

## 权益量化研究



2015 年 10 月 21 日

## 惠特尼·乔治小型价值股投资法

——申万大师系列\_价值投资篇之十五

## 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》  
《柏顿·墨基尔成功选股法》  
《罗伯·瑞克超额现金流选股法则》  
《麦克·劳尔集中价值选股法则》

## 证券分析师

陈杰 A0230513080006  
[chenjie@swsresearch.com](mailto:chenjie@swsresearch.com)

## 联系人

朱晓峰  
(8621) 23297313  
[zhuxf@swsresearch.com](mailto:zhuxf@swsresearch.com)

特别感谢实习生余剑峰、孔潇的研究支持

## 惠特尼·乔治小型价值股投资法

- 惠特尼·乔治(Whitney George)是华尔街著名的投资基金经理。由于长期偏爱小盘股且业绩表现突出，乔治在 2011 年被《财智月刊》评为美国小盘股基金“最佳基金经理”。
- 惠特尼·乔治小型价值股投资法从股票风格、公司运营状况和市场估值水平三个方面进行选股，关注公司的负债水平、自由现金流、总资产报酬率和资本报酬率。
- 量化后的惠特尼·乔治小型价值股投资法非常明确，且均以市场均值作为选股阈值。因此测试过程没有过多的加入我们的主观判断。

## 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：惠特尼·乔治小型价值股投资法年化收益率 12%，超额收益年化 0.58%，最大回撤 66%，胜率 24%，盈亏比 0.95，平均每期持股 4 个。
- 惠特尼·乔治小型价值股投资法在中国市场并没有体现出较明显的相对优势。

## 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 17 只。
- 最新成分股主要分布在医药生物、食品饮料、纺织服装和家用电器四个行业。从市值看，中盘（40-60%）占比 40%，小盘（全市场市值最小 20%）占比近 36%，中小盘（20-40%）占比 18%。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

一、惠特尼·乔治的光辉 .....	3
1.1 投资经历和业绩 .....	3
1.2 投资理念 .....	3
二、惠特尼·乔治小型价值股投资法则 .....	4
2.1 策略说明 .....	4
2.2 惠特尼·乔治小型价值股投资法及其投资思想分析 .....	4
2.3 惠特尼·乔治小型价值股投资法的量化 .....	5
2.4 惠特尼·乔治小型价值股投资法则的所用指标 .....	5
三、惠特尼·乔治小型价值股投资法的中国市场回测 .....	5
3.1 测试方法介绍 .....	5
3.2 测试结果 .....	6
3.3 最新一期成分股及行业、市值分布 .....	10
四、惠特尼·乔治小型价值股投资法总结 .....	12

## 一、惠特尼·乔治的光辉

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。

本篇将介绍另一位华尔街的著名投资基金经理惠特尼·乔治(Whitney George)以及他的小型价值股投资法。

### 1.1 投资经历和业绩

惠特尼·乔治(Whitney George)是华尔街著名的投资基金经理。他于 1958 年出生于俄亥俄州的代顿市(Dayton)，于 1980 年毕业于三一学院(Trinity College)并获得历史专业学士学位。之后，乔治加入了欧本海默公司(Oppenheimer & Co.)。

惠特尼·乔治的投资经历长达 30 年以上，曾任职于多明尼克公司(Dominick & Dominick, Inc.)、WR Lazard & Laidlaw, Inc.、Laidlaw, Adam & Peck 等知名证券及资产管理公司。1991 年乔治加入罗斯联合公司(Royce & Associates, Inc.)，担任副总裁及资深投资组合经理人。

乔治所管理的罗斯低价股基金(Royce Low-Price Stock Fund)，截止 2001 年 7 月底，五年、三年及一年的年平均报酬率分别达 20.19%、21.98%及 24.19%，大幅超过 S&P500 指数及罗素 2000 指数(Russel 2000 Index)，获得了基金评级机构晨星公司(Morningstar Inc.)五颗星的最高评价。

作为罗伊斯合伙人公司(Royce & Associates)联合首席投资官和投资组合经理，乔治(Whitney George)管理着包括罗伊斯第一基金、罗伊斯低价股基金、罗伊斯价值基金等在内的 12 只基金。由于长期偏爱小盘股且业绩表现突出，乔治在 2011 年 1 月被《财智月刊》评为美国小盘股基金“最佳基金经理”。

### 1.2 投资理念

乔治(Whitney George)和他的团队自称市场的“清道夫”。他们擅长投资小企业，钟情于投资股价低于 25 美元的小盘股票。他认为这些股票中有很大一部分被投资者所忽视。乔治表示，他团队的目标就是买入那些在未来三五年内股价能够翻番甚至更多的股票。尽管这些股票有可能由于经营不及预期或行业不被看好而股价大跌，但那些“具有稳定的资产负债表和长期健康股本回报的公司，特别是能够通过扩展现存业

务或者进行新的收购而在未来几年实现增长的公司”仍然值得投资。他坚信小股本企业股票会在低收益的环境下表现更好，因为小企业通常比大企业具有更高的灵活性。

乔治的投资组合中既无苹果公司的股票，也没有可口可乐这类绩优股，但乔治寻找其他基金经理不关注的“冷门”股票的策略却获得了成功。他管理的乔治低价股票基金(George's Low-Priced Stock)在前10年的年均收益超过10%，而此期间的市场收益接近于零，也正因此，罗伊斯低价股基金在2011年初被《财智月刊》评为美国小盘股基金冠军。

## 二、惠特尼·乔治小型价值股投资法则

### 2.1 策略说明

惠特尼·乔治以价值投资为核心构建了自己的投资哲学。他偏爱市值低于3亿美元的小盘股，并注重公司所持有的现金以及公司历史的投资绩效。

### 2.2 惠特尼·乔治小型价值股投资法及其投资思想分析

具体来说，有以下几条准则：

- 1) 市值低于3亿美元(typically below \$300 million in market capitalization);
- 2) 务实的资产负债表，没有负债的同时持有很多现金(rock-solid balance sheets with no debt and lots of cash);
- 3) 至少过去三至五年总资产报酬率及资本报酬率高且稳定(historically shown high returns on assets and capital ,and that have sustained those edge over at least three to five years);
- 4) 在市盈率低的时候买入(buy them at low multiples of earning);
- 5) 低市净率(low price-to-book ratios);
- 6) 低市销率(low price-to-sales ratios)。

从惠特尼·乔治的选股法则中，我们可以看到其偏爱小盘价值股的投资哲学。此外，他还从公司运营状况和市场估值水平两个方面对股票做出了要求。在公司运营健康程度上，乔治强调了负债水平、自由现金流、总资产报酬率和资本报酬率四个指标。而在投资价值方面，乔治同时使用了市盈率、市净率和市销率这三个常用价值估值指标。

## 2.3 惠特尼·乔治小型价值股投资法的量化

依据中国市场状况，我们对惠特尼·乔治小型价值股投资法量化如下

- 1) 总市值小于全市场平均市值；
- 2) 产权比率（负债总额与所有者权益总额的比率）小于全市场平均值；
- 3) 每股企业自由现金流量大于市场平均值；
- 4) 累计三年总资产报酬率大于市场平均值；
- 5) 累计三年投入资本回报率大于市场平均值；
- 6) 最近四季度市盈率小于市场平均值；
- 7) 最近一季度市净率小于市场平均值；
- 8) 最近四季度市销率小于市场平均值；

## 2.4 惠特尼·乔治小型价值股投资法则的所用指标

统计惠特尼·乔治小型价值股投资法则中所使用指标如下：

表 1：惠特尼·乔治小型价值股投资法则所使用的指标

指标	含义
总市值	上市公司总市值，表示股票风格
产权比率	负债总额与所有者权益总额的比率，衡量负债水平
每股企业自由现金流量	每股企业自由现金流量，衡量公司财务的健康程度
总资产报酬率（TTM）	即 ROA，衡量全部资产总体获利能力
投入资本回报率（TTM）	即 ROIC，衡量投入资金的使用效果
市盈率（TTM）	即 PE，衡量公司的投资价值
市销率（TTM）	即 PS，衡量公司的投资价值
市净率	即 PB，衡量公司的投资价值

资料来源：申万宏源研究

## 三、惠特尼·乔治小型价值股投资法的中国市场回测

### 3.1 测试方法介绍

我们如下方法进行回测：

数据：2003 年 5 月 1 日至 2015 年 7 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）。

## 3.2 测试结果

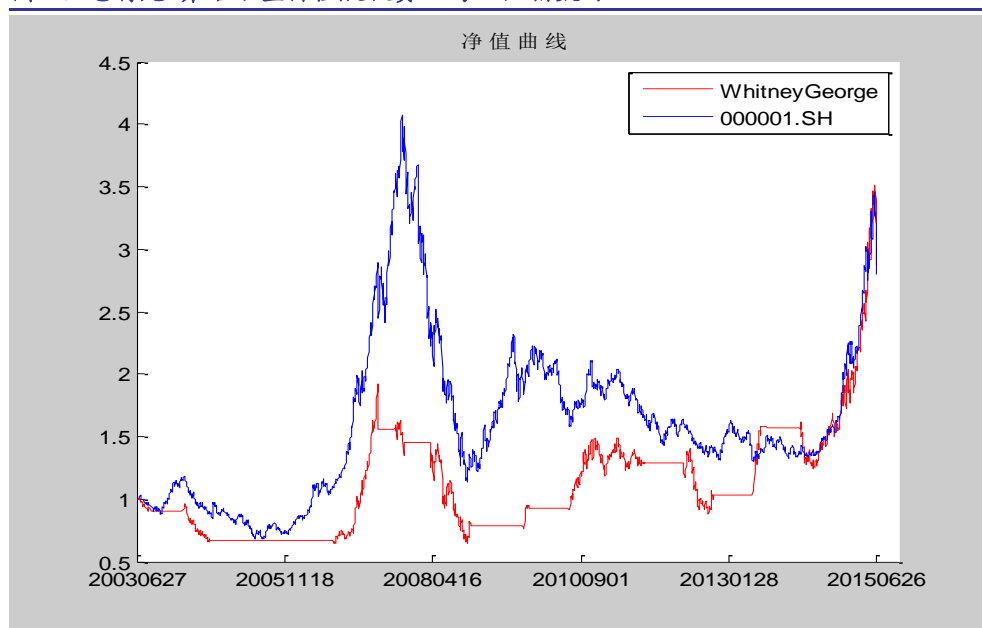
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数分别给出。

### 3.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 7 月，共计 2818 个交易日。惠特尼•乔治小型价值股投资法在此期间的总收益率 287.07%，平均年化收益率 12.40%。

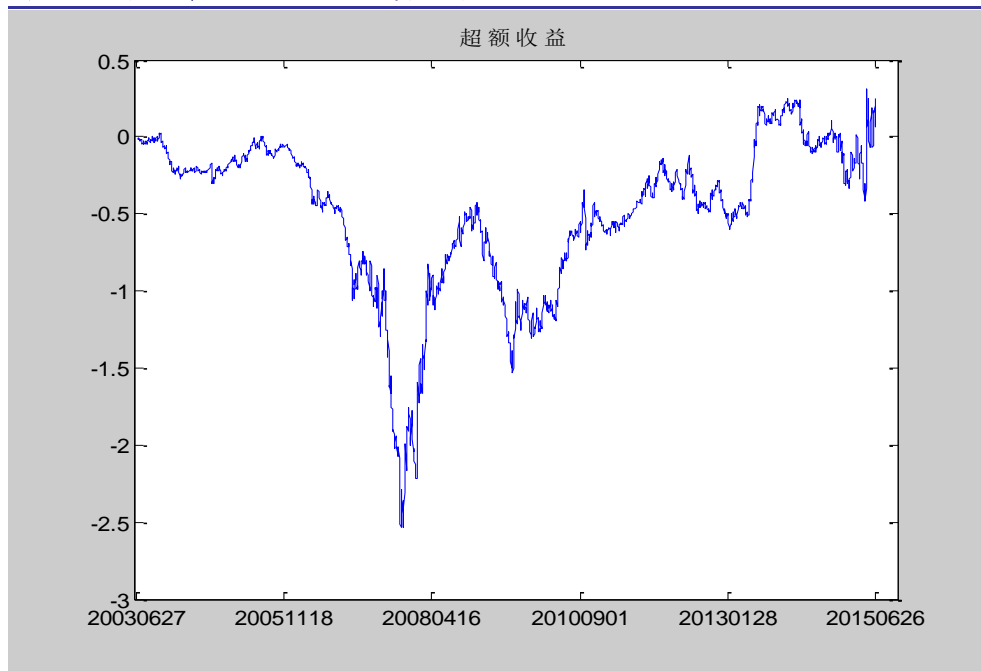
策略相对上证指数的年化超额收益率为 0.58%。

图 1：惠特尼•乔治小型价值股投资法与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图 2：惠特尼·乔治小型价值股投资法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 0.28。

策略期间最大回撤 66.32%，最大回撤时间 354 天，最大回撤期为 2007 年 5 月 29 日至 2008 年 11 月 4 日。

### 3.2.3 盈亏统计

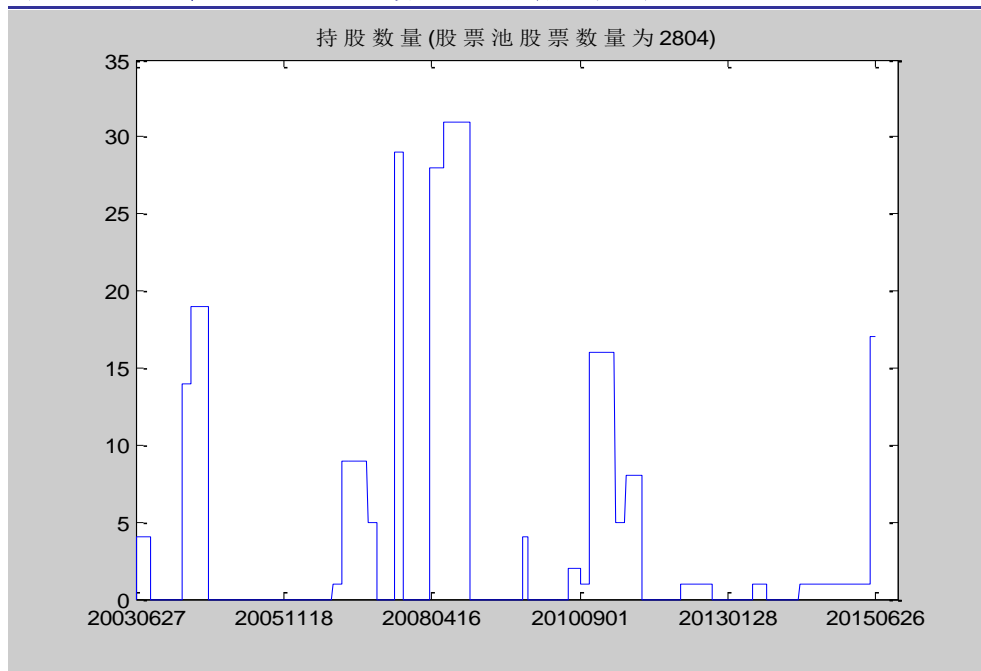
2818 个交易日中获得正收益的 678 天，盈利天数占比 24.06 %。

盈利日平均每天盈利 1.76%，亏损日平均每天亏损 1.84%。盈亏比 0.95。

### 3.2.4 持股个数

历史平均持股个数为 4 只，最少时持股 0 只，最多时持股 31 只。

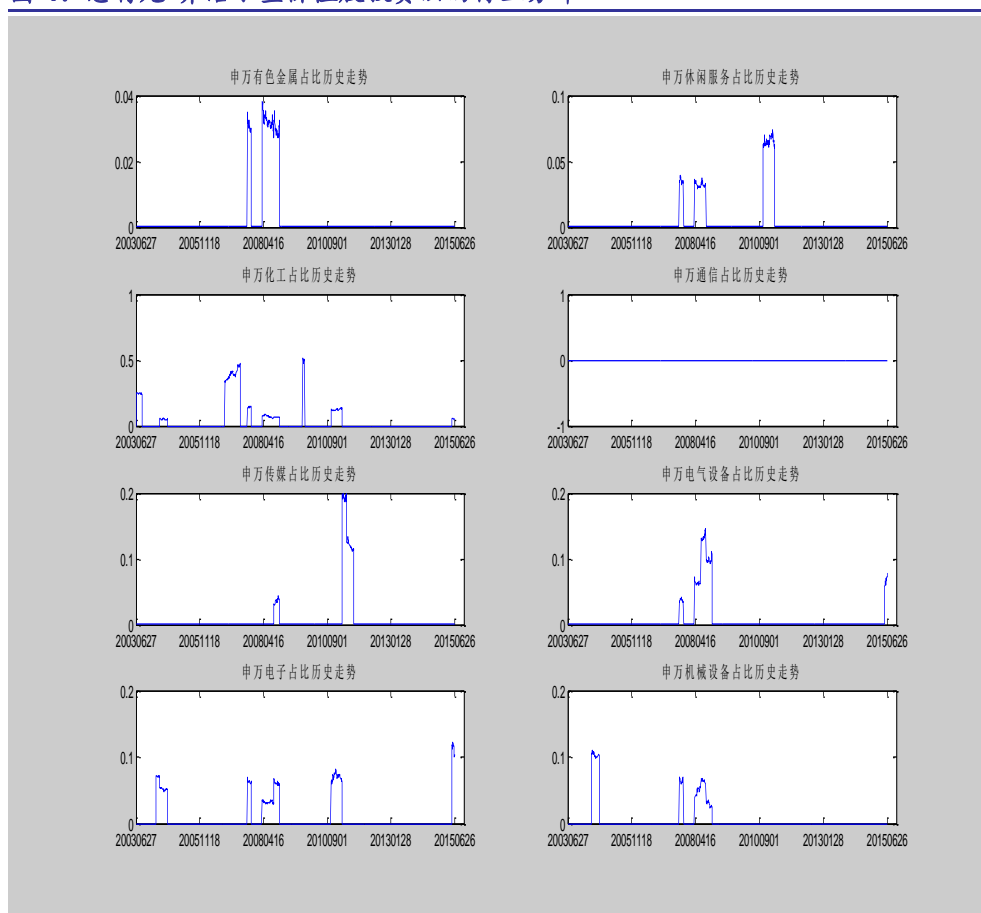
图 3：惠特尼·乔治小型价值股投资法历史各期的持股个数



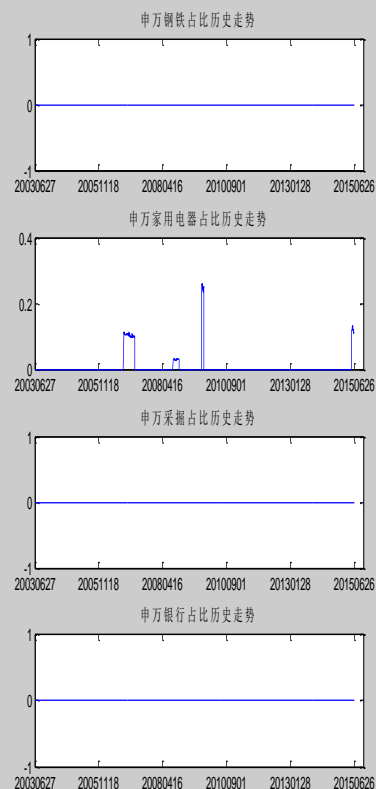
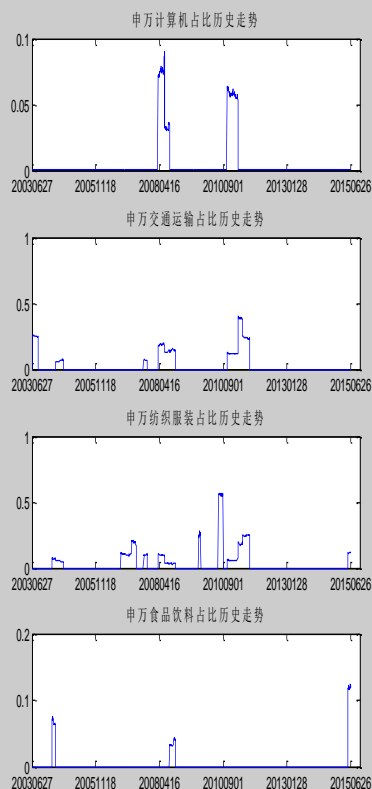
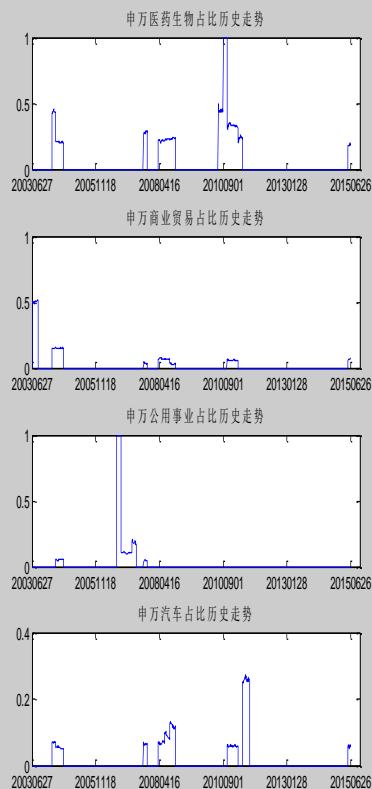
资料来源：申万宏源研究

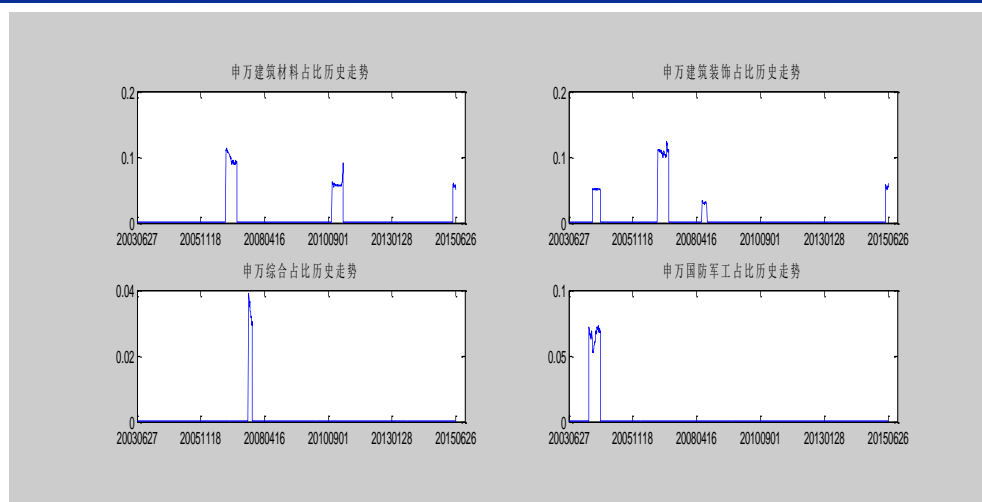
### 3.2.5 行业分布

图 4：惠特尼·乔治小型价值股投资法的行业分布









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 日惠特尼·乔治小型价值股投资策略持有 17 只股票，下表列示选出的股票。

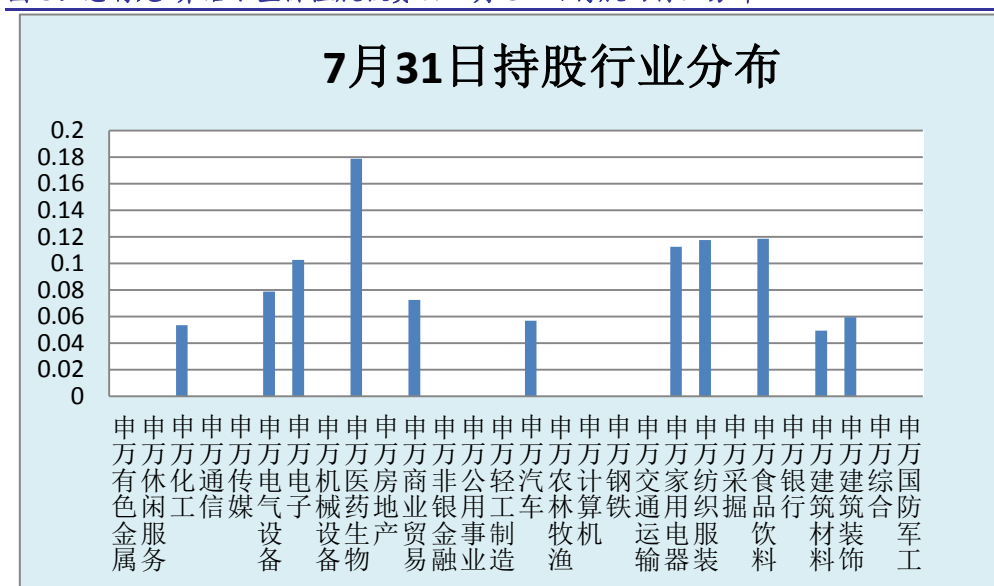
表 2: 7 月 31 日惠特尼·乔治小型价值股投资法的持股明细

代码	名称	行业
000049.SZ	德赛电池	申万电子
000915.SZ	山大华特	申万医药生物
002035.SZ	华帝股份	申万家用电器
002116.SZ	中国海诚	申万建筑装饰
002718.SZ	友邦吊顶	申万建筑材料
300360.SZ	炬华科技	申万电气设备
300396.SZ	迪瑞医疗	申万医药生物
300403.SZ	地尔汉宇	申万家用电器
600081.SH	东风科技	申万汽车
600090.SH	啤酒花	申万食品饮料
600182.SH	S佳通	申万化工
600197.SH	伊力特	申万食品饮料
600563.SH	法拉电子	申万电子
600778.SH	友好集团	申万商业贸易
600987.SH	航民股份	申万纺织服装
603168.SH	莎普爱思	申万医药生物
603518.SH	维格娜丝	申万纺织服装

资料来源：申万宏源研究

7月31日惠特尼•乔治小型价值股投资法持有成分股的行业分布（市值权重）如下图所示。

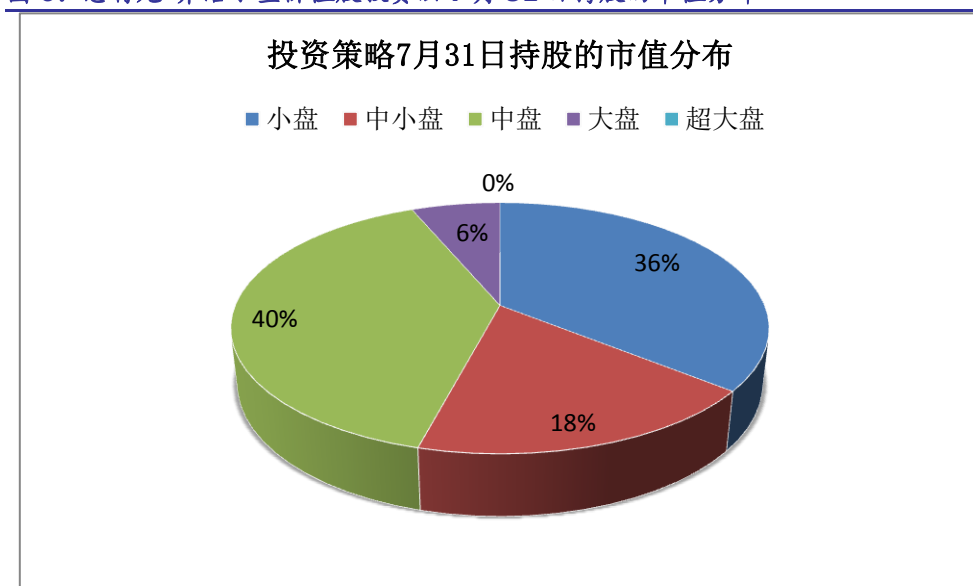
图 5：惠特尼•乔治小型价值股投资法 7 月 31 日持股的行业分布



资料来源：申万宏源研究

7月31日惠特尼•乔治小型价值股投资法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：惠特尼•乔治小型价值股投资法 7 月 31 日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

## 四、惠特尼·乔治小型价值股投资法总结

惠特尼·乔治(Whitney George)是华尔街著名的投资基金经理。由于钟情于小盘股且业绩表现突出，乔治在 2011 年 1 月被《财智月刊》评为美国小盘股基金“最佳基金经理”。惠特尼·乔治小型价值股投资法从股票风格、公司运营状况和市场估值水平三个方面进行选股，关注公司的负债水平、自由现金流、总资产报酬率和资本报酬率。经过量化后的惠特尼·乔治小型价值股投资法则非常明确，且均以市场均值作为参考阈值而没有加入过多的主观判断。

惠特尼·乔治小型价值股投资法的选股数量较少，且存在长期无持股的情况。在行业上，由于偏好小盘股，所以过去 12 年中对银行、非银、钢铁、采掘、食品饮料、通信 5 个行业没有入选股票。

从中国 A 股 2003 年以后的回测结果来看，惠特尼·乔治小型价值股投资法并没有体现出明显的相对优势。策略的年化收益率为 12%，超额年化 0.58%，sharp 比为 0.28，但出现了长达 354 天幅度为 66%的回撤。此外，策略的持股个数波动略大，在测试时期内有相当多期选不出股票。

思考原因，我们认为，不同于美国市场，中国的小盘股往往并为投资者所忽略，而成为一些概念题材的热点。这一特点或许是惠特尼·乔治小型价值股投资法并没有表现出明显优势的理由所在。而值得注意的是，惠特尼·乔治的投资法在几次空仓期有效的规避了大盘的震荡下行，说明其小型价值投资思想仍有值得我们学习借鉴的地方。

## 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。