



权益量化研究

2015 年 10 月 9 日

史蒂夫·路佛价值选股法则

——申万大师系列_价值投资篇之八

相关研究

史蒂夫·路佛价值选股法则

- 史蒂夫·路佛, 华尔街著名投资人, 从事投资研究行业 40 余年。其创立路佛威登资产管理公司, 并担任路佛核心投资基金的基金经理人。本篇介绍的史蒂夫·路佛价值选股法则即是路佛集团经给投资者的投资建议所提炼而成。
- 史蒂夫·路佛价值选股法则从三个角度对投资标的进行考察, 一是估值水平, 二是分红水平, 三是财务状况。从这三个角度, 路佛共提出 7 个选股标准, 均是路佛价值投资理念的重要体现。
- 史蒂夫·路佛价值选股法则中, 7 条选股非常明确, 各项标准基本均可量化。因此测试过程没有加入我们的主观, 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: 史蒂夫·路佛价值选股法则年化收益率 23.9%, 超额收益年化 19.5%, 最大回撤 67%, 胜率 57%, 盈亏比 0.87, 平均每期持股 28 个。
- 史蒂夫·路佛价值投资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 20 只。
- 最新成分股主要分布在申万机械设备和申万电气设备。从市值看, 超大盘(全市场排序最大 20%) 占比近 0%, 大盘(全市场市值 60-80%) 占比 9%, 中盘(40-60%) 占比 34%, 中小盘(20%-40%) 占 47%, 而小盘(最小 20%) 10%。

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、史蒂夫·路佛的光辉	3
1.1 投资经历和业绩	3
1.2 史蒂夫·路佛的著作	3
二、史蒂夫·路佛价值选股法则	4
2.1 策略说明	4
2.2 具体策略和量化实现	4
三、史蒂夫·路佛价值选股法则的中国市场回测	6
3.1 测试方法介绍	6
3.2 测试结果	6
3.3 最新一期成分股及行业、市值分布	12
四、史蒂夫·路佛价值选股法则总结	14

一、史蒂夫·路佛的光辉

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。

在前面的大师系列中, 介绍了本杰明·格雷厄姆等人的价值投资选股法则, 并进行策略在中国 A 股的适用性研究, 均取得了具有启发性的研究成果。本篇将介绍史蒂夫·路佛的价值选股法则。华尔街著名投资人。其创立路佛威登资产管理公司, 并担任路佛核心投资基金的基金经理人。其价值选股法则即是由路佛集团给投资者的投资建议所提炼而成, 本篇大师系列将进行此策略在中国 A 股的适应性研究, 为价值投资选股提供新思路。

1.1 投资经历和业绩

1. 担任投资经理 (1969-1981)

史蒂夫·路佛于 1969-1977 年间担任 Piper, Jaffray & Hopwood 公司的投资策略分析师, 并于 1977-1981 年间担任德州 Criterion Investment Management 公司的投资组合经理。

2. 成立路佛威登资产管理公司 (1981-)

史蒂夫·路佛于 1981 年创建路佛集团, 一个国际化的投资研究公司。1987 年开始, 路佛集团集团开始利用内部的研究成果开展证券投资业务, 正式成为资产管理公司。至 2001 年 3 月 22 日止, 路佛核心投资基金以 5 年、3 年、1 年及 3 个月报酬率皆打败 S&P500 指数的优异表现, 获得晨星公司 (Morningstar Inc.) 美国本土混合型基金类 (Domestic Hybrid) 五颗星的评价。至 2005 年, 公司管理的资产规模已经达到 10 亿美元。

1.2 史蒂夫·路佛的著作

史蒂夫·路佛 (1938-) 已经从事投资研究 40 年, 在研究成果方面, 其独特的见解经常被刊登在美国著名的研究期刊中; 在著作方面, 其 1980 年出版的《The Myths of inflation and Investing》更是投资史上的经典。

二、史蒂夫·路佛价值选股法则

2.1 策略说明

路佛集团提供给《Stock picking-The 11 Best Tactics for beating The Market》的投资方法集中体现了路佛的价值投资理念，这套选股方法即是本篇介绍的史蒂夫·路佛价值选股法则。该投资策略从三个角度对股票提出要求，其一、股票具备合理的估值；其二、股票具备一定的分红收益；其三、公司的财务状况要求健康。

以这三个角度出发选择七个指标，分别是市净率、PE、现金及等价物/股价、股息收益率、市现率、长期贷款占总资本比例、流动比率，共同构建了选股准则，形成了史蒂夫·路佛价值选股法则。这七条准则非常清晰明确，均为可直接量化实现的准则。每条准则具有明确的量化描述和判断条件，除个别部分需对中国市场调整外，我们的回测将严格按照这七条准则复制，不存在需主观判断而不能量化的准则。

在《Stock picking-The 11 Best Tactics for beating The Market》中，史蒂夫·路佛价值选股法则的原始描述见下图：

图 1 史蒂夫·路佛价值选股法则的原始描述

Book value: preferably less than 80% of the S&P400 and never over 1.5 times

Price-earnings: using 5-years average earnings, must be less than 70 percent of the S&P500 and never over 12 times

Ratio of cash per share to price per share: at least 15 percent

Dividend yield: at least equals to the S&P500 and never below 3%

Price to cashflow: less than 75 percent of the S&P500 cashflow ratio

Ratio of long-term debt plus unfunded pension liabilities to total capital: under 50 percent

Financial strength must be adequate

资料来源：申万宏源研究

2.2 具体策略和量化实现

如前文介绍，史蒂夫·路佛价值策略从三个角度对股票提出要求，而这三个角度又衍生出七个具体的选股准则，形成了投资策略的通用版本。

2.2.1 史蒂夫·路佛价值选股法则的通用版本

A. 市净率低于全市场平均值的 80%且小于 1.5 倍

- B. 以五年平均盈余计算的 PE 低于全市场平均值的 70%且小于 12 倍
- C. 每股现金至少是股价的 15%
- D. 股息收益率不低于全市场平均值且不低于 3%
- E. 股价现金流量比低于全市场平均值的 75%
- F. 长期借款加未提拨退休金负债占总资本比率低于 50%
- G. 流动比率高于全市场平均值

2.2.2 史蒂夫·路佛价值选股法则初始版本投资分析

归纳史蒂夫·路佛价值选股法则初始版本，可以大致总结策略衡量的三个方面：

1. 用市盈率、市净率、市现率、每股现金/股价来衡量股票的估值，要求买入的投资标的足够“便宜”，具有合理的估值。
2. 用流动比率、长期借款/总资本来衡量公司的偿债能力和财务结构，保证买入的投资标的具备足够强大的资产负债表。
3. 用股息收益率来衡量股票的分红水平，保证价值投资者能够获得一定的分红收益。

2.2.3 史蒂夫·路佛价值选股法则的中国化改造

结合中国投资市场的实际情况之后，在研究和回测中对部分原始标准进行调整：

- A 改为：市净率低于全市场平均值
- B. 改为：以五年平均盈余计算的 PE 低于全市场平均值
- C 改为：每股流动资产至少是股价的 30%
- D 改为：股息收益率不低于全市场平均值
- E 改为：股价现金流量比低于全市场平均值
- F 改为：长期借款占总资本比率低于 50%

2.2.4 史蒂夫·路佛价值选股法则的所用指标

统计史蒂夫·路佛价值选股法则中所使用指标如下：

表 1：史蒂夫·路佛价值选股法则中所使用指标

指标	含义
市盈率	衡量估值水平
市现率	衡量估值水平
市净率	衡量估值水平

指标	含义
每股流动资产/股价	衡量估值水平
长期借款/总资本	衡量财务状况
流动比率	衡量财务状况
股息收益率	衡量分红水平

资料来源：申万宏源研究

2.2.5 格雷厄姆企业主投资法的文献来源

《Stock picking-The 11 Best Tactics for beating The Market》 Page.5

三、史蒂夫·路佛价值选股法则的中国市场回测

3.1 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。

每月调整，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）。

3.2 测试结果

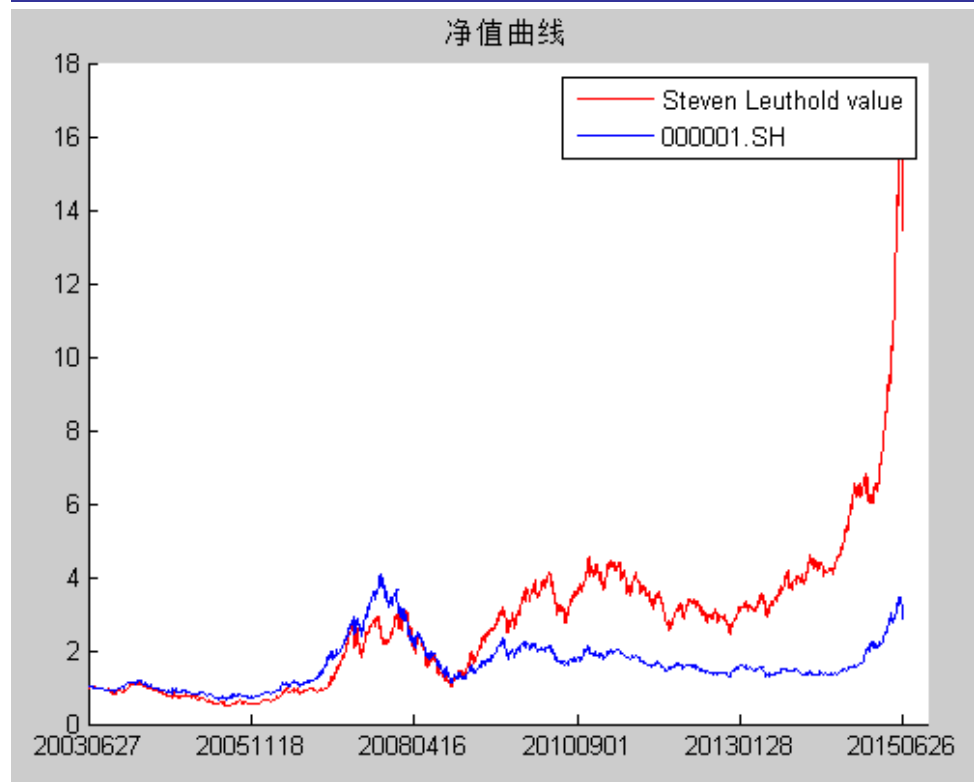
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数分别给出。

3.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 5 月 31 日，共计 2938 个交易日。史蒂夫·路佛价值交易策略在此期间的总收益率 1338.8%，平均年化收益率为 23.9%。

策略相对上证指数的年化超额收益率为 19.5%。

图 2 史蒂夫·路佛价值选股法则与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图 3：史蒂夫·路佛价值选股法则与上证指数的相对强弱



资料来源：申万宏源研究

3.2.2 风险分析

策略总体 sharp 率为 0.69。

策略组合与上证 50 指数的 beta 值为 1.07。

策略期间最大回撤 66.82%，最大回撤时间 164 天，最大回撤期为 2008 年 3 月 6 日至 2008 年 12 月 4 日。

3.2.3 盈亏统计

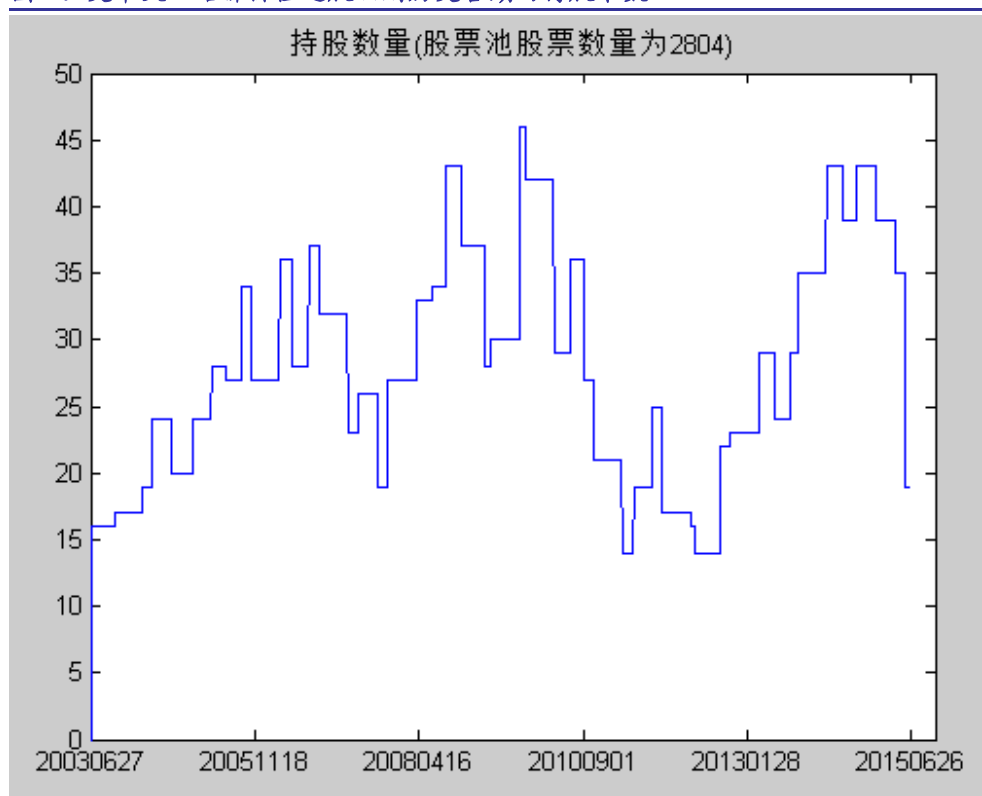
2938 个交易日中获得正收益的 1673 天，盈利天数占比 56.96%。

盈利日平均每天盈利 1.47%，亏损日平均每天亏损 1.69%。盈亏比 0.87。

3.2.4 持股个数

历史平均持股个数为 28 只，最少时持股 14 只，最多是持股 46 只。

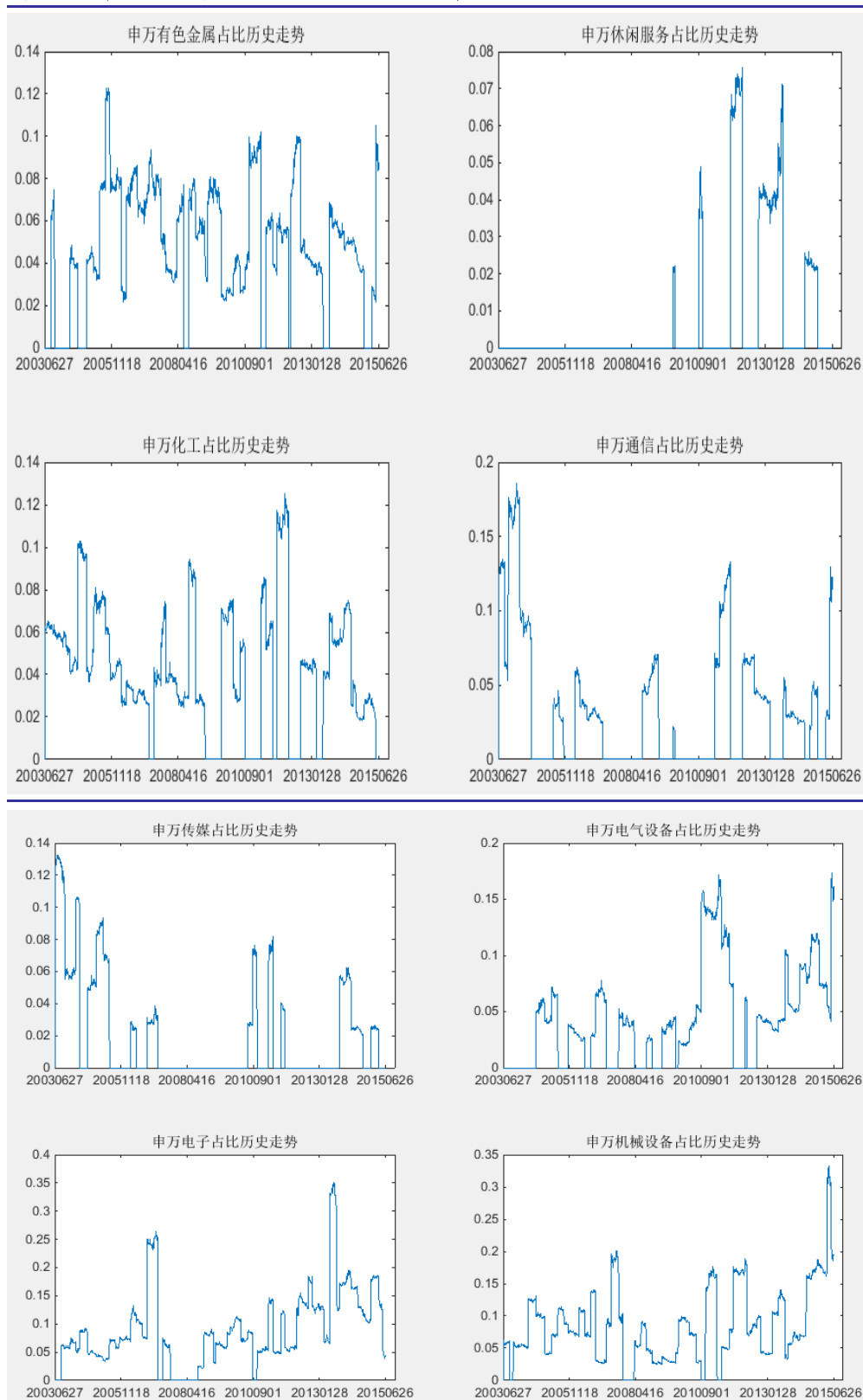
图 4：史蒂夫·路佛价值选股法则历史各期的持股个数

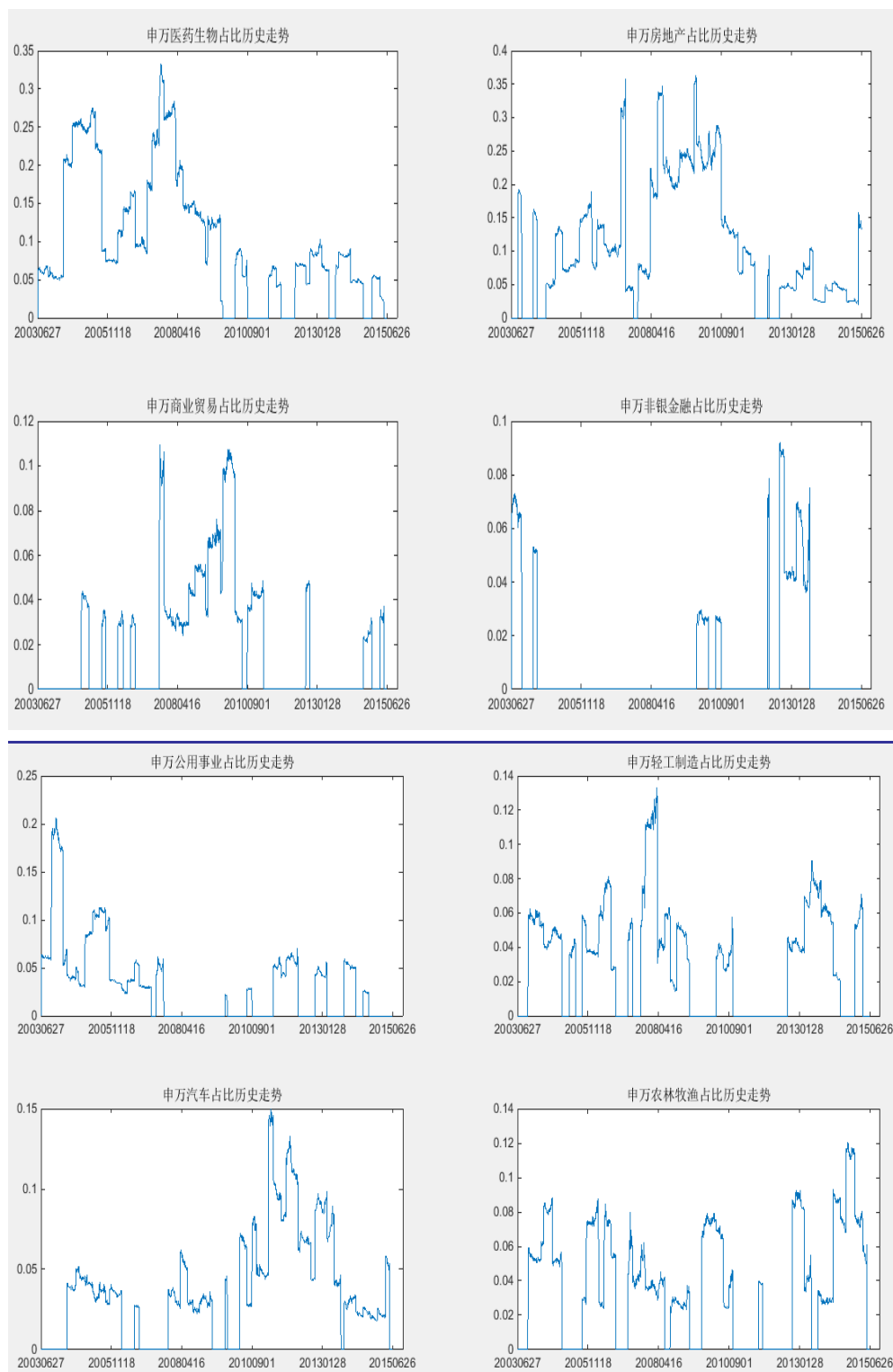


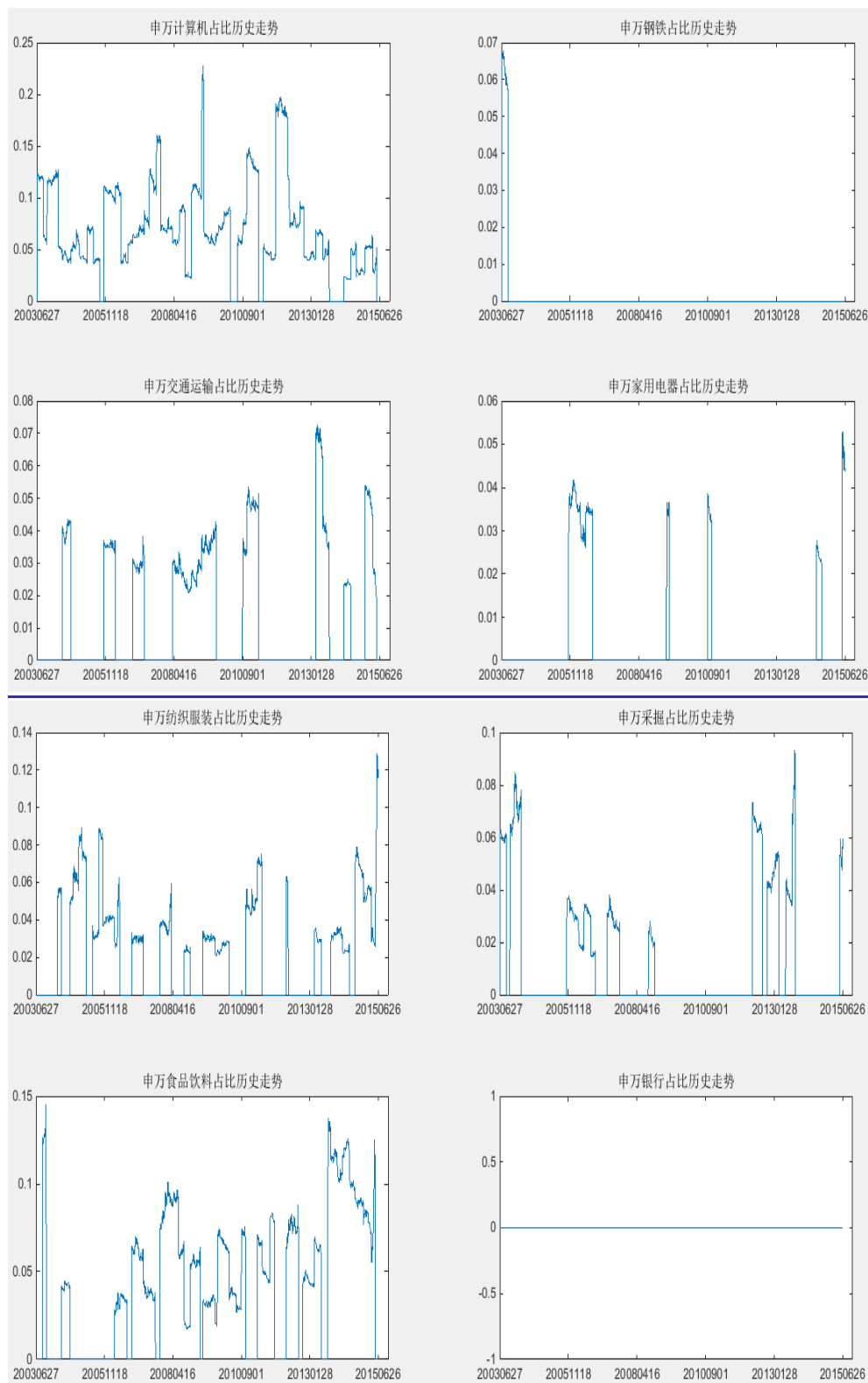
资料来源：申万宏源研究

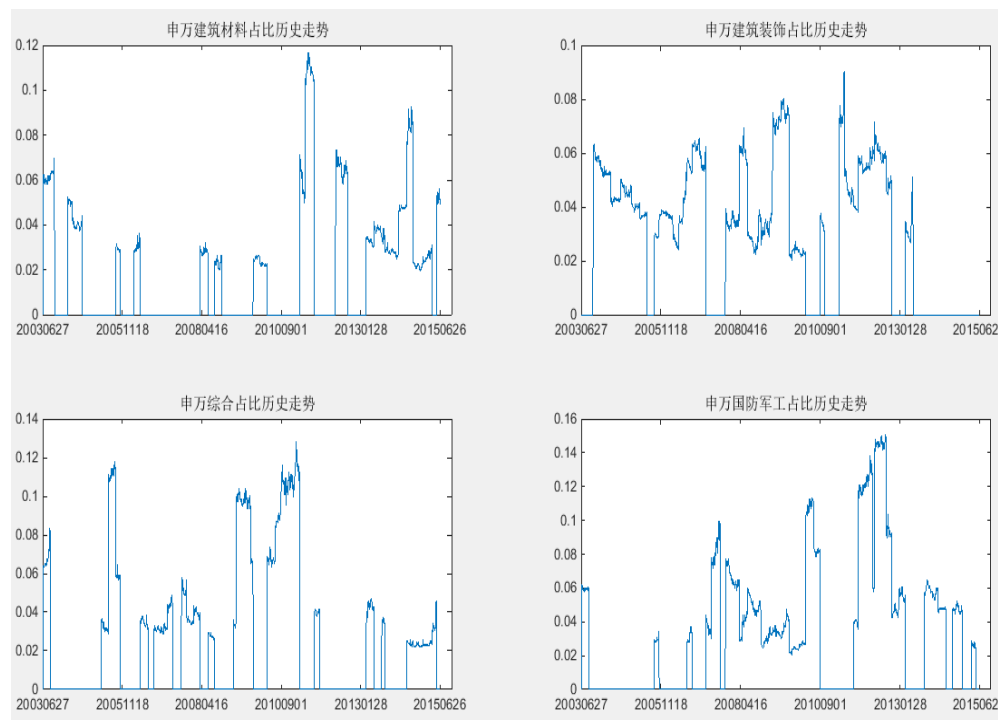
3.2.5 行业分布

图 5: 史蒂夫·路佛价值选股法则的行业分布









资料来源：申万宏源研究

3.3 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 日史蒂夫·路佛价值选股法则持有 20 只股票，下表列示其中一部分股票。

表 2： 7 月 31 日史蒂夫·路佛价值选股法则的持股明细

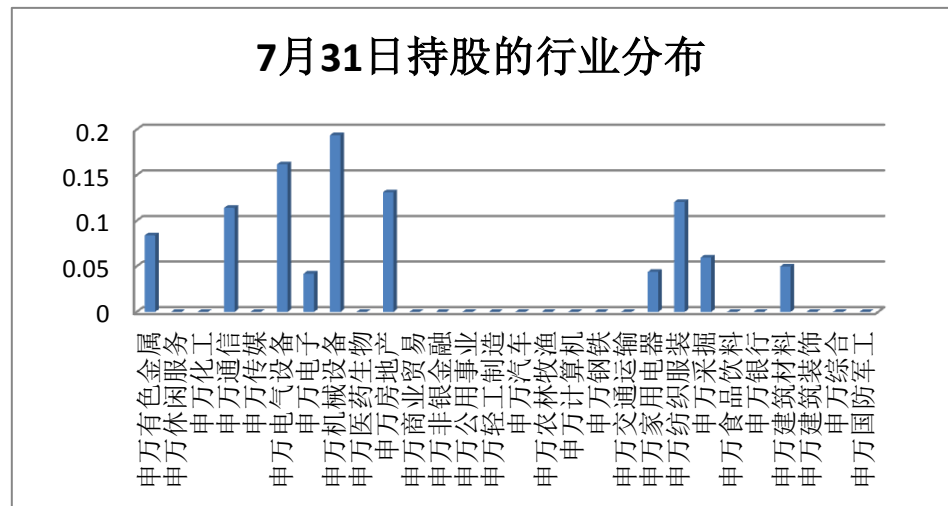
代码	名称	行业
000036.SZ	华联控股	申万房地产
000609.SZ	绵世股份	申万房地产
002036.SZ	汉麻产业	申万纺织服装
002272.SZ	川润股份	申万机械设备
002316.SZ	键桥通讯	申万通信
002356.SZ	浩宁达	申万电气设备
002392.SZ	北京利尔	申万建筑材料
002418.SZ	康盛股份	申万家用电器
002487.SZ	大金重工	申万机械设备
002526.SZ	山东矿机	申万机械设备
002613.SZ	北玻股份	申万机械设备
002638.SZ	勤上光电	申万电子
300038.SZ	梅泰诺	申万通信
300152.SZ	燃控科技	申万电气设备
300164.SZ	通源石油	申万采掘
600215.SH	长春经开	申万房地产
600290.SH	华仪电气	申万电气设备
600330.SH	天通股份	申万有色金属

代码	名称	行业
600459.SH	贵研铂业	申万有色金属

资料来源：申万宏源研究

7月31日史蒂夫·路佛价值选股法则持有成分股的行业分布（市值权重）如下图所示。

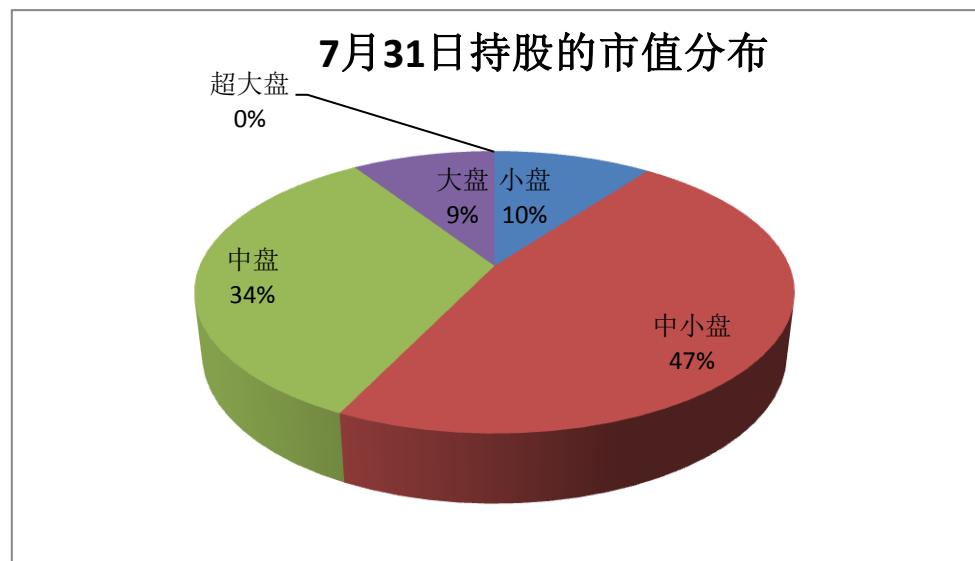
图 6：史蒂夫·路佛价值选股法则 7 月 31 日持股的行业分布



资料来源：申万宏源研究

7月31日史蒂夫·路佛价值选股法则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：史蒂夫·路佛价值选股法则 7 月 31 日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

四、史蒂夫·路佛价值选股法则总结

史蒂夫·路佛价值选股法则，是鲁佛集团提供给《Stock picking-The 11 Best Tactics for beating The Market》的投资准则。其从三个角度对投资标的进行要求，分别是合理的估值，健康的财务状况和一定的分红水平。

围绕这三个角度，提出了7个具体的选股准则，用市盈率、市现率、市净率和每股现金/股价来衡量估值水平，要求股票的价格尽量“便宜”；用长期借款/总资本和流动比率限制公司的财务杠杆，要求企业具备健康的财务状况；用股息收益率来衡量收益水平，要求满足一定的分红收益。

从中国A股2003年以后的回测结果来看，史蒂夫·路佛价值选股法则依然具备很好的投资能力，年化收益率近23.9%，年化超额收益19.5%，胜率57%。从选股效果来看说明史蒂夫·路佛的思想在中国市场依然有很强的适用性，非常值得我们沿着这六条准则所体现的思路作进一步的优化和探索。

但需要说明的是，目前我们所测试的选股法则并不能算成熟的策略，仍有不足。其一、在2008年出现过长达164天，幅度为67%的回撤，且盈亏比为0.87；其二、策略相对基准的相对强弱波动较大，仅在2008年到2011年、2013年后体现出明显的相对优势，而在其他4年间没有体现出稳定的相对优势；其三、策略持股个数波动略大，易造成交易执行的问题。当股票个数过少时，隐藏的风险和波动性加大。

我们再次提出四个简单的优化建议：一是吸收史蒂夫·路佛价值选股法则中的投资思维，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；二是对选股数量和行业分布进行调整，利用分散化投资和行业中性优势来避免策略的大幅波动，减少策略中明显不足的最大回撤指标；三是将史蒂夫·路佛价值选股法则所选出的股票作为股票池，利用其它方法进一步筛选和判断入市时机。

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。