

2015 年 9 月 15 日

# 詹姆斯.奥肖内西价值投资法

——申万大师系列\_价值投资篇之四

相关研究

## 詹姆斯.奥肖内西价值投资法

- 詹姆斯.奥肖内西一直被公认为美国重要的金融专家和股票数量分析领域的先驱。福布斯网站 (Forbes.com) 把詹姆斯.奥肖内西与本杰明.格雷厄姆, 沃伦.巴菲特和彼得.林奇一起称为“传奇的投资者”(Legendary Investors)。
- 詹姆斯.奥肖内西在其经典之作《华尔街股市投资经典》中指出, 在大多数情况下, 被动、机械化的投资系统会打败由人组成的投资系统, 即使是基金经理也不例外。
- 本文所考虑的詹姆斯.奥肖内西价值投资法考察了公司的规模水平、盈利能力和派息水平, 并结合 A 股特点, 逐步筛选出符合条件的股票。

## 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: 詹姆斯.奥肖内西价值投资法年化收益率 21%, 超额收益年化 18%, 最大回撤 69%, 胜率 53%, 盈亏比 1.00, 平均每期持股 22 个。
- 詹姆斯.奥肖内西价值投资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 22 只。
- 最新成分股主要分布在建筑装饰、交通运输、钢铁、非银金融四个行业。从市值看, 均为市值超大盘(市值排名前 20%)的“龙头股”。

### 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、詹姆斯.奥肖内西 .....	3
2.1 《华尔街股市投资经典》 .....	3
三、詹姆斯.奥肖内西价值投资策略 .....	4
3.1 策略说明 .....	4
3.2 具体策略和量化实现 .....	5
3.3 詹姆斯.奥肖内西价值策略所用指标 .....	5
四、詹姆斯.奥肖内西价值策略的中国市场回测 .....	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 .....	12
五、詹姆斯.奥肖内西价值策略总结 .....	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、企业主投资策略进行了回测。回测结果显示，“价值投资之父”格雷厄姆的策略在中国市场的有较强适用性。

本文将介绍另一位投资大师——詹姆斯·奥肖内西 (James P. O'Shaughnessy)。与格雷厄姆不同，詹姆斯·奥肖内西一直以其对股票强大的数量分析著称。他被《巴伦》(Barron's) 杂志称为“击败世界的人”和“统计怪杰”。2009年2月，福布斯网站 (Forbes.com) 把詹姆斯·奥肖内西与本杰明·格雷厄姆，沃伦·巴菲特和彼得·林奇一起称为“传奇的投资者” (Legendary Investors)。

## 二、詹姆斯·奥肖内西

詹姆斯·奥肖内西是奥肖内西资产管理公司 (O'Shaughnessy Asset Management, LLC) 的董事长兼首席执行官，该公司位于康涅狄格州斯坦福，是一家著名的投资顾问公司。

詹姆斯·奥肖内西是4本投资畅销书的作者，分别是《Invest Like the Best》, 《What Works on Wall Street》, 《How to Retire Rich》和《Predicting the Markets of Tomorrow》。其中，《What Works on Wall Street》(中译本《华尔街股市投资经典》) 通篇充满了实证的色彩。书中观点精辟且言之有据，结论具有较高的实战应用价值。这本书告诉读者，在大多数情况下，被动、机械化的投资系统会打败由人组成的投资系统，即使是基金经理也不例外，据此解释了十分之九的投资者赚不到钱的原因。

### 2.1 《华尔街股市投资经典》

詹姆斯·奥肖内西在其经典之作《华尔街股市投资经典》中描述了两两种不同类型的投资决策方法：一种是经验型的分析方法或称直觉式分析方法。这种方法以知识、经验和常识为基础。另一种则是定量分析方法。这种方法以大量数据为基础，推论出各种关系，相当于一种纯机械化的方法。

多数投资者在作出投资决策的过程中，偏向于采用第一种方法。他们太注重个人经验，而不太在意基础事实。也就是说，他们重直觉而轻事实，并且偏爱复杂程序，

而轻视简单程序。但是在一般情况下，采用直觉分析法的投资者却常常作出错误的决定，败给几乎是纯机械化的方法。奥肖内西引用《科学推理的局限性》一书的作者大卫·福斯特的一句话：“人类的判断力远远小于我们所想像的。”

詹姆斯·奥肖内西指出，采用纯机械化的股票选择方式，可以胜过百分之八十的股票投资行家。这意味着，即使我们对选股一无所知，但只要我们采用纯机械化的、非直觉型的投资分析方式，就可以让那些受过所谓良好训练和教育的投资行家们败下阵去。简单化是投资的最佳原则，这就是说，我们想得越简单，冒的风险就越小，就越是高枕无忧，赚的钱却越多。但是多数人不是将投资简单化，而是“使投资变得愈加复杂。我们追风，热衷于股市小道消息，让冲动主宰了我们的决定。我们凭直觉和股市热点判断买进还是卖出，在缺乏内在的一致性和基本投资策略的情况下，我们进行着一笔笔失败的投资。”投资高手和一般投资者都会犯相同的错误。奥肖内西写道：“直觉投资者说他们每做一个决定，都要经过客观冷静地思考，但实际上，他们并没有做到。”

奥肖内西指出：“我们必须明确在投资中策略的优越性和重要性，而不能只关注投资本身。”因此投资人应该重视对投资策略的研究。奥肖内西明确说：“市场根本不是杂乱无章的，它总是给某些策略以高额回报，而同时却在惩罚另一些策略。”

### 三、詹姆斯·奥肖内西价值投资策略

本文所讨论的詹姆斯·奥肖内西价值投资策略来源于詹姆斯·奥肖内西在《华尔街股市投资经典》中对各个股票指标的讨论。

#### 3.1 策略说明

詹姆斯·奥肖内西在《华尔街股市投资经典》一书中，对不同的股票指标给出了大量的实证结果，并以此给出了一系列的价值投资策略。以下，我们分别讨论各个指标和其对应的投资逻辑。

1. 市值——规模的重要性。大量的学术文献指出小盘股的收益要显著的大于大盘股。然而，詹姆斯·奥肖内西认为尽管小盘股收益高，但是高出的幅度不大，并且缺乏流动性。与之相对的，规模大、知名度高的“龙头股票”则可以对参考的指数实现超额收益。因此，与其选取缺乏流动性的小盘股，不如考虑大市值的“龙头股票”。

2. 价格对现金流量比率和价格对销售额比率。詹姆斯·奥肖内西指出价值投资的投资者倾向于用公司的现金流和销售额来确定其股票价值的原因就在于公司的现金流和销售额，能从不同的角度反应公司的盈利能力，并且其数字比盈利更难操纵。故利用这两个比率，符合纯机械化选股的客观性要求。

3. 股息率。詹姆斯·奥肖内西指出，在股票总收益中，股息占有相当的比例，甚至能超过一半。故价值选股应该将股票的派息水平作为一个重要考量。此外，一家公

司要对股息进行操纵几乎是不可能的——要么当期支付，要么延期支付，要么取消支付，别无其他选择。

### 3.2 具体策略和量化实现

詹姆斯.奥肖内西价值策略——以所有 A 股为样本：

1. 剔除公共事业股票和暂停交易的股票。
2. 以 1 的结果为样本，筛选出总市值大于平均市值的股票。
3. 以 2 的结果为样本，剔除每股现金流量小于 0 的股票，再筛选出股价现金流量比小于平均值的股票。
4. 以 3 的结果为样本，筛选出总股本大于平均值的股票。
5. 以 4 的结果为样本，剔除每股营收小于 0 的股票，再筛选出股价营收比小于平均值 2/3 的股票。
6. 以 5 的结果为样本，筛选出股利收益率最高的 30 只股票。

### 3.3 詹姆斯.奥肖内西价值策略所用指标

统计詹姆斯.奥肖内西价值策略中所使用指标如下：

表 1：詹姆斯.奥肖内西价值策略中所使用指标

指标	含义
总市值	相对规模
总股本	绝对规模
股价/每股现金流量	盈利能力
股价/每股营收	盈利能力
股利收益率	派息水平

资料来源：申万宏源研究

## 四、詹姆斯.奥肖内西价值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）。

詹姆斯.奥肖内西价值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
总市值	总股本*股价
总股本	总股本
股价/每股现金流量	股价/每股现金流量净额
股价/每股营收	股价/每股营业收入
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。詹姆斯.奥肖内西价值策略在此期间的总收益率 858.52%，平均年化收益率 21.57%。

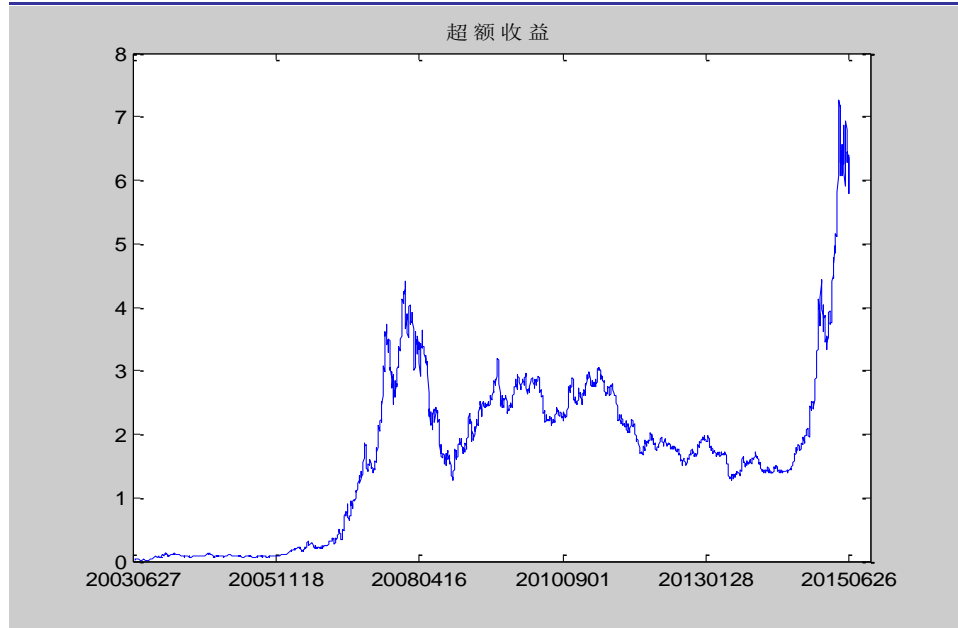
策略相对上证指数的年化超额收益率为 17.99%。

图 1：詹姆斯.奥肖内西价值策略与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图 2：詹姆斯·奥肖内西价值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 0.6985。

策略组合与上证指数的 beta 值为 1.015。

策略期间最大回撤 69.92%，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

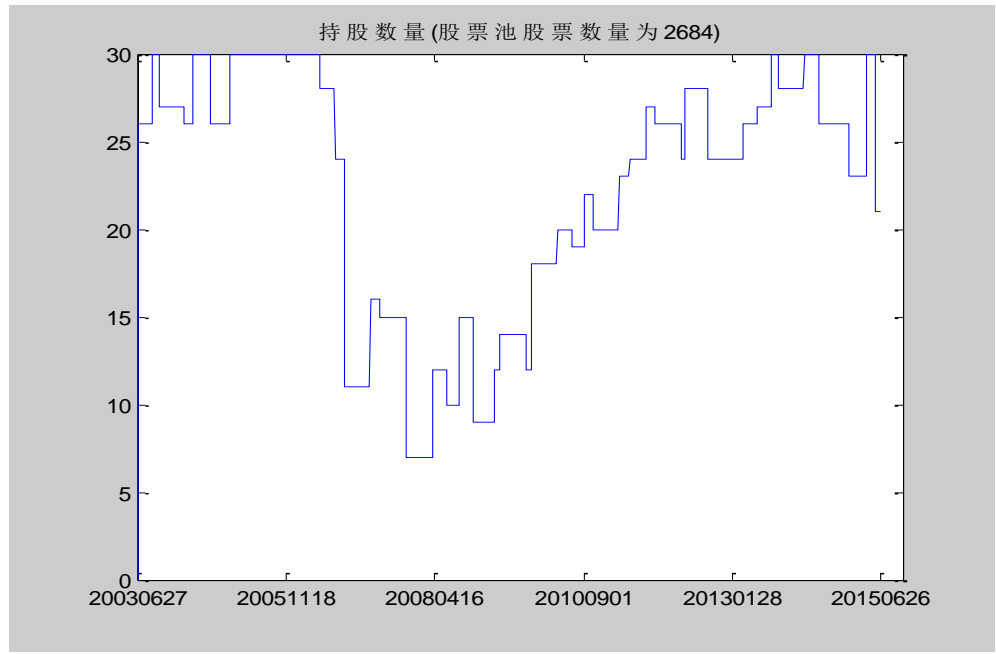
2938 个交易日中获得正收益的 1567 天，盈利天数占比 53.36%。

盈利日平均每天盈利 1.32%，亏损日平均每天亏损 1.32%。盈亏比 1.01。

#### 4.2.4 持股个数

历史平均持股个数为 22 只，最少时持股 7 只，最多持股 30 只。

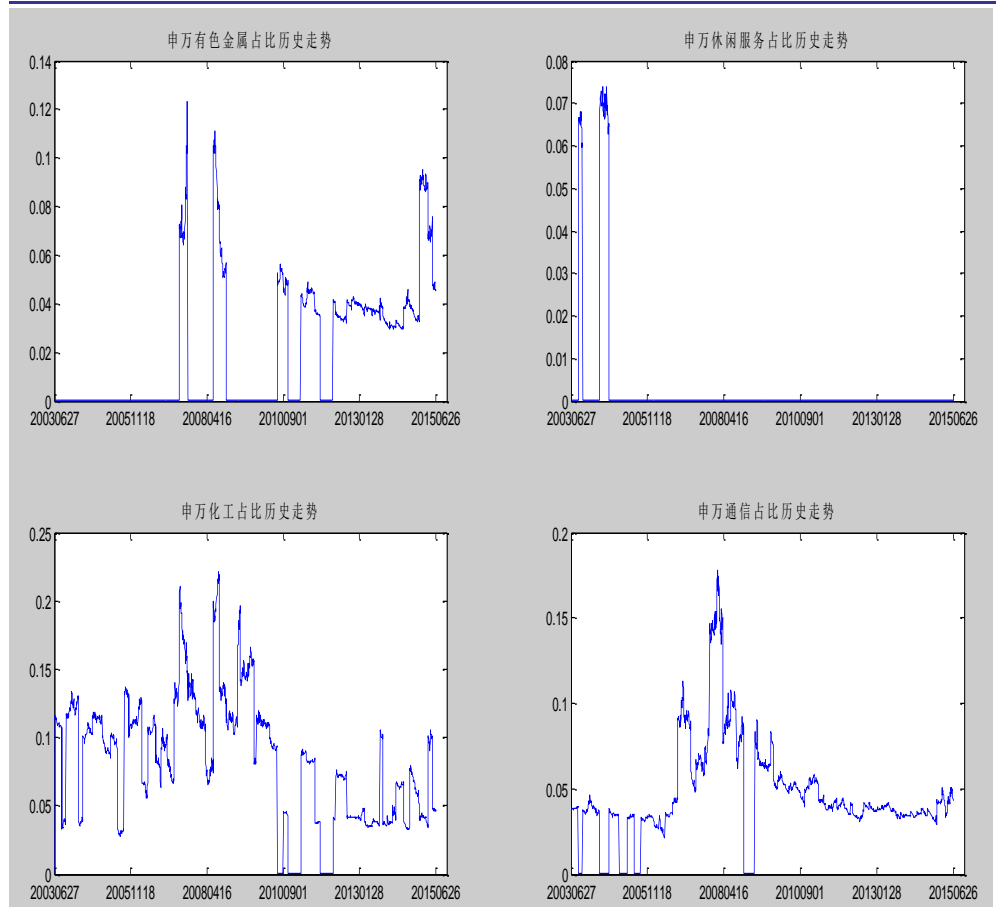
图 3：詹姆斯.奥肖内西价值策略历史各期的持股个数



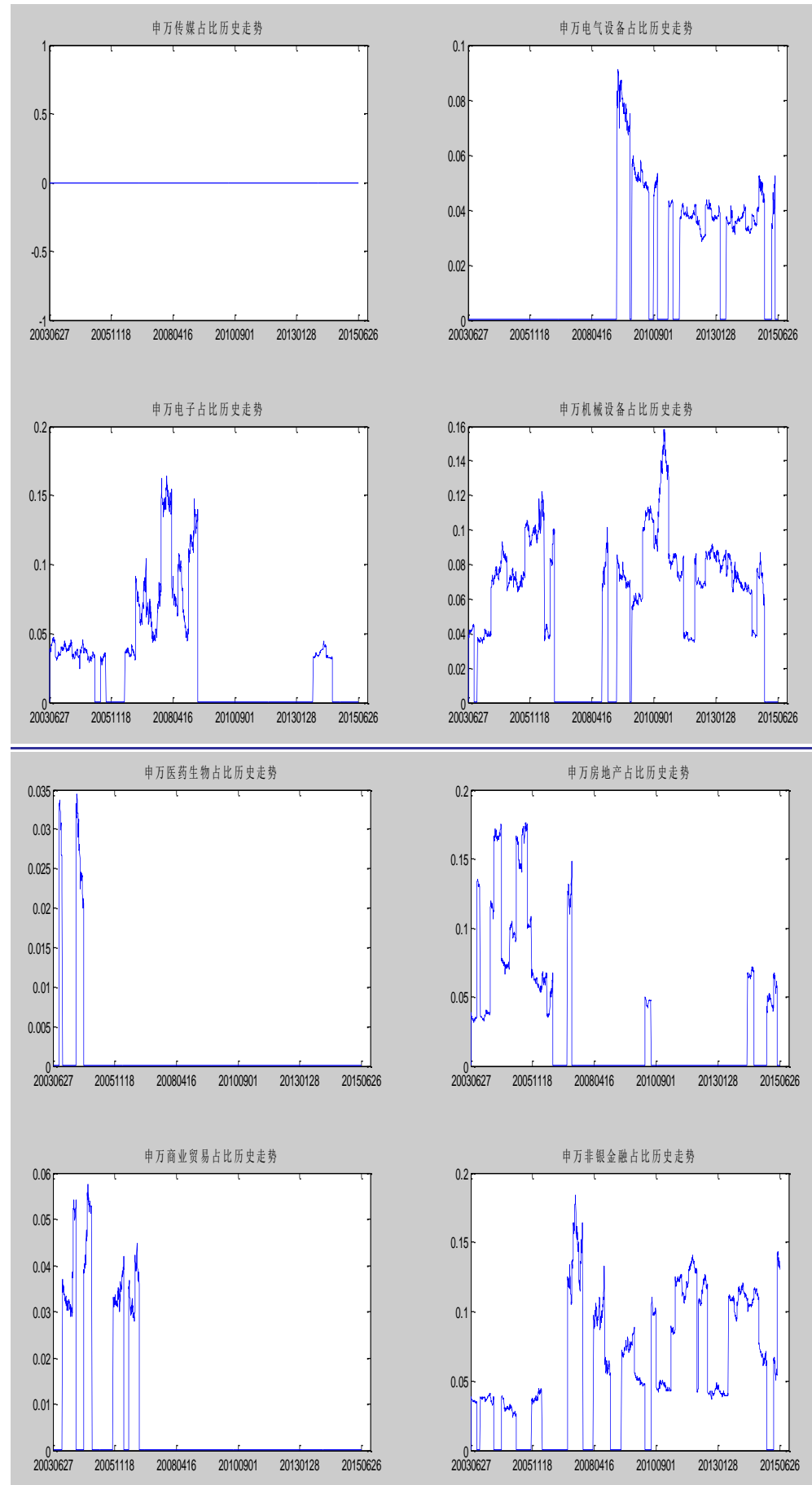
资料来源：申万宏源研究

#### 4.2.5 行业分布

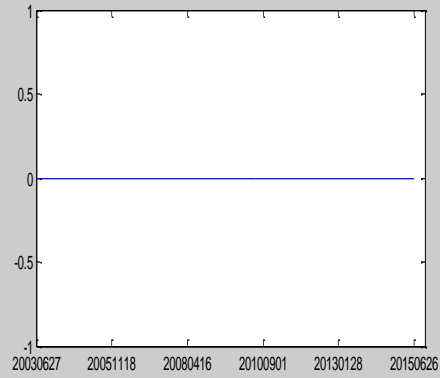
图 4：詹姆斯.奥肖内西价值策略的行业分布



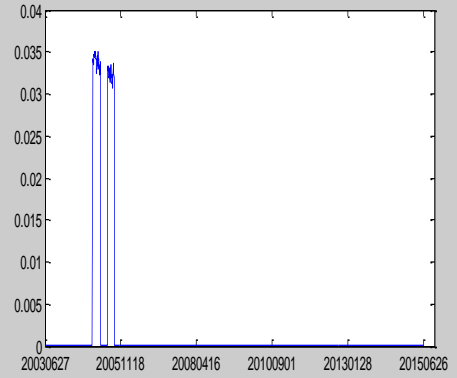




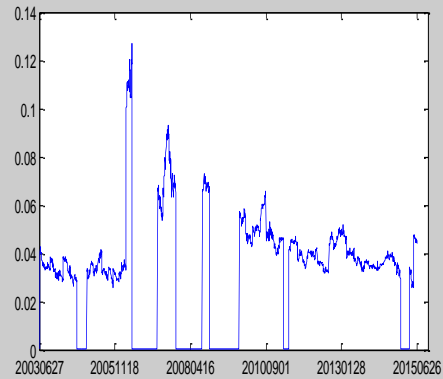
申万公用事业占比历史走势



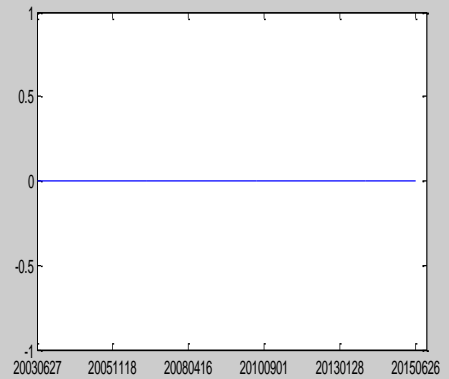
申万轻工制造占比历史走势



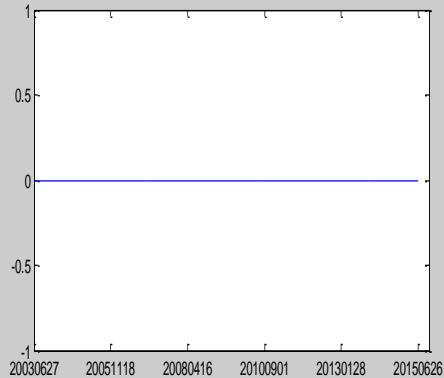
申万汽车占比历史走势



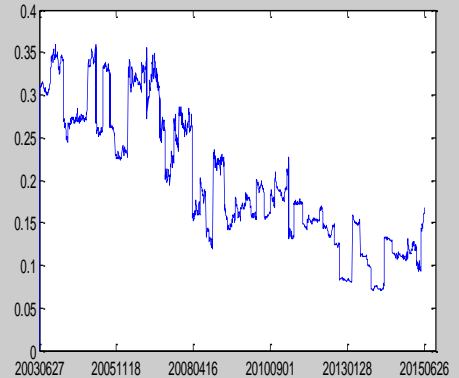
申万农林牧渔占比历史走势



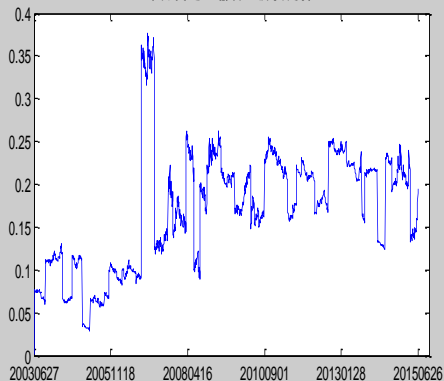
申万计算机占比历史走势



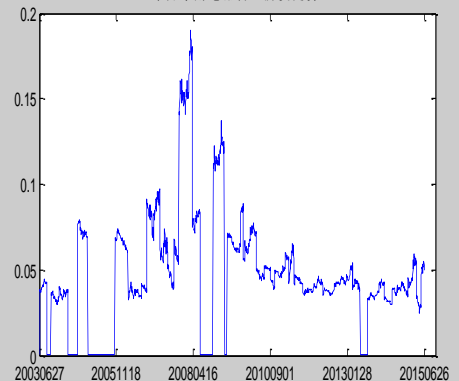
申万钢铁占比历史走势

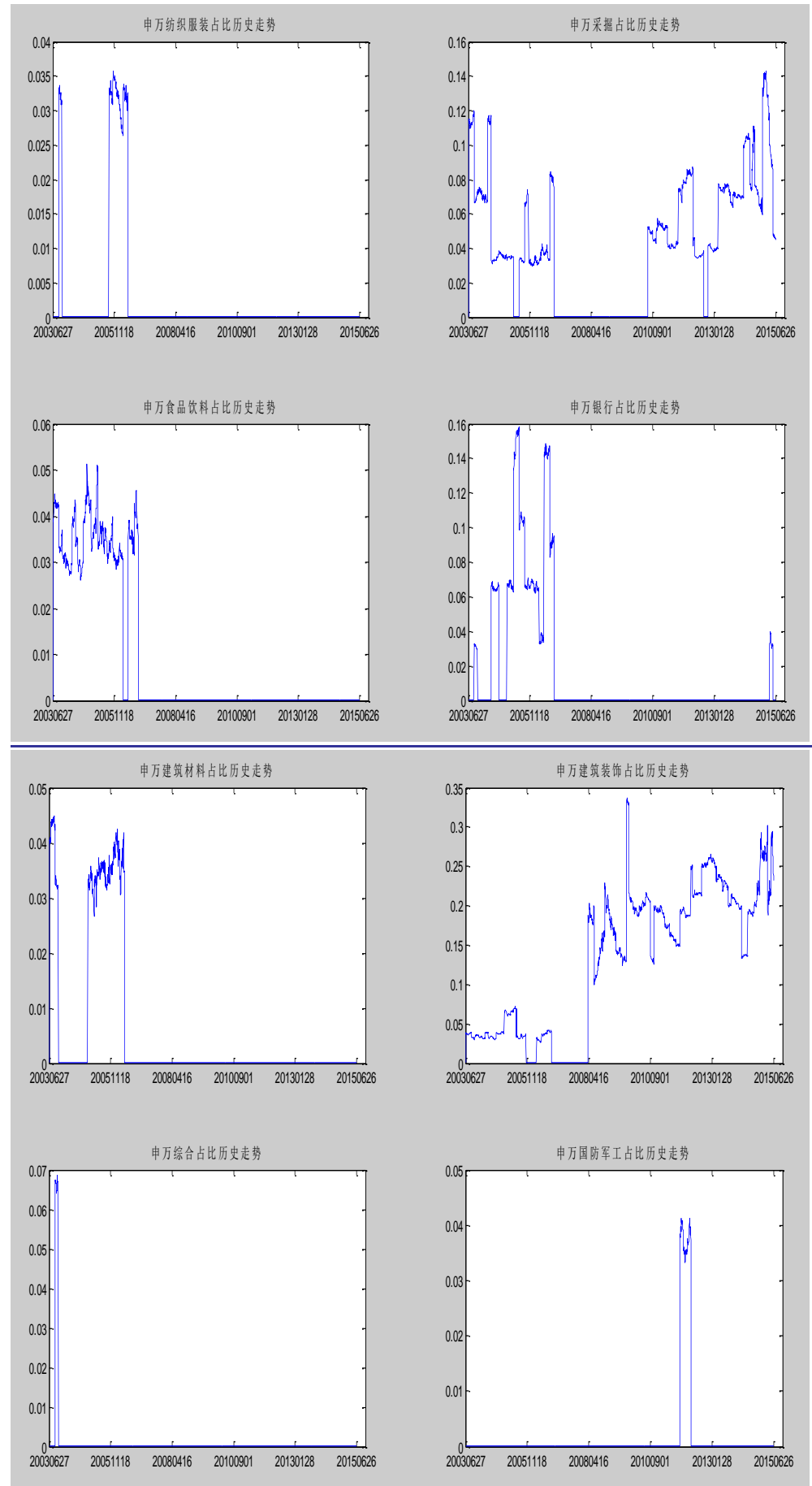


申万交通运输占比历史走势



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 日詹姆斯.奥肖内西价值策略持有 22 只股票，股票如下表所示。

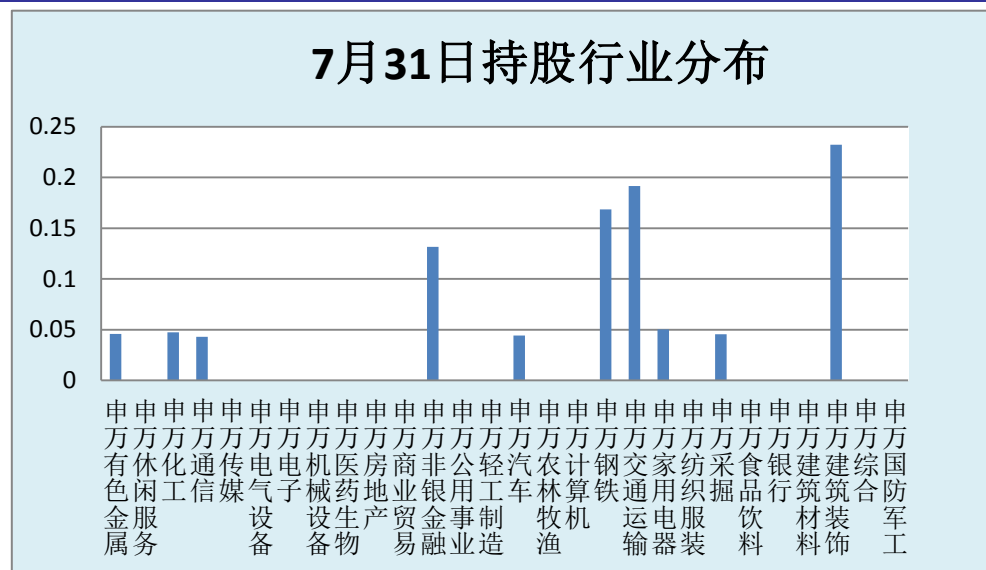
表 3： 7 月 31 日詹姆斯.奥肖内西价值策略的持股明细

代码	名称	行业
000100.SZ	TCL 集团	申万家用电器
000709.SZ	河北钢铁	申万钢铁
600005.SH	武钢股份	申万钢铁
600019.SH	宝钢股份	申万钢铁
600028.SH	中国石化	申万化工
600029.SH	南方航空	申万交通运输
600050.SH	中国联通	申万通信
600104.SH	上汽集团	申万汽车
600221.SH	海南航空	申万交通运输
601111.SH	中国国航	申万交通运输
601186.SH	中国铁建	申万建筑装饰
601318.SH	中国平安	申万非银金融
601390.SH	中国中铁	申万建筑装饰
601600.SH	中国铝业	申万有色金属
601601.SH	中国太保	申万非银金融
601618.SH	中国中冶	申万建筑装饰
601628.SH	中国人寿	申万非银金融
601668.SH	中国建筑	申万建筑装饰
601669.SH	中国电建	申万建筑装饰
601800.SH	中国交建	申万建筑装饰
601857.SH	中国石油	申万采掘

资料来源：申万宏源研究

7 月 31 日企业主投资策略持有成分股的行业分布（市值权重）如下图所示。

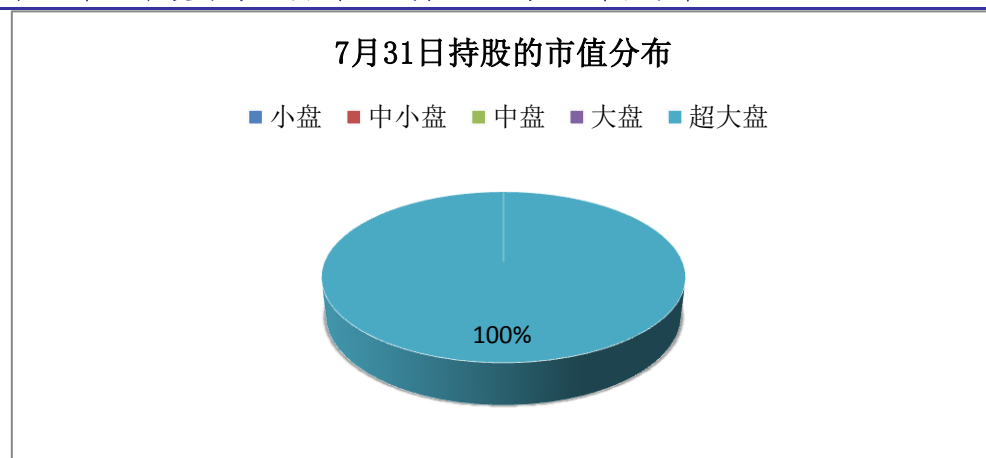
图 5：企业主投资策略 7 月 31 日持股的行业分布



资料来源：申万宏源研究

7 月 31 日詹姆斯. 奥肖内西价值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：詹姆斯. 奥肖内西价值策略 7 月 31 日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

## 五、詹姆斯. 奥肖内西价值策略总结

数量分析大师詹姆斯. 奥肖内西，在其经典之作《华尔街股市投资经典》中对不同的股票指标给出了大量的实证结果，并以此给出了一系列的价值投资策略。其核心的投资逻辑是：重视客观量化的投资策略研究，并以近乎纯机械化的方法，一以贯之的坚持优势的投资策略。

从中国 A 股 2003 年以来的回测结果来看，詹姆斯·奥肖内西价值策略依然具备很好的投资能力：年化收益率 21%，超额收益年化 18%，最大回撤 69%，胜率 53%，盈亏比 1.00。从选股效果来看，虽然詹姆斯·奥肖内西价值策略对“龙头股”有着明显的偏好，但其在中国市场依然有很强的适用性。

显而易见，本文中我们所测试的詹姆斯·奥肖内西价值策略只是数量分析大师众多策略中的一个，且极不成熟。其一，由于选股偏向于大盘“龙头股”，策略与上证指数的 beta 值达到 1.015，且随着大盘波动，在 2008 年出现过长达 196 天，幅度近 70% 的回撤。其二，该詹姆斯·奥肖内西价值策略对筛选股票的步骤顺序有要求，难以进一步优化。

据此，我们提出两个可行的改进方向。一是学习詹姆斯·奥肖内西在《华尔街股市投资经典》方法，对中国市场进行类似的实证分析；二是吸取詹姆斯·奥肖内西价值策略的思想，将其考虑的指标作为因子，进入多因子选股模型，发展出新的选股策略。

## 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。