



“塑化剂”的估值

○ 崔宏

最近在证券市场中发生了一件十分吊诡的事件：“塑化剂”事件。

“酒鬼酒”是高端酒品牌，在2012年11月19日被爆由上海天祥质量技术服务有限公司查出塑化剂超标2.6倍。仅仅一天时间，不仅酒鬼酒股票临时停牌，白酒板块也受到连累遭受重挫。截至收盘，白酒板块跌幅居首，两市白酒股总市值共蒸发近330亿元，跌幅前15的个股中，酒类占据10席。由于基金重仓的白酒板块暴跌，直接触发了一次断崖式洗仓，大盘血流直下创出了近期新低。

屋漏偏逢连夜雨。

“塑化剂”余波未尽，“禁酒令”再度令白酒集体暴跌。中央军委下发通知，印发《中央军委加强自身作风建设十项规定》。《规定》要求在接待工作中不安排豪华宴请、不喝酒、不铺设迎宾地毯、不摆放花草、不组织官兵列队迎送等讲排场的活动。12月24日，受此消息拖累，白酒股当日全线大幅下挫，领跌各大行业板块。其中，龙头股贵州茅台大跌5.55%居首，洋河股份跌4.97%，五粮液、山西汾酒、泸州老窖等白酒股也跌逾3%。

让我们还原一下操盘经过。

中国的证券市场已经建立了做空机制，其中之一是融券业务。投资者可以借证券并且在市场中卖出，等到证券下跌后再买回来还给出借者，以赚取下跌的差价（减去融券的成

本）。并不是所有证券都被允许做融券操作，在酒类融券清单上，贵州茅台、泸州老窖、五粮液榜上有名。操作者先做了贵州茅台、泸州老窖、五粮液3只股票的融券操作并卖空，随后在媒体上发布“塑化剂”的消息。由于市场担心中国白酒都存在“塑化剂”问题，所以整个白酒板块暴跌，融券者牟取了暴利。今年夏天，坊间已经爆出有人从贵州茅台的忠实拥趸但斌同志那里借走了茅台股票，用于放空。可见此次操作部署之深远和缜密。

从技术上讲，这次针对白酒板块的做空是一次完美的狙击。长期来看，做空机制是市场的纠正力量，是价值发现的另一个重要渠道。正是有了做空机制，对问题企业起到有效的警示作用和惩戒作用，就能够为企业的治理和经营带来推动力量。

让我们看一眼“增长率陷阱”。

“增长率陷阱”诱使投资者为那些促进创新并带动经济扩张的产业和公司付出过多的资金。人们对增长不懈的追求—购买热门股票、寻找激动人心的新技术、投资于快速发展的国家—注定了他们并不能得到丰厚的回报。事实上，历史表明那些业绩最好的投资往往出现在正在萎缩的产业和发展缓慢的国家。这就是所谓的“增长率陷阱”。这个现象真的十分令人震惊。其原理是：无论是多么好的生意，如果初始购入的价格过高，那么将会极大地削弱这项投资的回报。注意：回报是一个比例，即

收益除以购置价格，一旦分母太大，数值将会变得十分可怜。一切新兴经济体，都会经过“增长率陷阱”的洗礼，自然中国也不例外。中国的问题很多，但其中很重要的一个是IPO价格过高，这是在发展早期资本的稀缺性导致的；随着时间的推移资本的稀缺性会慢慢降低，市场对证券的估值会慢慢回归，渐渐与“国际接轨”。通常发达经济体的市盈率是15倍，而中国的市盈率是30倍，它有一个向15倍回归的趋势，这个价值回归的过程，是中国证券市场的系统性风险，没有办法回避，它将贯穿未来十年或者二十年的发展历程，直到估值体系变得稳定。这就是中国版的“增长率陷阱”。2001年沪综指就在2000来点，10年过后的2011年转了一圈又回来了，这个循环就是“增长率陷阱”的完美诠释。

做空机制的诞生，无疑也是系统自我纠偏的一个工具，它将起到重要的作用，加快价值回归的进度。从这个角度讲，“塑化剂”事件将具有标志性意义，它代表了系统估值加速回归的愿望，是证券市场建设的正能量。如此来看，“塑化剂”的价值又何止千亿？

以政府主导的新型城镇化，是未来十年发展的主基调。在这个大背景下，要进一步突出改革的地位。金融改革无疑是重点中的重点。唯有改革才有出路。我们惊喜的发现，无论是政府力量（如代表市场监管的证监会），还是民间力量（如这次塑化剂事件的始作俑者），正在做的事情，其效果都是在大力推动金融业的市场化，其步伐之巨，实令人侧目；我也坚信，只有不断深化改革，证券市场就能迎来美好的未来。✎

读者反馈表

亲爱的读者朋友，您好！

感谢您抽出宝贵时间阅读《水木清华》杂志。希望您协助我们完成以下的问卷调查，提出您的宝贵意见和建议。我们将不断改进，为您提供更加丰富、精彩的内容。谢谢！

1. 您阅读了总第31期《水木清华》杂志的多少内容

几乎全部 大部分 一半 一少半 很少一部分

2. 您对《水木清华》的总体印象

非常喜欢 喜欢 一般 不喜欢

3. 您对本刊设计及印刷的整体印象

很好 好 一般 不喜欢

4. 您对本刊各栏目文章的满意度

动态 非常喜欢 喜欢 一般 不喜欢

封面人物 非常喜欢 喜欢 一般 不喜欢

特稿 非常喜欢 喜欢 一般 不喜欢

观点 非常喜欢 喜欢 一般 不喜欢

人物 非常喜欢 喜欢 一般 不喜欢

招生 非常喜欢 喜欢 一般 不喜欢

文化 非常喜欢 喜欢 一般 不喜欢

专栏 非常喜欢 喜欢 一般 不喜欢

5. 本期您最喜欢的栏目/文章是：_____

6. 您在杂志内容、设计、印刷等方面的其他意见或建议：

姓名 _____ 入学年份 _____ 系别 _____

工作单位 _____ 职务 _____

联系电话 _____ 手机 _____

E-mail _____

通讯地址 _____ 邮编 _____

问卷填好后请寄回编辑部：北京市海淀区清华科技园创新大厦A座1210，邮编：100084 或传真至 **010-62797336**，或发邮件至 **txl@tsinghua.org.cn** 参与问卷调查。