



权益量化研究

2015 年 9 月 22 日

三一投资管理公司价值选股法

——申万大师系列_价值投资篇之六

相关研究

三一投资管理公司价值选股法

- 本文将考察一家名不见经传的美国投资公司——三一投资管理公司（Trinity Investment Management Corporation）的价值投资策略。
- 三一投资管理公司价值选股策略十分简洁, 仅考虑三个价值投资的指标: 市盈率、市净率、股利收益率。

回测结果

- 报告回测包含了收益分析、风险分析、盈亏统计、风格分析、持股数分析、行业分析等。
- 2003 年至 2015 年 7 月回测: 三一投资管理公司价值选股法年化收益率 24%, 超额收益年化 22%, 最大回撤 67%, 胜率 55%, 盈亏比 0.95, 平均每期持股 30 个。
- 三一投资管理公司价值选股法在中国市场体现出较强的适用性, 值得进一步研究优化。

最新成分股和行业、风格分布

- 报告给出了截止 2015 年一季报发布完毕的最新成分股, 共计 30 只。
- 最新成分股主要分布在银行、交通运输、公共事业三个行业。从市值看, 超大盘(市值排序前 20%) 占比 72%, 大盘(市值排序前 20-40%) 占比 18%, 中小盘(60-80%) 占比 7%。

证券分析师

陈杰 A0230513080006
chenjie@swsresearch.com

联系人

朱晓峰
(8621) 23297313
zhuxf@swsresearch.com

特别感谢实习生余剑峰、孔潇的研究支持



申万宏源研究微信服务号

目录

一、申万大师系列研究	3
二、三一投资管理公司	3
三、三一投资管理公司价值选股策略	3
3.1 策略说明	3
3.2 具体策略和量化实现	4
3.3 三一投资管理公司价值选股策略所用指标	4
四、三一投资管理公司价值选股策略的回测	4
4.1 测试方法介绍	4
4.2 测试结果	5
4.3 最新一期成分股及行业、市值分布	11
五、三一投资管理公司价值选股策略总结	13

一、申万大师系列研究

申万宏源证券研究所金融工程部计划利用金融工程的方法, 介绍、实现、验证和分析一系列国内外投资大师的经典投资理论。我们希望我们的研究, 既能给主动投资者, 也能给量化投资者参考; 既能给偏基本面的价值投资者, 也能给偏技术面的交易型投资者参考; 既能帮助专业资深的投资者起个归纳和验证的作用, 也能给初入投资的信任起个介绍和入门的作用。

在之前的研究中, 我们对“价值投资之父”本杰明·格雷厄姆的选股策略、数量分析大师詹姆斯·奥肖内西的价值投资方法和查尔斯·布兰德的价值投资法在 A 股市场进行了回测。结果显示, 大师们的策略在中国市场的有较强适用性。

不同以往对大师个人智慧的解读, 本文将介绍一家名不见经传的公司——三一投资管理公司 (Trinity Investment Management Corporation) 的价值投资策略。

二、三一投资管理公司

在各个网络搜索引擎中搜索“Trinity Investment Management”均可以找到如下的描述:

“三一投资管理公司(Trinity Investment Management Corporation) 创立于 1974 年, 原本只提供投资机构客户投资研究建议, 自 1980 年开始为客户管理投资组合, 1999 年成为美国最大的共同基金及投资管理集团之一的欧本海默基金公司 (Oppenheimer Funds, Inc.) 的一员, 至 2000 年第一季底为止, 三一投资管理公司为客户管理的资产总额达 42 亿美元, 其投资哲学以价值导向为主, 并认为建立成功的价值型投资组合, 只需要以单纯而简化的概念及系统性的设计即可。”

遗憾的是我们并没有找到这段中文所对应的英文原文或是该文中所提到的研究报告, 然而该策略却在中国市场的回测中表现出很强的适用性

三、三一投资管理公司价值选股策略

3.1 策略说明

根据三一公司的研究, 1980 至 1994 年间 S&P500 指数中:

以本益比最低的 30% 股票为投资组合(每季更新替换), 年平均报酬率为 17.5%, 而同期 S&P500 指数的报酬率为 13.3%;

以股价账面价值比最低的 30%的股票为投资组合(每季更新替换), 年平均报酬率为 18.1%, 高出 S&P500 指数报酬率 4.8%;

以股利收益率最高的 30%股票为投资组合, 年平均报酬率达 18.3%, 高出 S&P500 指数报酬率 5%。

该段描述明确了三一投资管理公司价值选股策略的三个价值投资的指标: 市盈率、市净率、股利收益率。

3.2 具体策略和量化实现

以报告期作为调仓周期, 选取符合以下条件的股票进入投资组合:

1. 选取本益比最低的前 30%公司;
2. 股价账面价值比最低的前 30%公司;
3. 股利收益率最高的前 30%公司。

为了控制每期选出的股票数, 我们增加如下条件:

4. 若选出股票超过 30 个, 选取股利收益率最高的前 30 个进入组合。

3.3 三一投资管理公司价值选股策略所用指标

统计三一投资管理公司价值选股策略中所使用指标如下:

表 1: 三一投资管理公司价值选股策略中所使用指标

指标	含义
本益比	即市盈率
股价账面价值比	即市净率
股利收益率	派息水平

资料来源: 申万宏源研究

四、三一投资管理公司价值选股策略的回测

4.1 测试方法介绍

我们如下方法进行回测:

数据: 2003 年 1 月 1 日至 2015 年 5 月 31 日的历史上所有 A 股, 包括后来退市的 A 股。

每年四次调仓, 调仓日为 min (所有股票最晚发布日, 报告期+90 个交易日)。
例如 2013 年中报, 所有股票全部发布完毕是 9 月 23 日, 且小于 6 月 30 日加 90 个交易日。因此 2013 年中报的调仓日为 2013 年 9 月 23 日。

分别为选出股票后资金平均配置各个股票, 交易费用千分之 1.3。

对比指数: 上证指数 (因沪深 300 等其他指数没有至 2003 年数据)。

表 2: 回测使用的量化指标与原指标对比

指标	含义
市盈率	股价/每股收益
市净率	股价/每股净资产
股利收益率	股息率 (近 12 个月)

资料来源: 申万宏源研究

4.2 测试结果

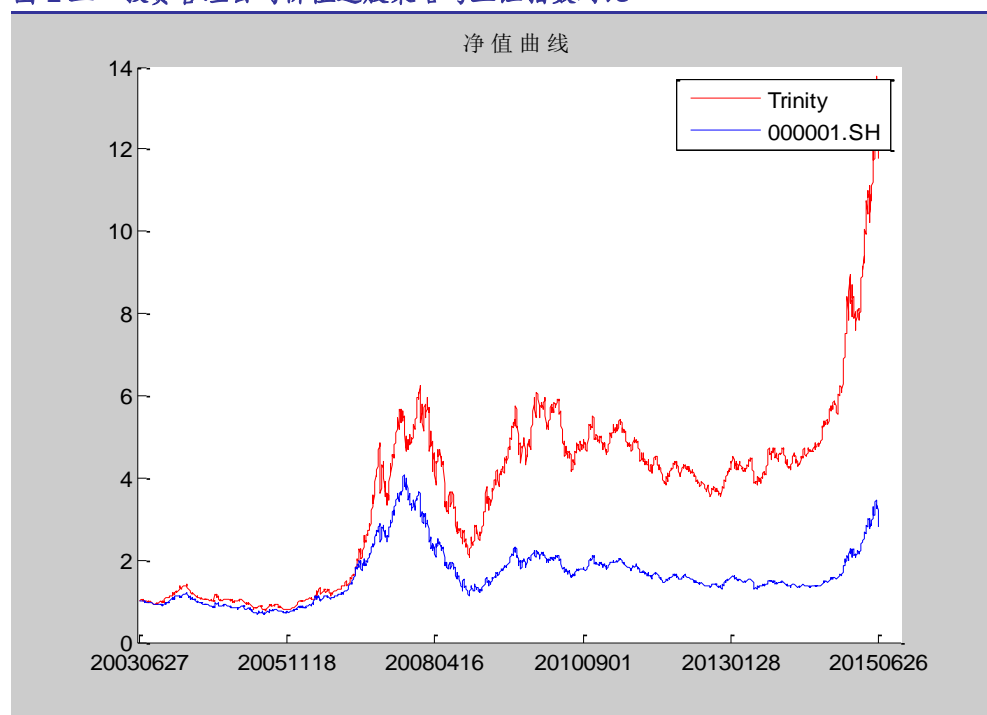
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数分别给出。

4.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 7 月 31 日, 共计 2938 个交易日。三一投资管理公司价值选股策略在此期间的总收益率 1177.25%, 平均年化收益率 24.62%。

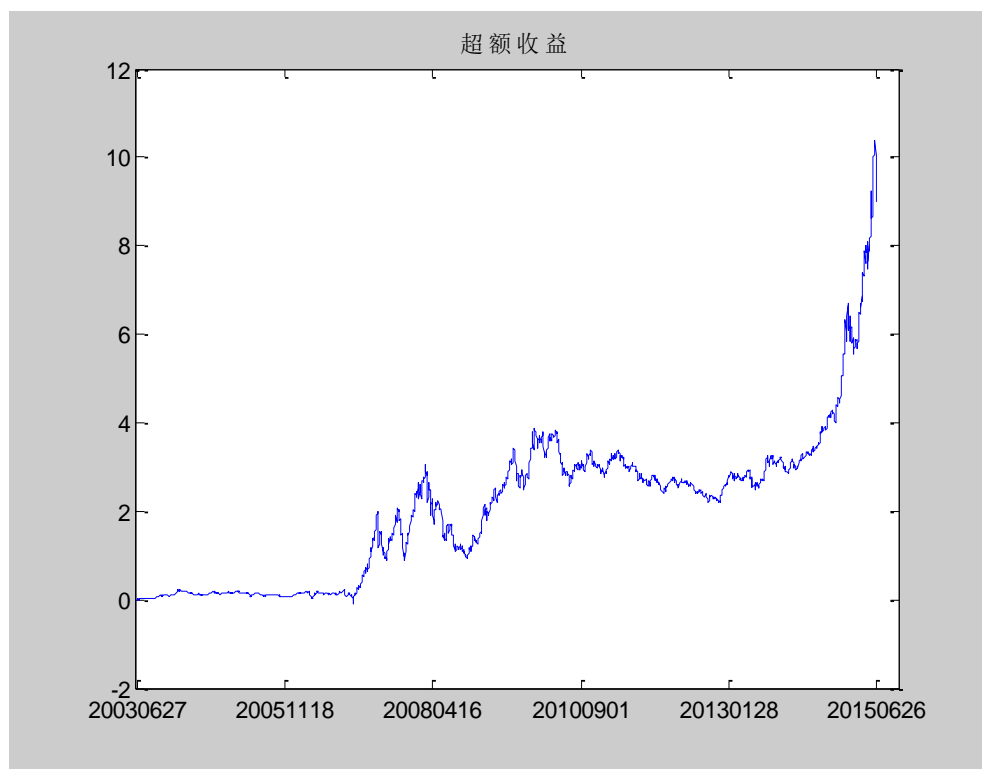
策略相对上证指数的年化超额收益率为 21.99%。

图 1 三一投资管理公司价值选股策略与上证指数对比



资料来源: 申万宏源研究

图 2: 三一投资管理公司价值选股策略与上证指数的相对强弱



资料来源: 申万宏源研究

4.2.2 风险分析

策略总体年化 sharp 率为 0.69。

策略组合与上证指数的 beta 值为 1.03。

策略期间最大回撤 66.92%，最大回撤时间 196 天,最大回撤期为 2008 年 1 月 15 日至 2008 年 11 月 4 日。

4.2.3 盈亏统计

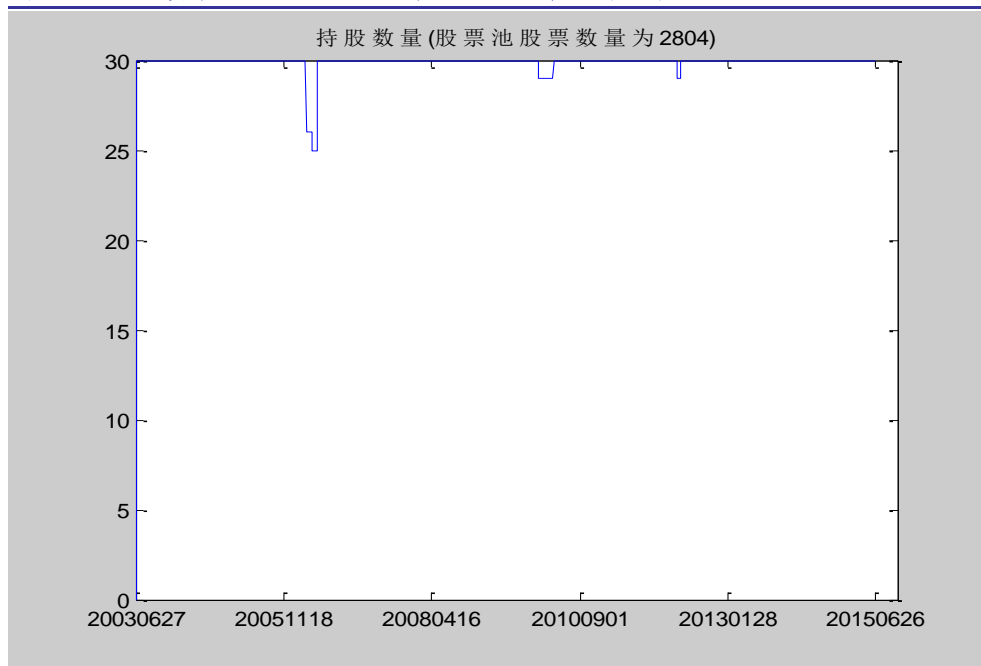
2938 个交易日中获得正收益的 1614 天，盈利天数占比 54.97%。

盈利日平均每天盈利 1.28%，亏损日平均每天亏损 1.34%。盈亏比 0.95。

4.2.4 持股个数

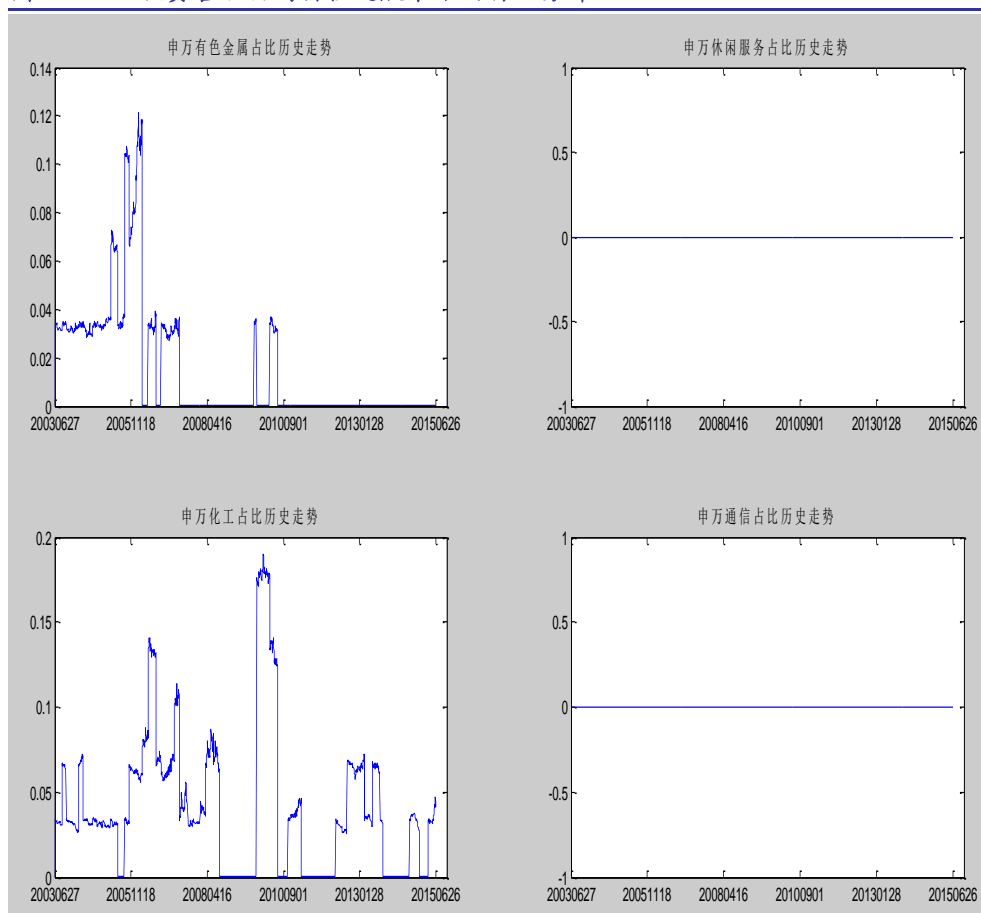
历史平均持股个数为 30 只，最少时持股 25 只，最多持股 30 只。

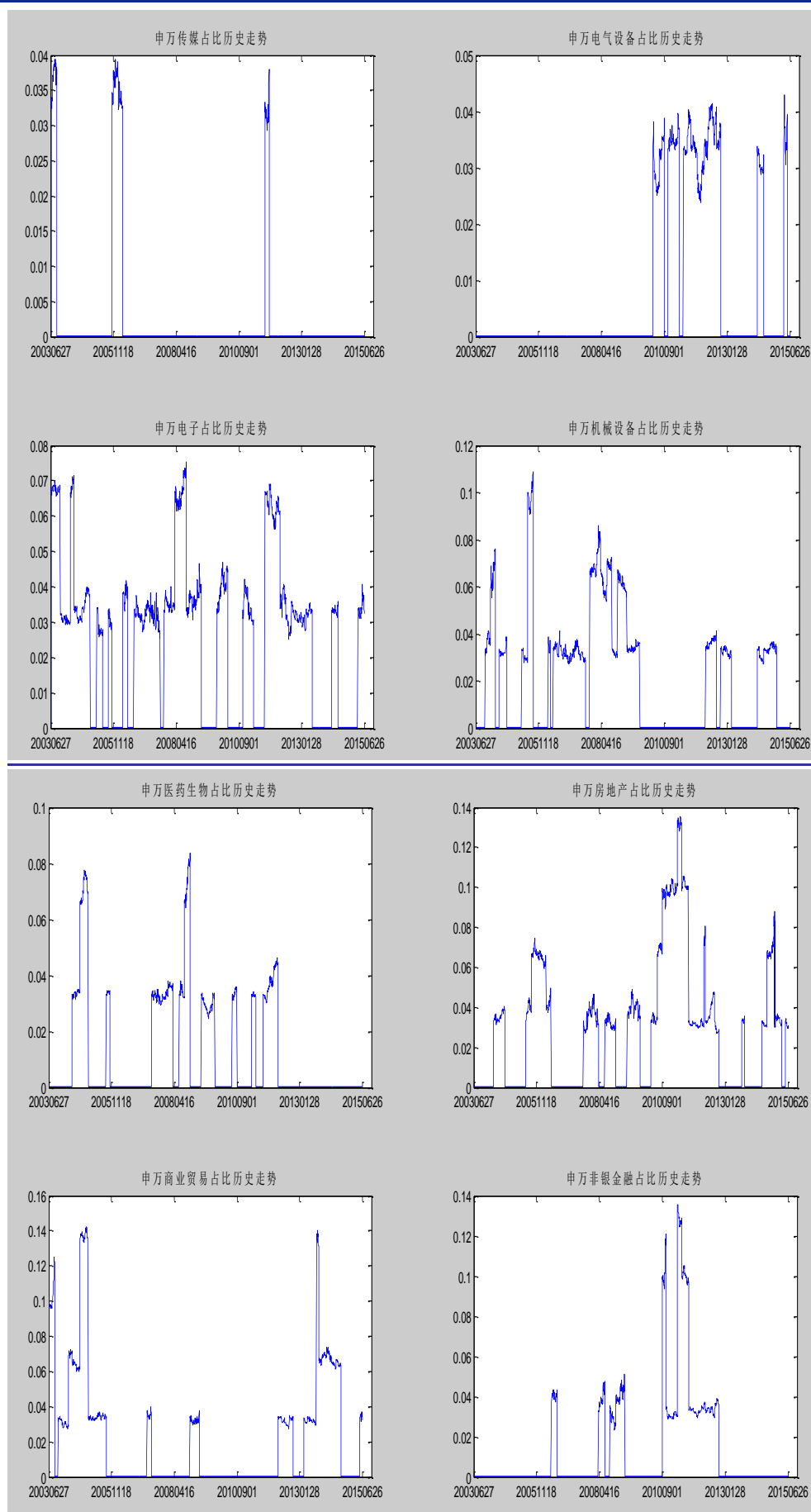
图 3: 三一投资管理公司价值选股策略历史各期的持股个数



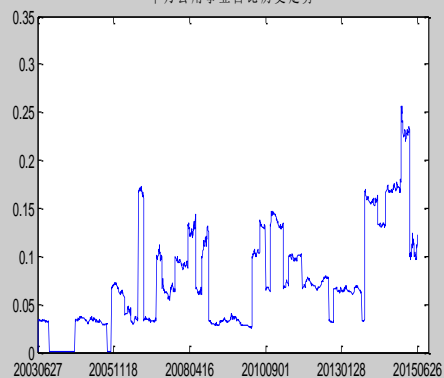
4.2.5 行业分布

图 4: 三一投资管理公司价值选股策略的行业分布

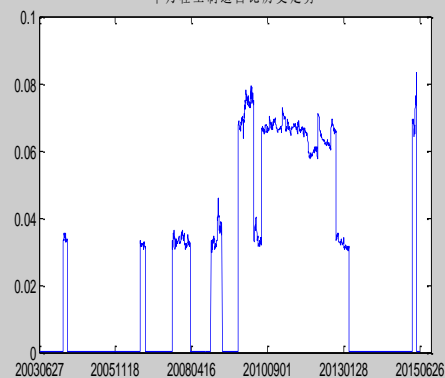




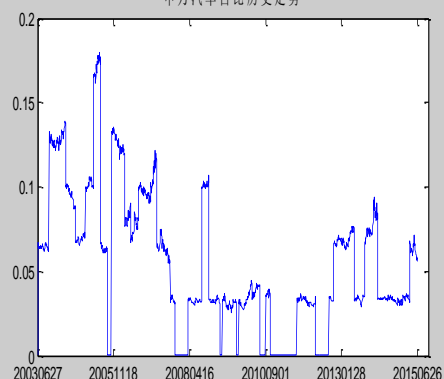
申万公用事业占比历史走势



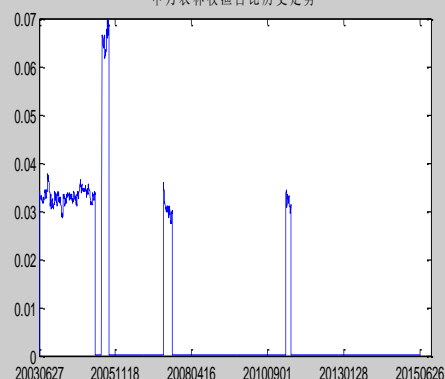
申万轻工制造占比历史走势



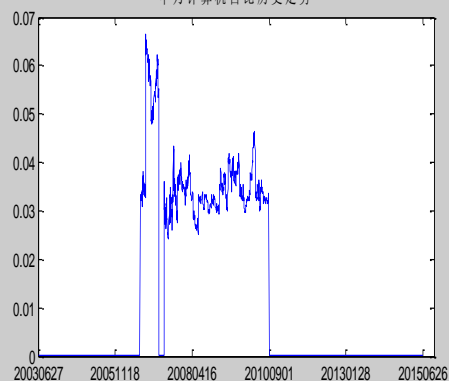
申万汽车占比历史走势



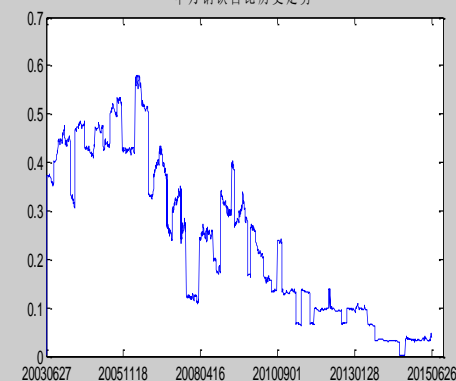
申万农林牧渔占比历史走势



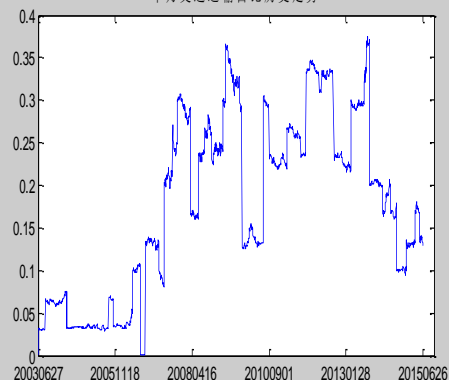
申万计算机占比历史走势



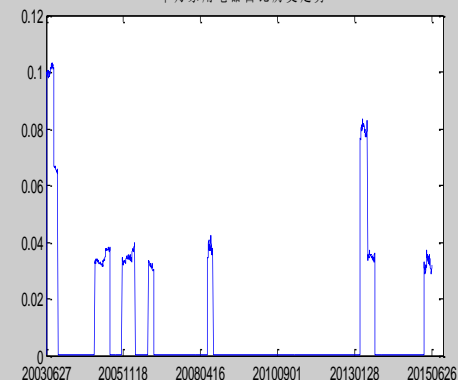
申万钢铁占比历史走势

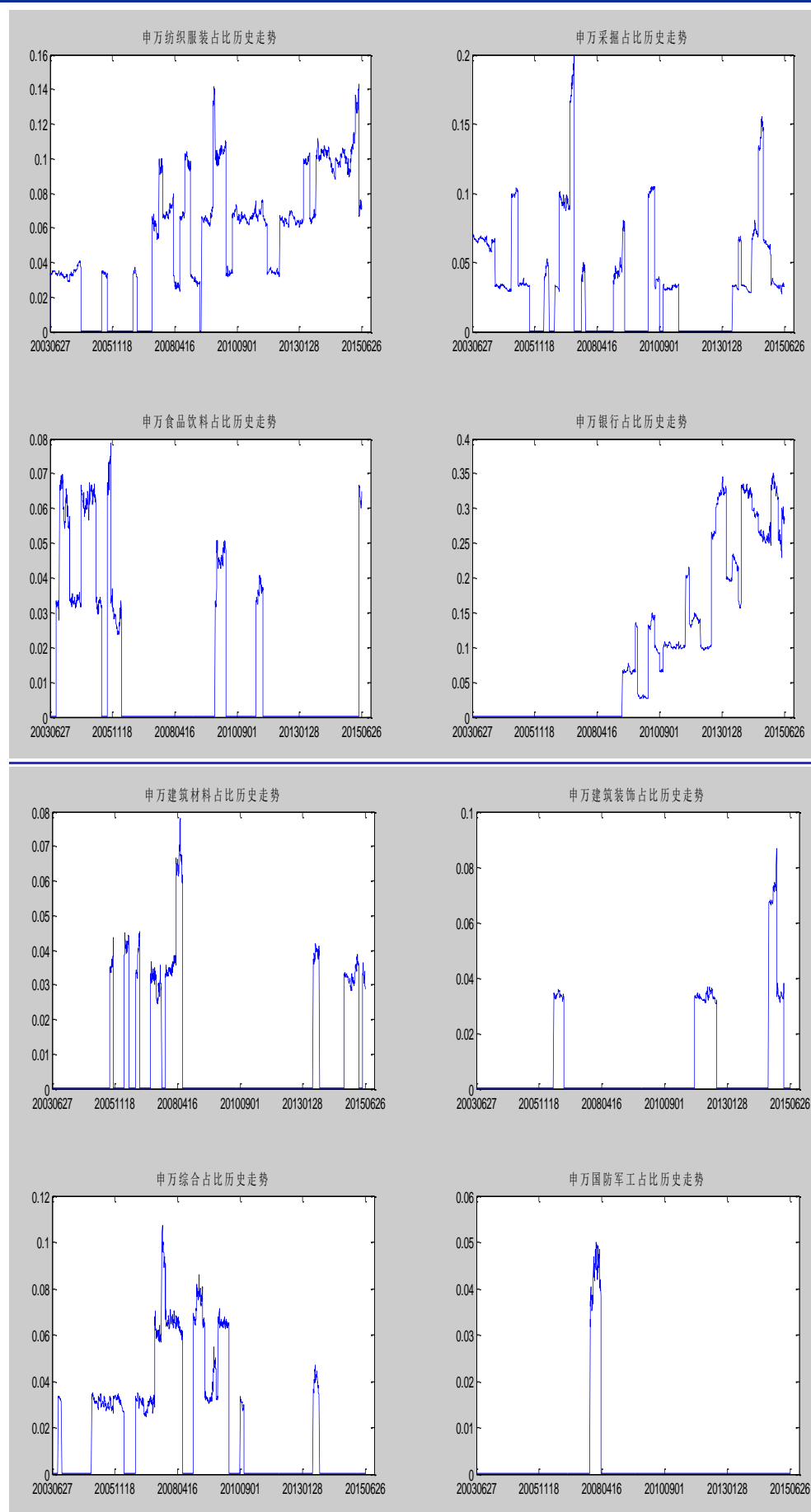


申万交通运输占比历史走势



申万家用电器占比历史走势





资料来源：申万宏源研究

4.3 最新一期成分股及行业、市值分布

最新一期成分股使用 2015 年一季报数据，2015 年 5 月 25 日调仓。截止 7 月 31 日三一投资管理公司价值选股策略持有 30 只股票，股票如下表所示。

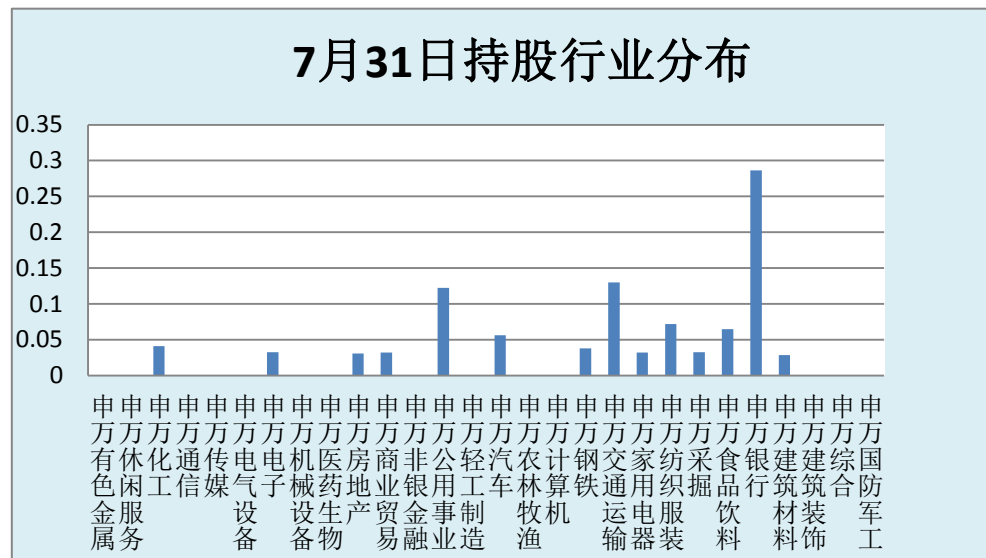
表 3：7 月 31 日三一投资管理公司价值选股策略的持股明细

代码	名称	行业
000002.SZ	万科 A	申万房地产
000012.SZ	南玻 A	申万建筑材料
000568.SZ	泸州老窖	申万食品饮料
000651.SZ	格力电器	申万家用电器
000726.SZ	鲁泰 A	申万纺织服装
000830.SZ	鲁西化工	申万化工
000895.SZ	双汇发展	申万食品饮料
002003.SZ	伟星股份	申万纺织服装
600000.SH	浦发银行	申万银行
600011.SH	华能国际	申万公用事业
600012.SH	皖通高速	申万交通运输
600015.SH	华夏银行	申万银行
600027.SH	华电国际	申万公用事业
600036.SH	招商银行	申万银行
600104.SH	上汽集团	申万汽车
600183.SH	生益科技	申万电子
600377.SH	宁沪高速	申万交通运输
600507.SH	方大特钢	申万钢铁
600548.SH	深高速	申万交通运输
600660.SH	福耀玻璃	申万汽车
600693.SH	东百集团	申万商业贸易
600863.SH	内蒙华电	申万公用事业
601006.SH	大秦铁路	申万交通运输
601088.SH	中国神华	申万采掘
601288.SH	农业银行	申万银行
601328.SH	交通银行	申万银行
601398.SH	工商银行	申万银行
601818.SH	光大银行	申万银行
601939.SH	建设银行	申万银行
601988.SH	中国银行	申万银行

资料来源：申万宏源研究

7 月 31 日三一投资管理公司价值选股策略持有成分股的行业分布（市值权重）如下图所示。

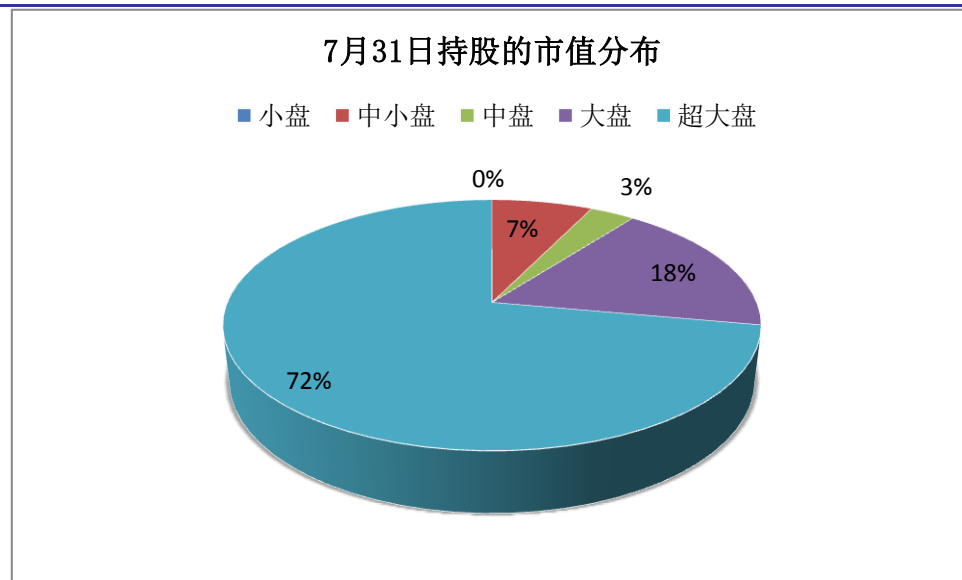
图 5: 三一投资管理公司价值选股策略 7 月 31 日持股的行业分布



资料来源: 申万宏源研究

7 月 31 日三一投资管理公司价值选股策略持有成分股的市值分布 (市值权重) 如下图所示。市值归类按照全市场市值排序, 由大到小划分五档, 分别为超大盘、大盘、中盘、中小盘和小盘。例如超大盘为该股票市值在全市场市值排序中为最大的 20%。

图 7: 三一投资管理公司价值选股策略 7 月 31 日持股的市值分布



资料来源: 申万宏源研究

五、三一投资管理公司价值选股策略总结

本文考察了在坊间流传甚广的三一投资管理公司的价值选股策略。该价值策略十分简洁，仅考虑市盈率、市净率和股利收益率三个价值投资指标。从 A 股市场 2003 年以后的回测结果看，这样简洁易行的选股策略表现出良好的投资能力：年化收益率达到 24.62%，超额年化 21.99%，胜率 55%，盈亏比 0.95。

但显然，该策略极不成熟：其一，该策略与大盘波动相关性较强，beta 系数达到近 1.03，更像是一个被动投资策略，且随市场波动，在 2008 年出现过长达 196 天幅度为 66.92% 的回撤；其二，策略相对基准的相对强弱波动较大，仅在 2014 年后体现出明显的相对优势，而在 2006 至 2013 年间没有体现出稳定的相对优势。

三一投资管理公司价值选股策略非常简单直观却很有效。尽管事实已经证明，价值投资方法具有长期的优越性，但价值投资缓慢的成果是大部分投资者难以接受的。故对于该策略，我们可以结合其他选股方法进一步优化：一是对其他策略选出的组合进一步考虑市盈率、市净率和股利收益率三个价值投资指标；二是对不同的行业或者风格分层利用本策略进行选股。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewn@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。