售配额100吨以上，最大经销商不超过150吨

。公开报道显示，2019年3月茅台集团高管曾赴歌德盈香进行调研。

根据其2018年度审计报告，歌德盈香总资产29.56亿元，资产负债率为43%。其2018年实现主营业务收入25.68亿元，同比增长71.2%；净利润1.8亿元，同比增长16.9%。近年来，该公司还收购酒类电商平台“也买酒”，并购线下门店和投资仓储基地等。

“制酒企业和经销商的利润很大，大部分酒企‘不差钱’，能从银行获得借款，不用发信托。”一位不愿具名的信托业内人士对本报记者表示，“有的酒企是借着发酒类信托产品，实际把钱拿去搞房地产；也有的是在借信托发行认购向高端客户推销甚至炒作产品。”

三大风险

到期的时候白酒、红酒的价格下跌，或者是融资方出现经营不善、资金紧张导致无法承担差额不足义务，就可能会出现损失。

酒类信托第一款产品成立于2008年，系中国银行联手中海信托、中粮集团推出的“君顶酒庄红酒收益权信托理财产品”。

此后，酒类信托产品于2011年前后发行量较大。《中国经营报》记者根据公开报道梳理发现，2011年~2012年底，信托公司共发行约21款酒类信托产品，规模约为23.21亿元，其中绝大部分是白酒信托。

其中，四川信托、新华信托、中融信托和中铁信托等公司都推出过酒类信托产品。彼时，白酒信托产品的收益率就已与地产信托、基建信托等高风险产品看齐。

前述受访的信托经理对记者表示，“当时白酒价格不断涨价，市场对白酒的投机氛围比较浓，这也是白酒信托发行较多的背景。”

在发行节奏上，2012年底开始出现明显的“紧急刹车”迹象，2013年以后更是进入“寒冬”。2012年11月，白酒行业曝出塑化剂风波，随后2013年又出现“勾兑门”和中央严控“三公消费”以及“八项规定”“六项禁令”等。以53度的飞天茅台酒为例，2013年5月份的单价约为860元，而2012年同期的价格达1900元。当时高端白酒市场的零售价格基本腰斩，受此营销，2013年度酒类信托产品仅发行了3只。

本报记者综合Wind资讯和用益信托网数据发现，2015年~2017年期间，仅有中粮信托、百瑞信托和中航信托等公司发行了少数几只酒类信托，比如中粮信托歌德盈

香陈年白酒珍藏投资集合资金信托计划、百瑞信托-恒益378号信托(酒类收益权投资基金-酒祖杜康12区窖藏酒五期)、中航信托·天启苏酒贸易5L蓝之梦封坛酒消费信托等。

“酒价呈上升趋势，这时发行酒类信托产品更易受到市场认可，信托产品的推介销售更顺利，酒类企业借酒类信托融资也更加容易。”谢运博指出，酒类信托发行情况与酒类实物资产的价格走势密切相关。

而此次茅台酒再现江湖也是受到近年来茅台酒价格回暖且持续走高的影响。国泰君安在10月17日发布了一篇题为

《谁在将茅台当作投资品》的研报。其中分析称，2011年茅台涨价是基于宏观经济高速发展的背景，白酒行业处于黄金期；而2019年茅台涨价的逻辑在于消费分层，重在边际定价。

“新崛起的高净值人群需要新的投资品，而越来越多的茅台被他们有意识地留存，投资与收藏的属性不断增加。”上述研报认为。

对于投资酒类信托，一位购买信托产品多年的投资者在接受记者采访时表示，“这类信托风险比较大，不考虑。比如到期的时候白酒、红酒的价格下跌，或者是融资方出现经营不善、资金紧张导致无法承担差额不足义务，就可能会出现损失。”

另一位接受本报记者采访的投资者王先生表示，“酒类信托和艺术品信托有点类似，不过酒类信托可以提取实物。艺术品信托主要问题是作假和炒作，作假包括艺术品本身的造假和价值虚估。酒类信托是不是也在炒作白酒？酒的真假如何辨别，酒价的下跌怎么处置？”

前述受访的一位信托经理指出，“中粮信托控股股东系中粮集团，在资产处置上有渠道。”对此，中粮信托相关工作人员则指出，信托计划有设置止损，当现金部分投资的商品市价下跌超过信托本金的20%，商品将全部进行平仓，终止信托计划并由投资顾问进行差额补足。

谢运博在接受本报记者采访时指出，酒类信托主要存在几个风险点，一是酒类实物资产价格下跌的风险，这可能会导致无法达到信托成立时约定的收益率；二是酒类实物资产的变现风险，目前我国还没有比较成熟的全国统一的酒类实物资产二级流通交易平台，酒类实物资产可能会出现“有价无市”的局面；三是融资企业本身经营不善可能会导致兑付风险。

对于比较小众的酒类信托产品，多位受访的信托业内人士提醒道，投资者在选择此

类产品时，应当对酒类实物资产的价格优势有一定的判断，另外要重点关注信托合同中，比如是否有酒类企业的担保、保证和溢价回购约定等增信措施，要关注融资方的资质等。

(责任编辑：赵金博)