

2015 年 10 月 14 日

# 柏顿·墨基尔成功选股法

——申万大师系列\_价值投资篇之十二

金融工程

## 相关研究

《本杰明·格雷厄姆经典价值投资法》  
《本杰明·格雷厄姆成长股内在价值投资法》  
《本杰明·格雷厄姆企业主投资法》  
《詹姆斯·奥肖内西价值投资法》  
《查尔斯·布兰德斯价值投资法》  
《三一投资管理公司价值选股法》  
《彼得·林奇基层调查选股法》  
《史蒂夫·鲁佛价值选股法则》  
《迈克尔·普里斯低估值选股法》  
《阿梅特·欧卡莫斯价值型集中投资法则》  
《罗伯特·山朋价值型投资法》

## 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

## 柏顿·墨基尔成功选股法

- “漫步华尔街的智者”柏顿·墨基尔是美国著名经济学教授，畅销书《漫步华尔街》的作者。墨基尔支持随机漫步理论(Random Walk)，认为虽然市场会出现偏离均衡的情形，但有效市场假说(EMT)本质上是正确的。
- 柏顿·墨基尔成功选股法主要在公司盈利能力，市场估值水平，概念题材和交易频率四个方面给投资者做出指导。
- 量化后柏顿·墨基尔成功选股法仅考虑公司的盈余增长率和市盈率两个指标，但在回测中表现出了对中国市场较好的适应能力。

## 回测结果

- 该回测所达到的收益水平是目前为止我们所测试的策略中表现最好的，但同时存在大幅回撤。
- 2003 年至 2015 年 7 月回测：柏顿·墨基尔成功选股法年化收益率 36.7%，超额收益年化 35.9%，最大回撤 70%，胜率 50%，盈亏比 1.03，平均每期持股 7 个。
- 柏顿·墨基尔成功选股法在中国市场体现出很强的适用性。

## 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 8 只。
- 最新成分股为康力电梯、海康威视、老板电器、奥瑞金、中国医药、南京高科、欧亚集团、中国平安。从市值看，大盘（全市场排序最大 20-40%）占比近 52%，超大盘（全市场市值最大 20%）占比 37%，中小盘（60-80%）占比 11%。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

---

一、申万大师系列研究 .....	3
二、柏顿·墨基尔 .....	3
2.1 漫步华尔街的智者 .....	3
2.2 柏顿·墨基尔的投资思想 .....	4
三、柏顿·墨基尔成功选股策略 .....	4
3.1 策略说明 .....	4
3.2 具体策略和量化实现 .....	5
3.3 柏顿·墨基尔成功选股策略所用指标 .....	5
四、柏顿·墨基尔成功选股策略的中国市场回测 .....	6
4.1 测试方法介绍 .....	6
4.2 测试结果 .....	6
4.3 最新一期成分股及行业、市值分布 .....	12
五、柏顿·墨基尔成功选股策略总结 .....	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法等十一个经典进行了回测。结果显示，这些策略在中国市场都具有不同程度的适用性。

本文将介绍另一位大师——柏顿·墨基尔（Burton G. Malkiel）。墨基尔既是国际投资界的著名人物，也是美国著名经济学教授。其著作《漫步华尔街》(A Random Walk down Wall Street- Including A life-cycle Guide to Personal Investing)更是经典的投资畅销书和必读书目。

## 二、柏顿·墨基尔

“我认为，投资者对公司进行投资的时候，首先要看的第一件东西就是公司成长。”

——柏顿·墨基尔（Burton G. Malkiel）

### 2.1 漫步华尔街的智者

柏顿·墨基尔(Burton G. Malkiel)是著名的美国投资大师，华尔街专业投资人、经济学者、个人投资者。现任普林斯顿大学(Princeton University)华友银行的讲座教授(Chemical Bank Chairman's Professor of Economic)，曾任职于史密斯巴尼(Smith Barney & Co.)投资银行部门及数家大型投资机构的董事，如先锋集团(Vanguard Group of Investment Companies)，保德信人寿(Prudential Insurance Company of America)等，也曾获聘为美国总统经济咨询委员会的委员，在学术界及投资界，均是重量级的大师级人物。

作为国际投资界的著名人物，柏顿·墨基尔还身兼美国普林斯顿华友银行总裁、美国一家投资额达 2000 亿美元的保险公司的财务委员，并为美国数家最大投资公司的董事会成员。（引自百度词条）

柏顿·墨基尔最为人所熟知的是其著作《漫步华尔街》(A Random Walk down Wall Street- Including A life-cycle Guide to Personal Investing)。该书至今仍畅销全球，是华尔街影响力量最深远的名著之一。

## 2.2 柏顿·墨基尔的投资思想

柏顿·墨基尔支持随机漫步理论(Random Walk)。他认为有效市场假说(EMT)虽然无法解释一些市场异象，但大体上是正确的，而传统的价值投资理论(Firm Foundation theory)及技术分析(Castle-in-the-air theory)并无任何预测未来股价的能力。他指出，迄今为止仍没有一种技术层面的策略能始终如一的经受市场考验。因此，墨基尔认为投资不是一门科学，而更类似于艺术。但同时，他也提出了一些简单易行的投资准则，供投资者遵循。

墨基尔认为，投资是现今时代的一种生活方式，面对普遍的通货膨胀，人们只有通过正确的投资，才能保持自己的财富不受损失，不然生活水平一定会不断下降。投资是一种乐趣，而在投资过程中学到的新知识、新见解将会让投资者更充实。股票投资是一种不仅在过去已经提供了显著的长期利润，并且在将来也将继续提供良好机遇的投资对象。

投资者为了赢利并避免亏损，总寄希望于能通过某种理论或某种技术分析手段来预测股市的涨跌。因此，股票买卖是一件具有极大风险性的活动。墨基尔指出，历史表明，无论是基本分析还是技术分析，要准确无误地预测市场的变化动态几乎是不可能的。迄今为止的研究表明，尚没有一种技术分析方法能始终如一地经受住市场考验。股票价格波动本质上是公众的博弈行动，想方设法的猜测变化无常的大众情绪是最危险的游戏。

## 三、柏顿·墨基尔成功选股策略

### 3.1 策略说明

柏顿·墨基尔认为投资者要投资成功，有三种途径。

- (1) 购买指数型基金。
- (2) 寻找杰出的基金经理人代为投资。
- (3) 进行深入分析后的自行投资

前两种方法不需要投资者投入过多精力，相对比较简单。对于投资者的自行投资股票行为，墨基尔提出了下述 4 条准则：

- (1) 只买盈余成长率大于市场平均水平超过 5 年的公司。将股票购买局限于未来能够持续 5 年获得高于平均收益增长的那些公司。

(2) 不要购买股价高于合理真实价值的股票，即购买市盈率低于市场水平或尚未被公众发现的成长股。一旦增长实现，将会获得成倍的收益；万一增长未能实现，由于市盈率偏低，损失也会较小。

(3) 购买有题材让投资人脑洞大开的股票。股市公众的心理因素在决定股价上起着重要的作用。个人及机构投资者都是有感情的人类，能在他们脑海中激起美好冲动的股票，尽管其目前增长仅为平均水平，但能在一定时期内以高价出售获利。

(4) 尽可能的减少交易次数。市场环境是不断改变的，股票投资中的相当一部分风险（但不是全部），可以通过采用长期投资的方法来消除。此外，较低的交易频率也降低了交易的成本。

## 3.2 具体策略和量化实现

由于个股是否具有让投资人畅想的题材以及交易的频率需要靠投资人的主观判断，我们在量化时暂不考虑这两条准则，而主要考察另外两条易量化准则。

结合中国市场实际，我们在每个调仓日采取选股策略如下：

(1) 连续 5 年内盈余成长率皆为正值，且排序在市场最高的前 30%；

(2) 近 4 季度市盈率为正值，且排序在市场最低的后 30%。

对于数据开始的前 5 年，由于缺少连续 5 年的盈余成长率数据，我们在这 5 年内对第一条准则采用如下方法调整：

(1\*) 调仓日之前的所有每期盈余成长率皆为正值，且在市场最高的前 15 只股票（这里将选股个数限制为 15 个的目的是为了保证每次调仓选出的股票个数相差不能太大）。

## 3.3 柏顿·墨基尔成功选股策略所用指标

统计柏顿·墨基尔成功选股策略中所使用指标如下：

表 1：柏顿·墨基尔成功选股策略中所使用指标

指标		含义
盈余成长率	获利能力	
近 4 季度市盈率	市场估值水平	

资料来源：申万宏源研究

## 四、柏顿·墨基尔成功选股策略的中国市场回测

### 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）。

柏顿·墨基尔成功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
盈余成长率	净利润（同比增长率）
近 4 季度市盈率	价格/每股收益（TTM）

资料来源：申万宏源研究

### 4.2 测试结果

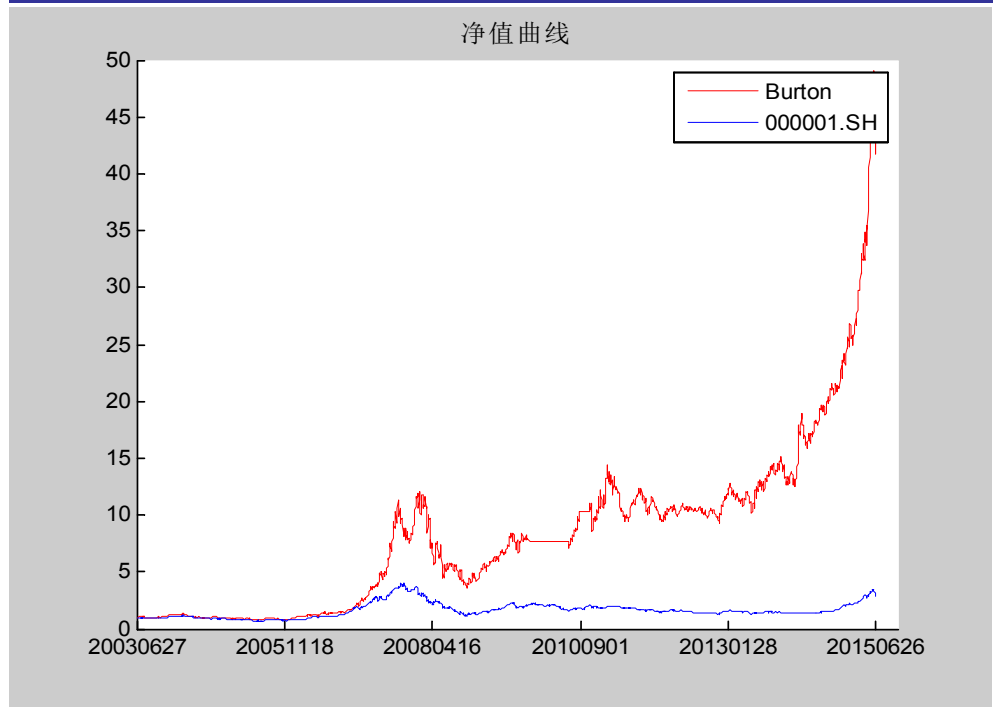
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数分别给出。

#### 4.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 7 月 31 日，共计 2938 个交易日。柏顿·墨基尔成功选股策略在此期间的总收益率 4176.87%，平均年化收益率 36.74%。

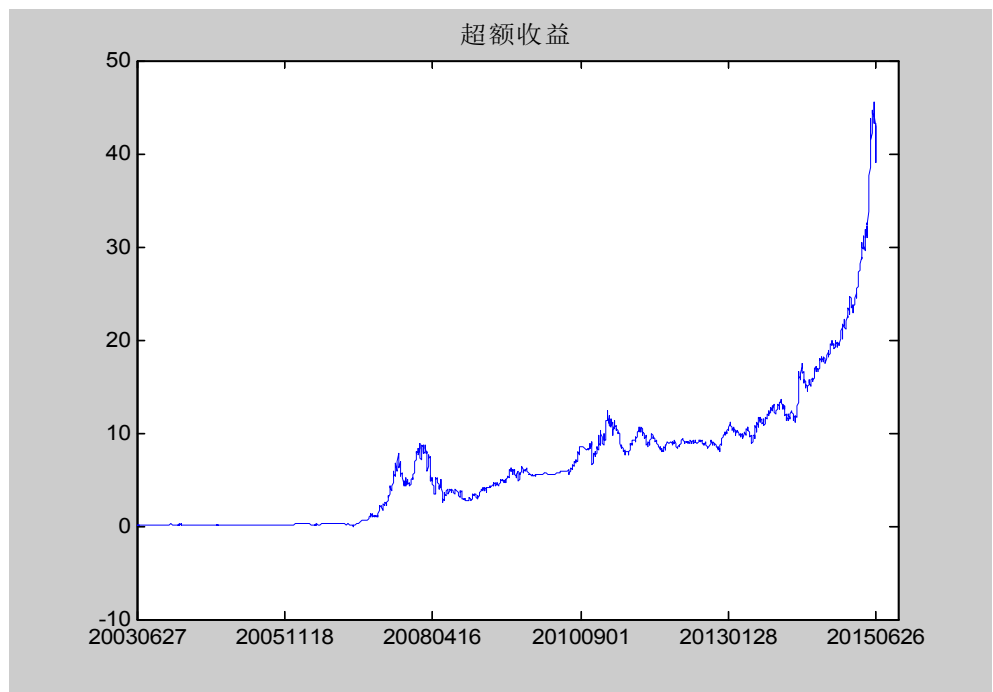
策略相对上证指数的年化超额收益率为 35.9%。

图 1 柏顿·墨基尔成功选股策略与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图 2：柏顿·墨基尔成功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 0.93。

策略组合与上证指数的 beta 值为 0.99。

策略期间最大回撤 70.19%，最大回撤时间 189 天，最大回撤期为 2008 年 1 月 24 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 1480 天，盈利天数占比 50.38%。

盈利日平均每天盈利 1.69%，亏损日平均每天亏损 1.64%。盈亏比 1.03。

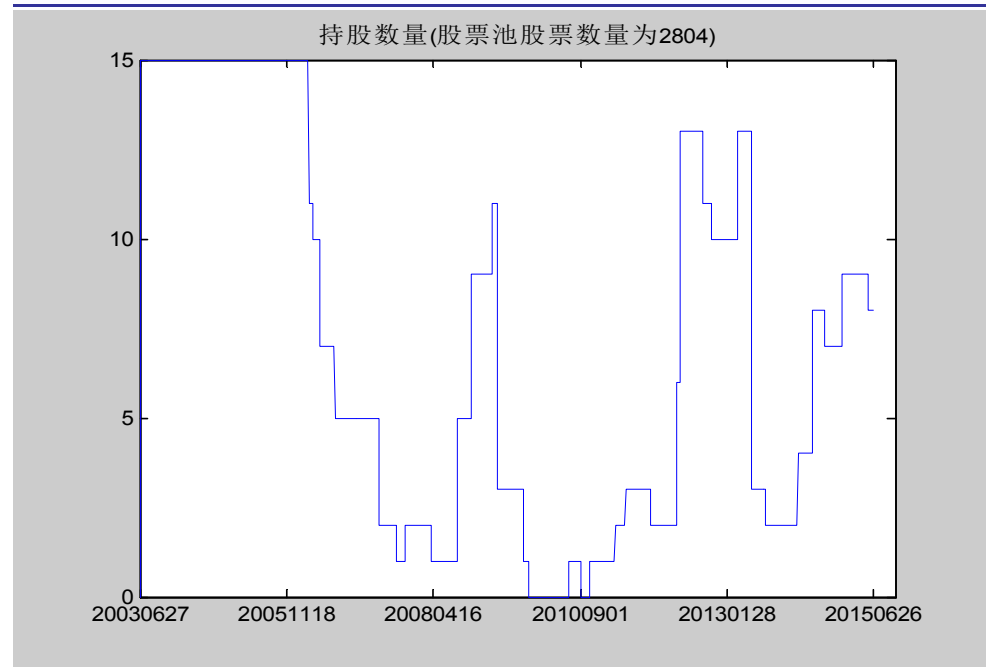
## 4.2.4 盈亏统计

策略历史上有两个时间段内无法选出股票，导致出现两段时间为被动空仓期。第一段被动空仓期是 2009 年 11 月 2 日至 2010 年 6 月 29 日；第二段被动空仓期为 2010 年 9 月 1 日至 2010 年 10 月 29 日。

## 4.2.5 持股个数

历史平均持股个数为 7 只，最少时持股 0 只，最多是持股 15 只。

图 3：柏顿·墨基尔成功选股策略历史各期的持股个数

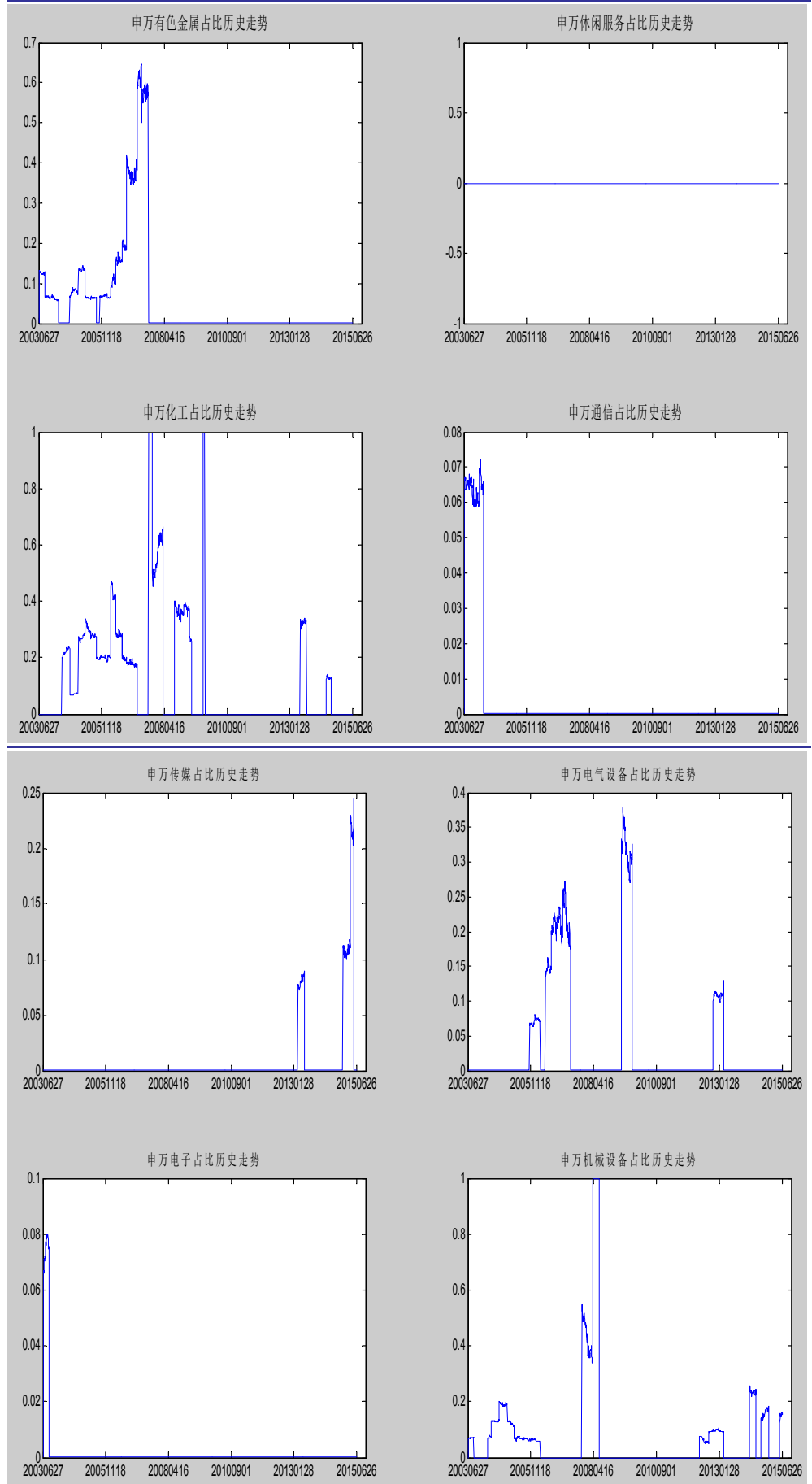


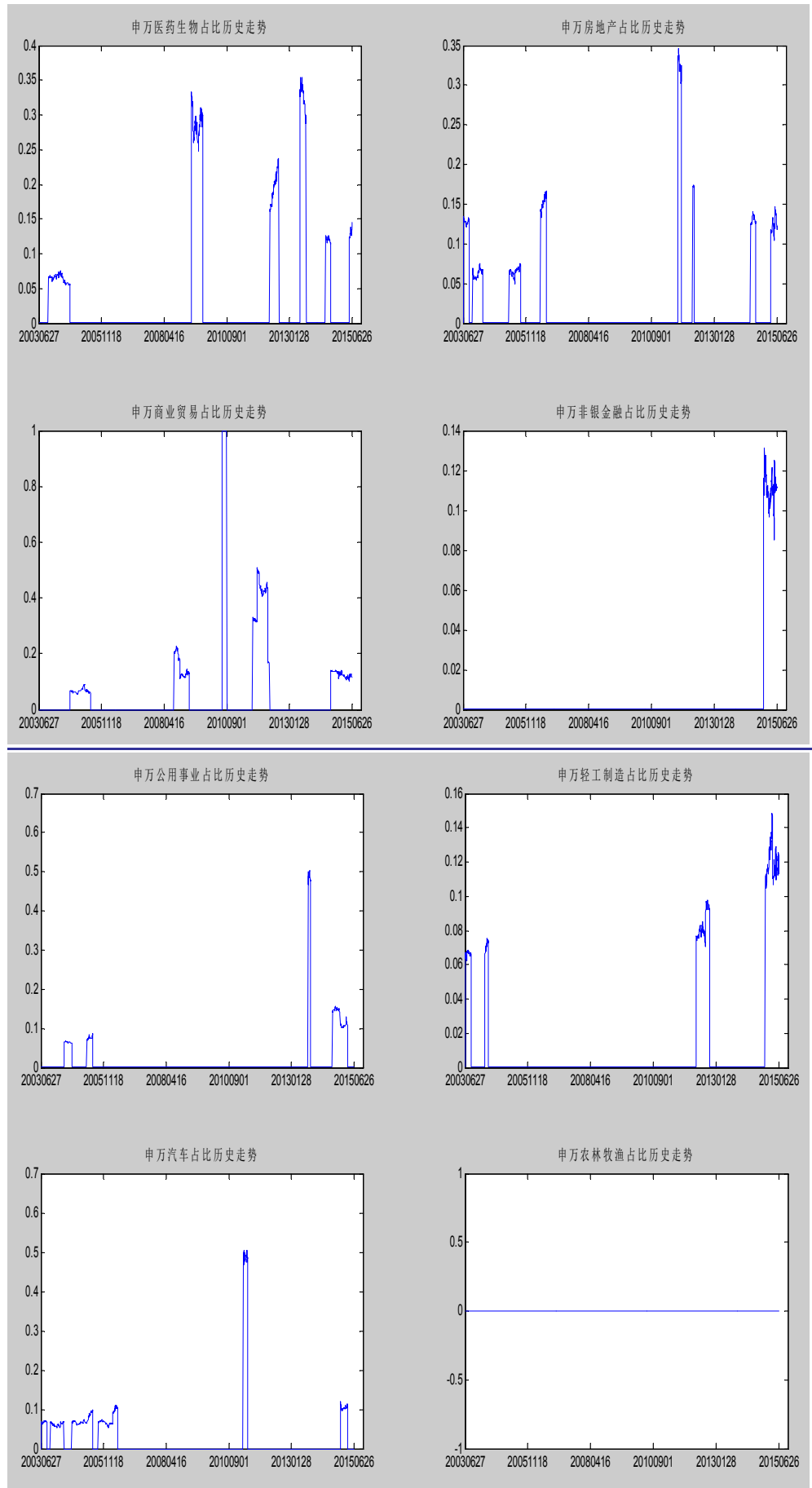
资料来源：申万宏源研究

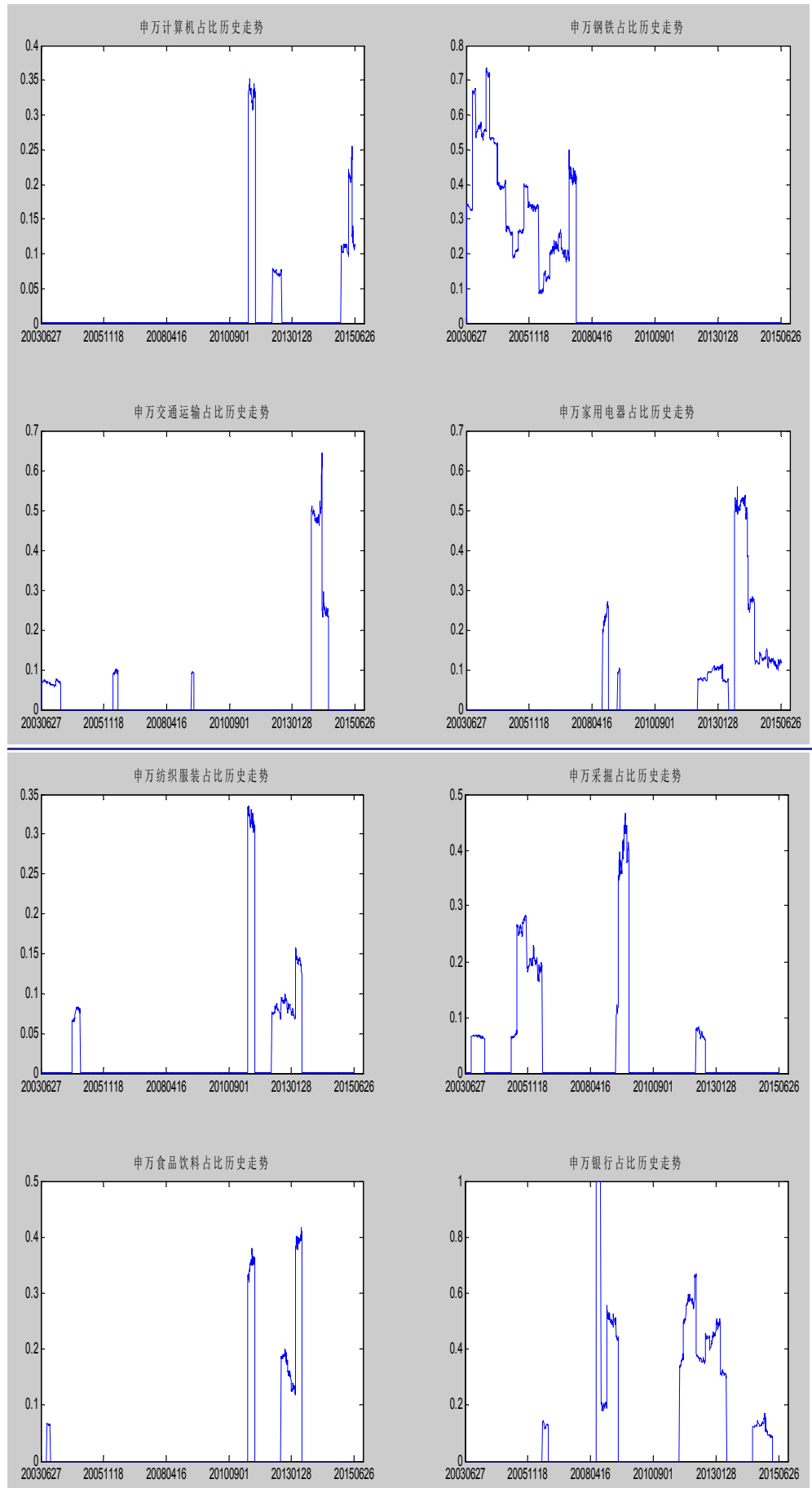
## 4.2.6 行业分布

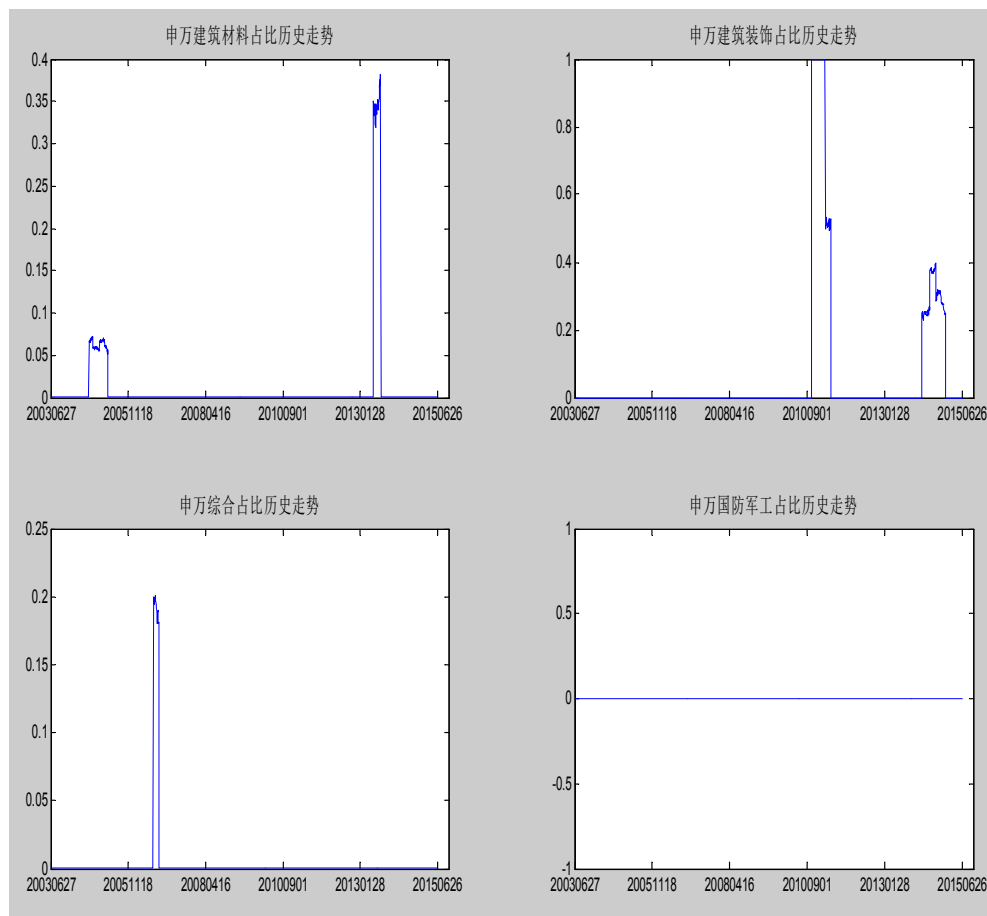


图 4：柏顿·墨基尔成功选股策略的行业分布









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 日柏顿·墨基尔成功选股策略持有 8 只股票，股票如下表所示。

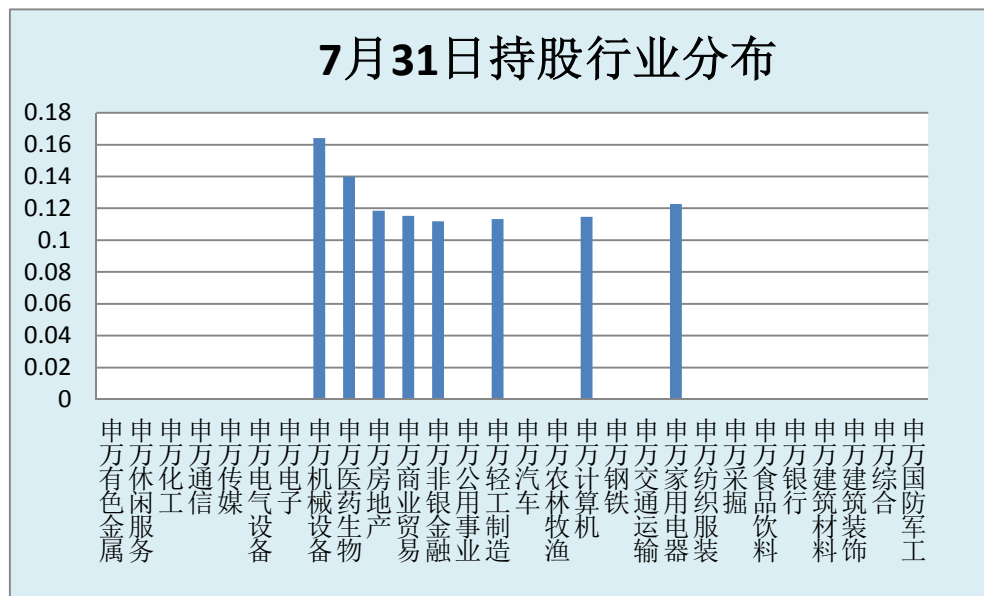
表 3：7 月 31 日柏顿·墨基尔成功选股策略的持股明细

代码	名称	行业
002367.SZ	康力电梯	申万机械设备
002415.SZ	海康威视	申万计算机
002508.SZ	老板电器	申万家用电器
002701.SZ	奥瑞金	申万轻工制造
600056.SH	中国医药	申万医药生物
600064.SH	南京高科	申万房地产
600697.SH	欧亚集团	申万商业贸易
601318.SH	中国平安	申万非银金融

资料来源：申万宏源研究

7 月 31 日柏顿·墨基尔成功选股策略持有成分股的行业分布（市值权重）如下图所示。

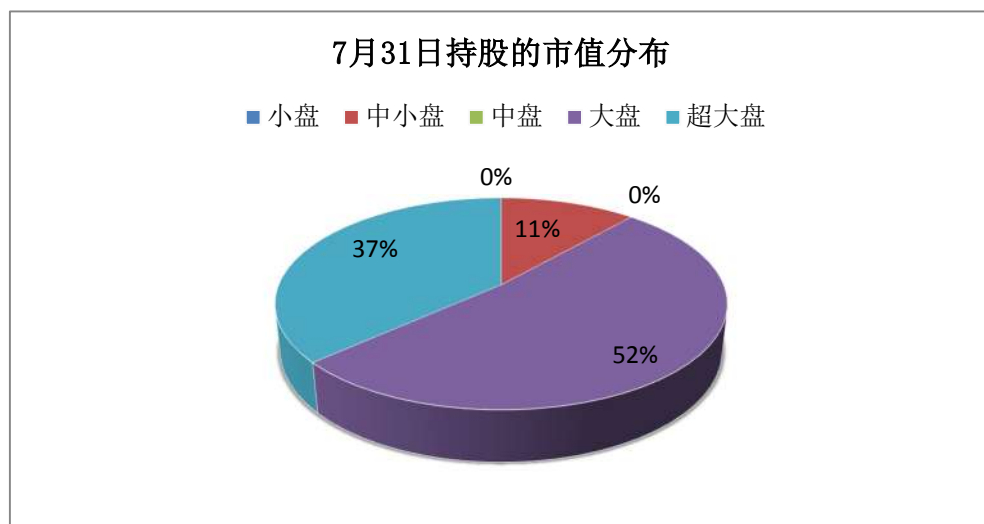
图 5：柏顿·墨基尔成功选股策略 7 月 31 日持股的行业分布



资料来源：申万宏源研究

7 月 31 日柏顿·墨基尔成功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：柏顿·墨基尔成功选股策略 7 月 31 日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

## 五、柏顿·墨基尔成功选股策略总结

柏顿·墨基尔作为随机漫步理论(Random Walk)的支持者，其成功选股策略方法的精神在于预测性的资料无用论，因此本策略所使用的指标不包含任何预测性的数

据。柏顿·墨基尔成功选股法的四条准则，分别从公司的盈利能力，市场估值水平，概念题材和交易频率四个方面给投资者做出指导。其中，前两条简洁明确易于量化，后两条则需要投资者的主观判断。

从中国 A 股 2003 年以来的回测结果来看，柏顿·墨基尔成功选股策略具备很好的投资能力：年化收益率 36.7%，超额收益年化 35.9%，最大回撤 70%，胜率 50%，盈亏比 1.03。值得注意的是，该策略的平均每期持股仅为 7 个，然而其回测所达到的收益水平却是目前为止我们所测试的策略中表现最好的，这不论对机构投资者还是个人投资者都十分具有启发意义。

需要说明的是，我们所测试的柏顿·墨基尔成功选股策略仍不成熟，其随大盘波动在 2008 年出现了 189 天的 70% 的回撤。因此，我们提出两个简单的建议。一是在应用柏顿·墨基尔成功选股策略的同时考虑对市场进行大势研判。二是吸取柏顿·墨基尔成功选股策略的投资思想，即在承认市场有效假说的前提下考察公司的持续净利润成长率与市盈率，进而在投资者原有的选股策略上进行扩充和调整

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewn@swsresearch.com">xiewn@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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。