



权益量化研究

2015 年 10 月 12 日

迈克尔·普莱斯低估价值选股法

——申万大师系列_价值投资篇之九

相关研究

迈克尔·普莱斯低估价值选股法

- 迈克尔·普莱斯(Michael Price) 是美国价值型基金经理人中的传奇人物, 喜爱用超低价买进被市场严重低估的资产。2006 年, 美国《纽约时报》将迈克尔·普莱斯与巴菲特等人一起列为当时全球十大顶尖基金经理人。
- 迈克尔·普莱斯低估价值选股策略对股票的市净率、经营层持股水平和资产负债率三个维度进行了考察。
- 量化后的迈克尔·普莱斯低估价值选股准则比较明确, 各项标准易于量化, 测试过程失真程度非常小。

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: 斯皮罗士·谢加拉斯成长型选股法年化收益率 31.8%, 超额收益年化 30.5%, 最大回撤 53%, 胜率 44%, 盈亏比 0.98, 平均每期持股 19 个。
- 迈克尔·普莱斯低估价值选股法在中国市场体现出较好的适用性, 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 1 只。
- 最新成分股: 金科股份(000656.SZ), 房地产行业, 属于市值在全市场位于前 20% 的超大盘股。

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、迈克尔·普莱斯	3
2.1 投资经历和业绩	3
2.2 迈克尔·普莱斯的投资理念	4
三、迈克尔·普莱斯低估价值选股策略	4
3.1 策略说明	4
3.2 具体策略和量化实现	5
3.3 迈克尔·普莱斯低估价值选股策略的所用指标	5
四、迈克尔·普莱斯低估价值选股法的市场回测	5
4.1 测试方法介绍	5
4.2 测试结果	6
4.3 最新一期成分股及行业、市值分布	11
五、迈克尔·普莱斯低估价值选股策略总结	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”格雷厄姆提出的经典价值投资策略、成长股内在价值投资策略、企业主投资策略, “数量分析大师”奥肖内西的价值投资策略, 格雷厄姆传人布兰德斯的价值投资策略, 三一投资公司的价值选股策略, “选股大师”彼得·林奇的基层调查选股法和史蒂夫·鲁佛的价值选股法则等大师策略进行了回测。结果显示, 大师们的策略在中国市场都具有不同程度的适用性, 值得借鉴。

本文将介绍另一位美国传奇式的基金经理人——迈克尔·普莱斯(Michael Price)以及他的低估价值选股法。迈克尔·普莱斯以价值投资著称, 尤其喜爱用超低价买进被市场严重低估的资产。2006年, 美国《纽约时报》将迈克尔·普莱斯与巴菲特等人一起列为当时全球十大顶尖基金经理人。此外, 迈克尔·普莱斯以14亿美元的个人资产, 入选了2015福布斯全球亿万富豪榜。

二、迈克尔·普莱斯

“我买卖股票, 并非根据我对经济景气或利率的预期, 只有价位对的时候, 我才会买股票。”

——迈克尔·普莱斯 (Michael Price)

2.1 投资经历和业绩

迈克尔·普莱斯(Michael Price)是美国价值型基金经理人中的传奇人物。1975年, 普莱斯加入海涅证券(Heine Securities), 跟着海涅(Max Heine)学习基金经理实务。1976年开始普莱斯成为共同股份基金(Mutual Shares Fund)的基金经理人, 当时基金管理资产只有500万美元。至1996年为止, 迈克尔·普莱斯所管理的四支基金(另有Mutual Qualified、Mutual Beacon及Mutual Discovery等三支基金)资产达130亿美元, 20年间成长了2600倍, 而旗舰基金——共同股份基金在20年间平均年报酬率达20%, 比同时期S&P500指数的表现高出5个百分点, 并超越美国成长及收益型基金表现的平均值达7个百分点。

1996年迈克尔·普莱斯将海涅证券及旗下基金以超过6亿美元的价格卖给富兰克林·坦伯顿基金集团(Franklin Templeton Fund Group)。而交易的条件是迈克尔·

普莱斯必需继续管理共同系列基金两年及在富兰克林坦伯顿基金集团任职五年。1997-1998 年间，迈克尔·普莱斯所管理的共同系列基金的总资产更高达 330 亿美元左右。但在 1998 年传出迈克尔·普莱斯将自基金经理人的职位退休的消息后，基金管理资产一路下降；1998 年秋天，迈克尔·普莱斯离开共同系列基金后，基金管理总资产只剩 220 亿美元，比高峰时下降了三分之一。由此可见，迈克尔·普莱斯在投资者心目中的地位是多么崇高。

2.2 迈克尔·普莱斯的投资理念

迈克尔·普莱斯以价值投资著称，尤其喜爱复杂的交易，如并购、合并、破产、清算等可以利用超低价买进被市场严重低估的资产。在其基金投资生涯中，参与的并购案不计其数，如西尔斯(后来改名施乐百)、柯达、梅西百货(Macy's)及大通银行(Chase)和华友银行(Chemical)的合并等，皆是投资史上知名的大事。

三、迈克尔·普莱斯低估价值选股策略

3.1 策略说明

迈克尔·普莱斯是典型的价值投资者，他认为只要做对下列三件事，价值投资即可成功：

1) 股价低于资产价值 (A company selling at a discount from asset value)。

这一准则是典型的价值投资思想，即相对公司资产价值，股价处于相对低估的水平。

2) 公司经营阶层持股越高越好 (a management that owns share, The more, the better)。

这一准则考虑的是上司公司普遍存在的委托代理问题。公司经营层持股越多，则高级管理层和股票权益持有人的利益目标就越一致，相对的，委托代理间的利益分歧就减少。

3) 负债愈少愈好 (A clean balance sheet , little debt so there is less financial risk)。

这一准则考察的是公司的长期负债水平。一家运行良好的低负债公司，不仅能在当下保持健康的运作，也能在未来通过一定的举债来应对突发事件带来的冲击。

3.2 具体策略和量化实现

迈克尔·普莱斯低估价值选股法的三条原则非常清晰，结合中国市场实际，我们按如下量化方法进行选股

- 1) 股价与每股净值比小于 2；
- 2) 董监事持股比例大于市场平均值；
- 3) 负债比例低于市场平均值。

3.3 迈克尔·普莱斯低估价值选股策略的所用指标

统计迈克尔·普莱斯低估价值选股策略中所使用指标如下：

表 1：迈克尔·普莱斯低估价值选股策略中所使用指标

指标	含义
每股净值	账面价值
董事持股比例	经营层持股水平
资产负债率	负债水平

资料来源：申万宏源研究

四、迈克尔·普莱斯低估价值选股法的市场回测

4.1 测试方法介绍

我们按如下方法进行回测：

数据：2013 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）。

迈克尔·普莱斯低估价值选股策略所用指标的量化和调整如下表

表 2: 回测使用的量化指标与原指标对比

指标	含义
每股净值	每股净资产
董事持股比例	高管持股数/总股本
资产负债率	资产负债率

资料来源: 申万宏源研究

4.2 测试结果

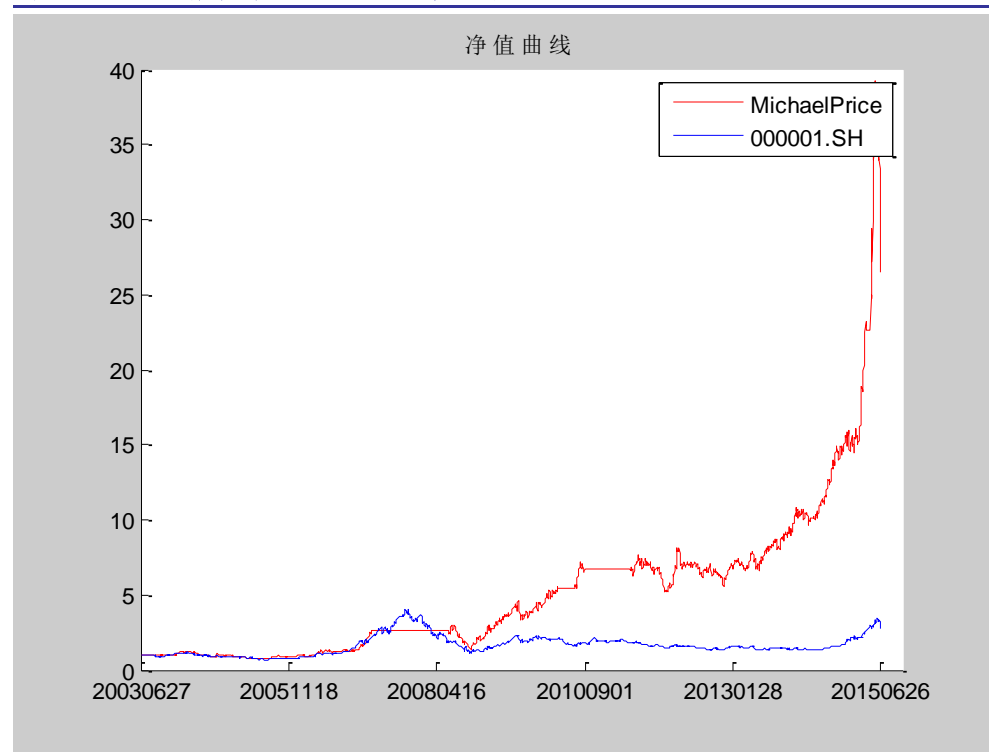
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数分别给出。

4.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 7 月, 共计 2938 个交易日。迈克尔·普莱斯低估价值选股策略在此期间的总收益率 2650.59%, 平均年化收益率 31.8%。

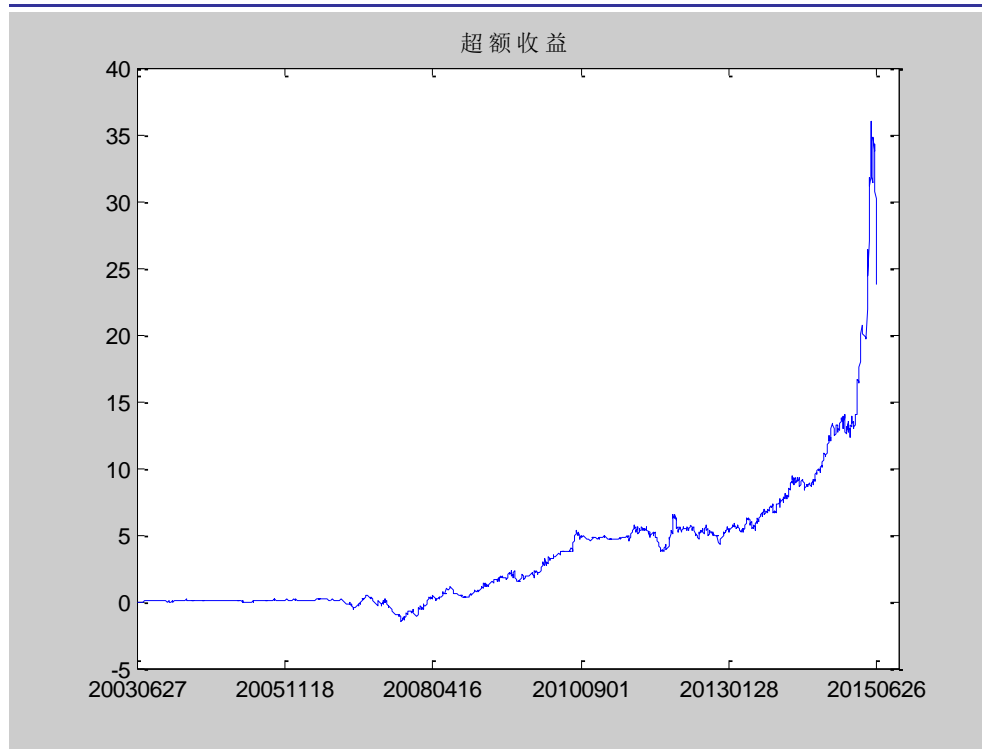
策略相对上证指数的年化超额收益率为 30.5%。

图 1: 迈克尔·普莱斯低估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: 迈克尔·普莱斯低估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 0.91。

策略组合与上证指数的 beta 值为 0.73。

策略期间最大回撤 53.91%，最大回撤时间 66 天，最大回撤期为 2008 年 6 月 28 日至 2008 年 11 月 04 日。

4.2.3 盈亏统计

2938 个交易日中获得正收益的 1303 天，盈利天数占比 44.35%。

盈利日平均每天盈利 1.59%，亏损日平均每天亏损 1.61%。盈亏比 0.98。

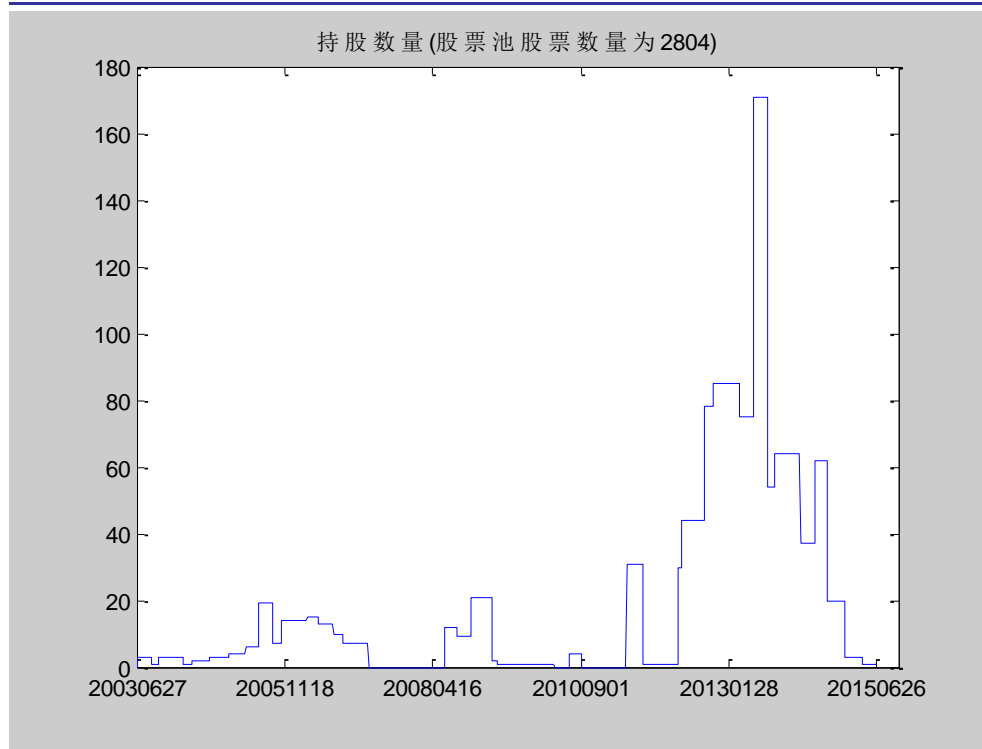
4.2.4 特殊说明

策略历史上有三个时间段内无法选出股票，导致出现三个时间段为被动空仓期，分别为 2007 年 4 月 2 日至 2008 年 6 月 26 日，2010 年 4 月 1 日至 2010 年 6 月 29 日，2010 年 9 月 1 日至 2011 年 6 月 1 日。

4.2.5 持股个数

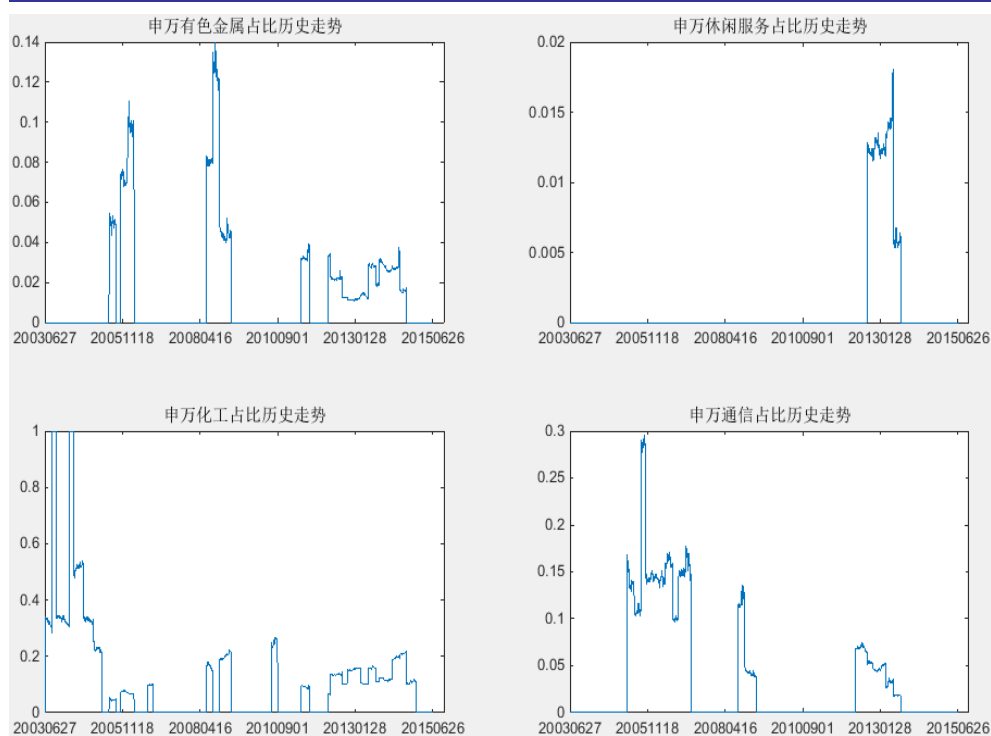
历史平均持股个数为 19 只，最少时持股 0 只，最多时持股 171 只。

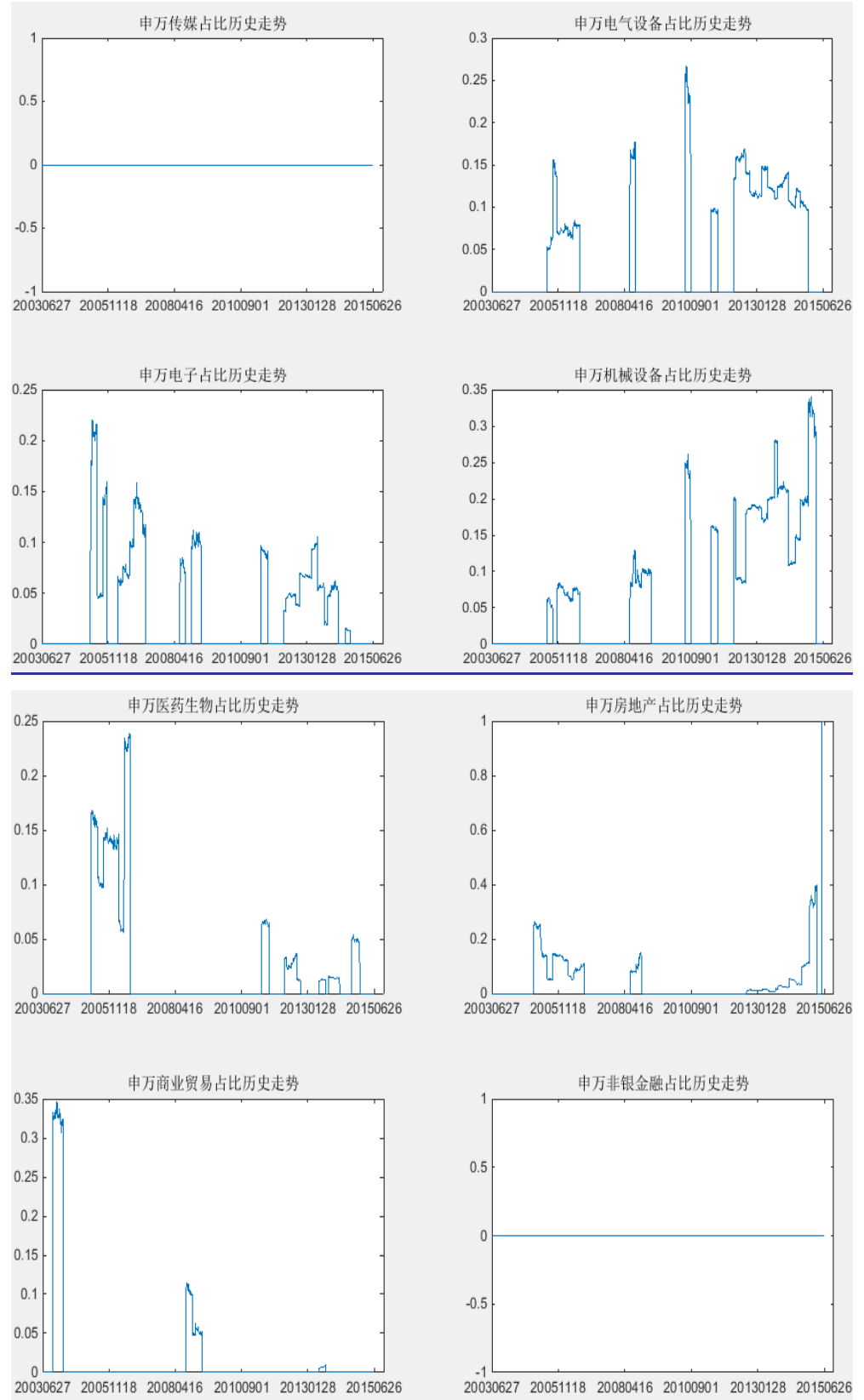
图 3: 迈克尔·普莱斯低估价值选股策略历史各期的持股个数

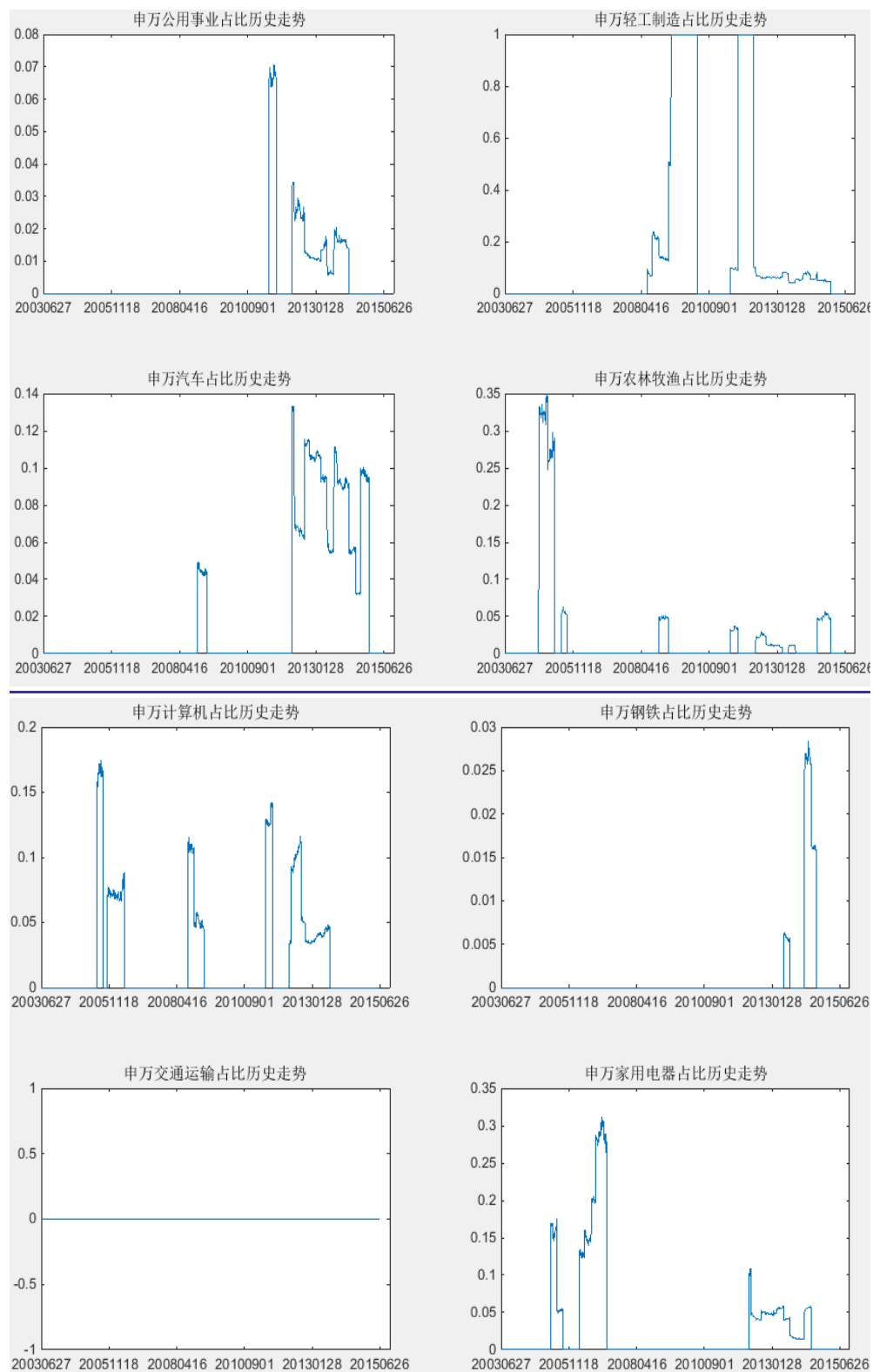


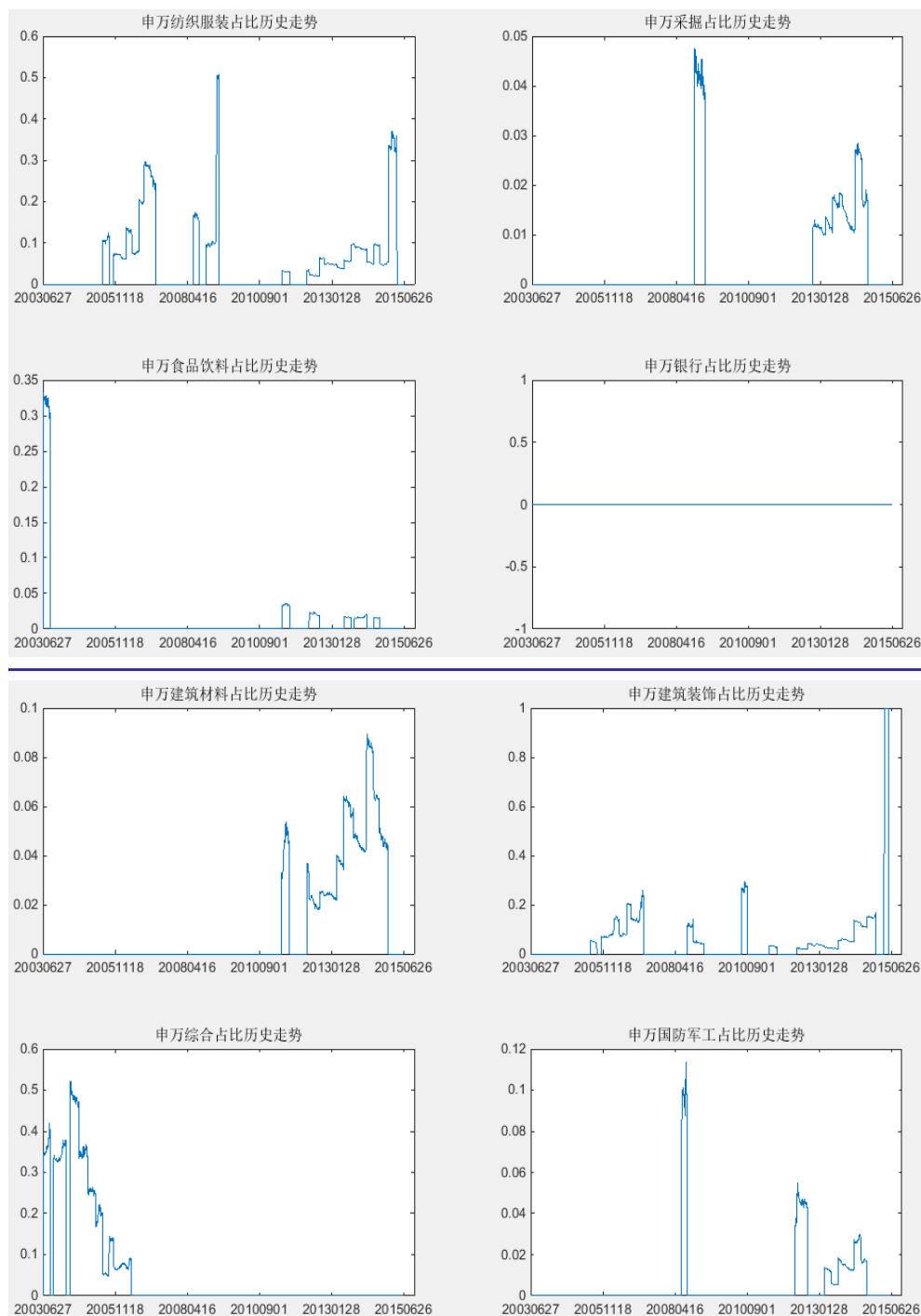
4.2.6 行业分布

图 4: 迈克尔·普莱斯低估价值选股策略的行业分布









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 日迈克尔·普莱斯低估价值选股策略持有 1 只股票, 股票如下表所示。

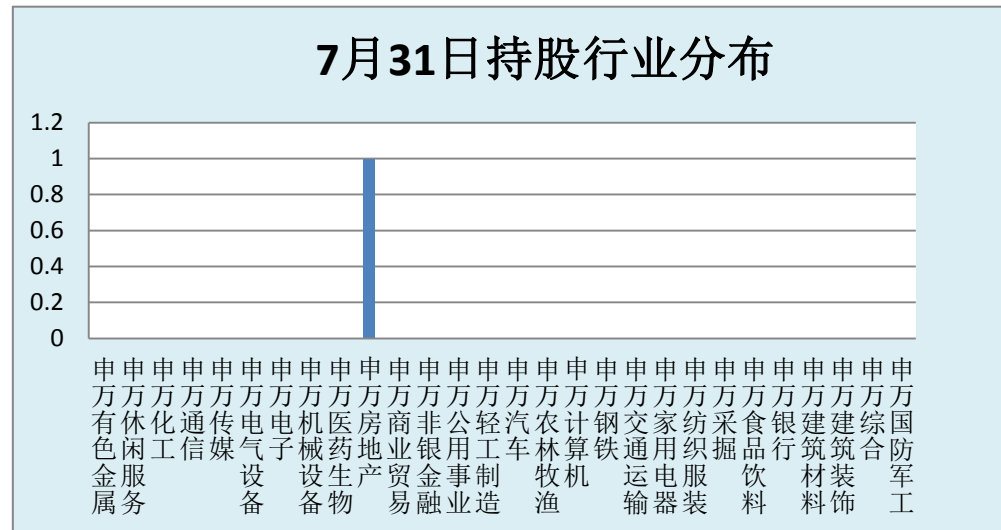
表 3：7 月 31 日迈克尔·普莱斯低估价值选股策略的持股明细

代码	名称	行业
000656.SZ	金科股份	申万房地产

资料来源：申万宏源研究

截止7月31日迈克尔·普莱斯低估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。

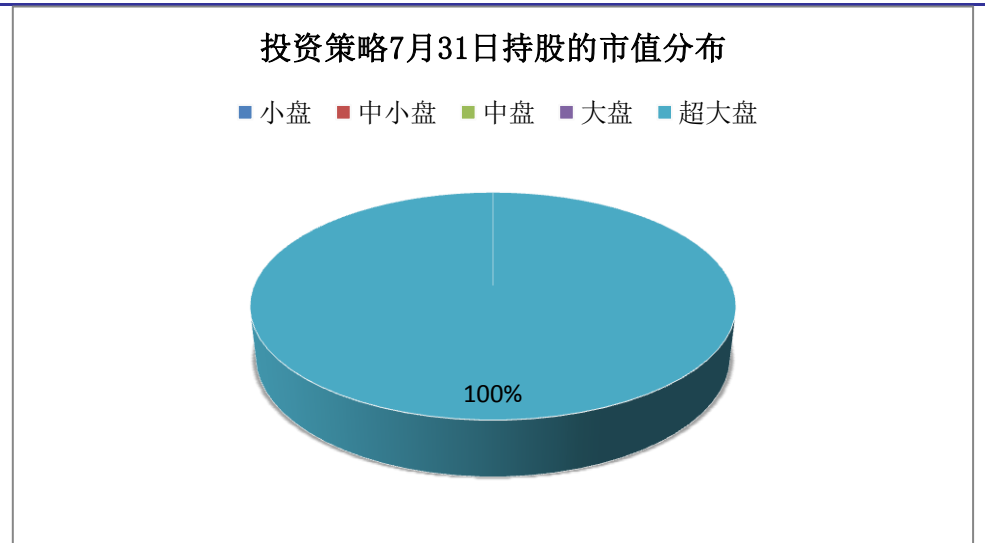
图 5：迈克尔·普莱斯低估价值选股策略 7 月 31 日持股的行业分布



资料来源：申万宏源研究

7月31日迈克尔·普莱斯低估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 6: 迈克尔·普莱斯低估价值选股策略 7 月 31 日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

五、迈克尔·普莱斯低估价值选股策略总结

作为美国传奇式的基金经理人，迈克尔·普莱斯以其出色的价值投资著称。迈克尔·普莱斯低估价值选股策略对股票的市净率（股价与每股净资产之比）、经营层持股水平和资产负债率三个维度进行了考察。

量化后的迈克尔·普莱斯低估价值选股准则比较明确，各项标准易于量化，测试过程失真程度非常小。从中国 A 股 2003 年以后的回测结果来看，迈克尔·普莱斯低估价值选股策略具备一定的投资能力，年化收益率近 33%，超额年化超额收益 31%。

需要注意的是，所测试的迈克尔·普莱斯低估价值选股策略仍不成熟。其一、在 2008 年出现过长达 66 天，幅度为 53% 的回撤。其二、策略相对基准的相对强弱波动较大，仅在 2013 年后体现出明显的相对优势。其三、策略持股个数波动很大，最高达到 171 只，易造成交易执行的问题。而当股票个数过少时，隐藏的风险和波动性加大。

我们再次提出两个简单的优化建议：一是吸收迈克尔·普莱斯低估价值选股策略中的投资理念，在原有基础上扩展筛选股的考查纬度、或者调整具体的考核指标，进一步优化考察指标的参数；二是将迈克尔·普莱斯低估价值选股策略所选出的股票作为股票池，利用其它方法进一步筛选或择时判断。

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。