

2015 年 9 月 17 日

查尔斯·布兰德斯价值投资法

——申万大师系列_价值投资篇之五

相关研究

查尔斯·布兰德斯价值投资法

- 查尔斯·布兰德斯是本杰明·格雷厄姆的主要传人之一，价值投资代表人物。布兰德斯在其著作《今日的价值投资》中阐述了自己的价值投资理念，而查尔斯·布兰德斯价值投资法正是其关键投资理念的具体实现。
- 查尔斯·布兰德斯价值投资法从三个角度对投资标的提出要求，其一要具备强力的资产负债表，其二要具备合理的估值，其三公司经营阶层具备诚信且持股充足。从这三个角度出发，用可以观察的六大指标构建选股标准，形成查尔斯·布兰德斯价值投资法。
- 查尔斯·布兰德斯价值投资法的六条选股准则非常明确，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：查尔斯·布兰德斯价值投资法年化收益率率 27%，超额收益年化 24%，最大回撤 69%，胜率 56%，盈亏比 0.90，平均每期持股 73 个。
- 查尔斯·布兰德斯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 22 只。
- 最新成分股主要分布在采掘、化工和交通运输三个行业。从市值看，超大盘（全市场排序最大 20%）占比近 35%，大盘（全市场市值 60-80%）占比 18%，中盘（40-60%）占比 16%，中小盘（20%-40%）占 23%，而小盘（最小 20%）8%。

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、查尔斯·布兰德斯的光辉	3
1.1 投资经历和业绩	3
1.2 查尔斯·布兰德斯投资风格和著作	3
二、查尔斯·布兰德斯价值投资策略.....	4
2.1 策略说明	4
2.2 具体策略和量化实现	4
三、查尔斯·布兰德斯价值投资策略中国市场回测	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、查尔斯·布兰德斯价值投资策略总结	14

一、查尔斯·布兰德斯的辉煌

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。

在大师系列的前几篇中，介绍了本杰明·格雷厄姆的三篇价值投资策略和詹姆斯·奥肖内西的价值投资法，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。本篇将介绍查尔斯·布兰德斯的价值型选股法则。查尔斯·布兰德斯是证券投资之父本杰明·格雷厄姆的传人之一，其投资哲学同样以价值投资为主轴，本篇介绍查尔斯·布兰德斯的投资法则，是对前面几篇价值投资大师策略的延续，更为全面和立体地为投资者展现价值投资理念在 A 股的实战表现。

1.1 投资经历和业绩

查尔斯·布兰德斯（1942—），格雷厄姆的主要传人之一，对格雷厄姆的原则奉行不渝，是坚定的价值投资者。因为其卓越的投资业绩，查尔斯·布兰德斯于 2000 年被尼尔森公司评选为年度最佳基金经理人。

大致投资经历如下：

查尔斯·布兰德斯（1970-1973 年）担任本杰明·格雷厄姆的证券营业员，师从本杰明。1974 年创立布兰德斯投资合伙公司，其管理资金规模由初始的 1.3 亿美元成长至 500 亿美元的规模。布兰德斯管理的全球股票基金在截止 2007 年的过去 20 年内平均回报率达到 19.21%，其执掌的美国股票基金过去 10 年平均回报率达 21.1%。而替 AGF 基金管理的 AGF 国际基金 1992 年至 2002 年 10 年间平均收益亦达 16.62%，在所有国际型基金中排名第一。而尼尔森全球基金管理人评选也持续将布兰德斯列为全球前十的国际股权基金管理人（引自维基百科）。

1.2 查尔斯·布兰德斯投资风格和著作

查尔斯·布兰德斯认为预测性的资料对股票投资没有帮助，喜欢投资被法人忽视的冷门股。对于公司管理阶层的诚信及持股状况非常注意，投资 30%-60% 的资金在高品质的债权及特别股，平均持股时间为 3-5 年。

其主要著作为 1989 年出版的《Value Investing Today: Proven Techniques for Long-term Growth》（中文名：今日的价值投资）。

二、查尔斯·布兰德斯价值投资策略

2.1 策略说明

布兰德斯在其著作《Value Investing Today: Proven Techniques for Long-term Growth》(今日的价值投资)中阐述了自己的价值投资理念: Chapter4. Characteristic Of Value, Chapter5. Narrowing Your Focus, Chapter7. Corporate Governance and The Value Investor。查尔斯·布兰德斯价值投资法正是其关键投资理念的具体实现。该投资策略从三个角度对股票提出要求,其一、公司要具备强力的资产负债表;其二、要具备合理的估值;其三、公司经营阶层具备诚信且持股充足。

以这三个角度出发选择六个指标,分别是负债净值比、董监事会持股比例、PE、市现率、市净率、市净率相对全市场,共同构建了选股准则,形成了查尔斯·布兰德斯价值投资法。这六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六条准则复制,不存在需主观判断而不能量化的准则。

在《今日的价值投资》中,查尔斯·布兰德斯并没有明确提出选股准则,这里将其策略的原始投资理念的描述展示给投资者,见下图:

图 1 查尔斯·布兰德斯价值投资策略的原始描述

Strong financial health. By generally focusing on companies with low debt levels, value investors help ensure that their holdings will stay strong in the event of economic or company-specific hard times.

Second is financial strength, which is typically evaluated using metrics like debt-to-equity ratios. Third is low price, a factor accounted for in ratios such as price-to-book and earnings yield.

The board should have an audit committee, responsible for interacting with outside accountants and ensuring integrity of the company's financial information.

资料来源:申万宏源研究

以上三个段落分别对应查尔斯·布兰德斯价值投资策略中关于财务稳健、估值合理、公司经营阶层诚信要求的原始出处。

2.2 具体策略和量化实现

如前文介绍,查尔斯·布兰德斯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六个具体的选股准则,形成了投资策略的通用版本。

2.2.1 查尔斯·布兰德斯价值投资策略的通用版本

- A. 股票最近一季负债净值比小于 40%
- B. 董监事会持股比例大于市场平均值
- C. 股票的市盈率小于市场平均值
- D. 股票的股价/近四季现金流量（市现率）小于市场平均值
- E. 股票的市净率小于市场平均值
- F. 股票的市净率小于 1.0 倍

2.2.2 查尔斯·布兰德斯价值投资策略初始版本投资分析

归纳查尔斯·布兰德斯价值投资策略初始版本，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. 用负债净值比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. 用董监事会持股比例来衡量董监事会对股东的诚信和尽职程度，保证管理层的管理水平。

2.2.3 查尔斯·布兰德斯价值投资策略的中国化改造

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：股票最近一季负债净值比小于 80%
- B 改为：董监事会持股比例不低于市场平均值 50%
- C 改为：股票的市盈率不高于市场平均值 1.5 倍
- D 改为：股票的股价/近四季现金流量（市现率）不高于市场平均值的 1.5 倍
- E 改为：股票的市净率不高于市场平均值的 1.5 倍
- F 改为：股票的市净率小于 2.0 倍

2.2.4 查尔斯·布兰德斯价值投资策略的所用指标

统计查尔斯·布兰德斯价值投资策略中所使用指标如下：

表 1: 查尔斯·布兰德斯价值投资策略中所使用指标

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
负债净值比	衡量财务杠杆
董监事会持股比例	衡量管理层诚信和管理水平

资料来源：申万宏源研究

三、查尔斯·布兰德斯价值投资策略中国市场回测

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 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

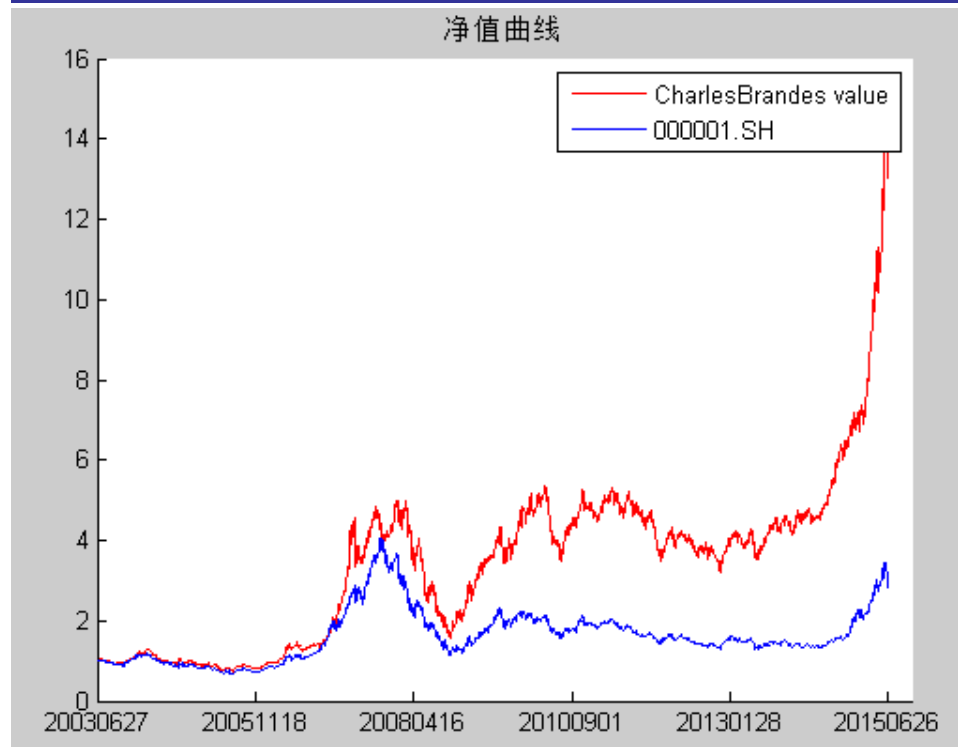
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数分别给出。

3.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 7 月，共计 2938 个交易日。查尔斯·布兰德斯价值交易策略在此期间的总收益率 1376.86%，平均年化收益率 26.78%。

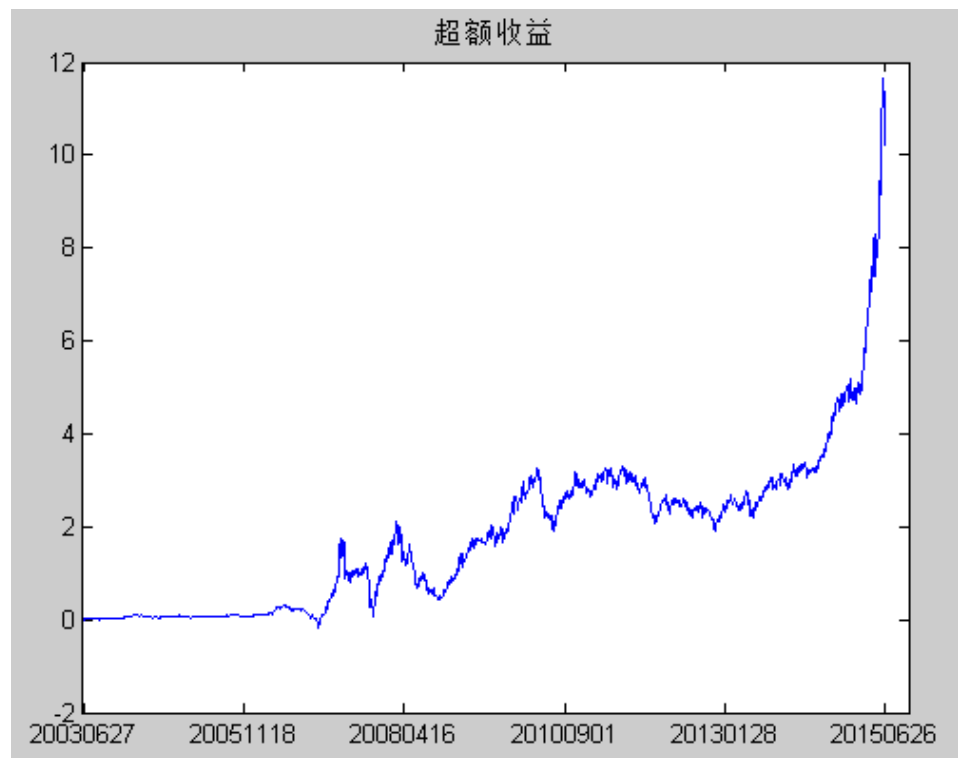
策略相对上证指数的年化超额收益率为 23.93%。

图2 查尔斯·布兰德斯价值投资策略与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图3：查尔斯·布兰德斯价值投资策略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 0.75。

策略组合与上证 50 指数的 beta 值为 0.97。

策略期间最大回撤 69.07%，最大回撤时间 202 天，最大回撤期为 2008 年 1 月 7 日至 2008 年 12 月 4 日。

3.2.3 盈亏统计

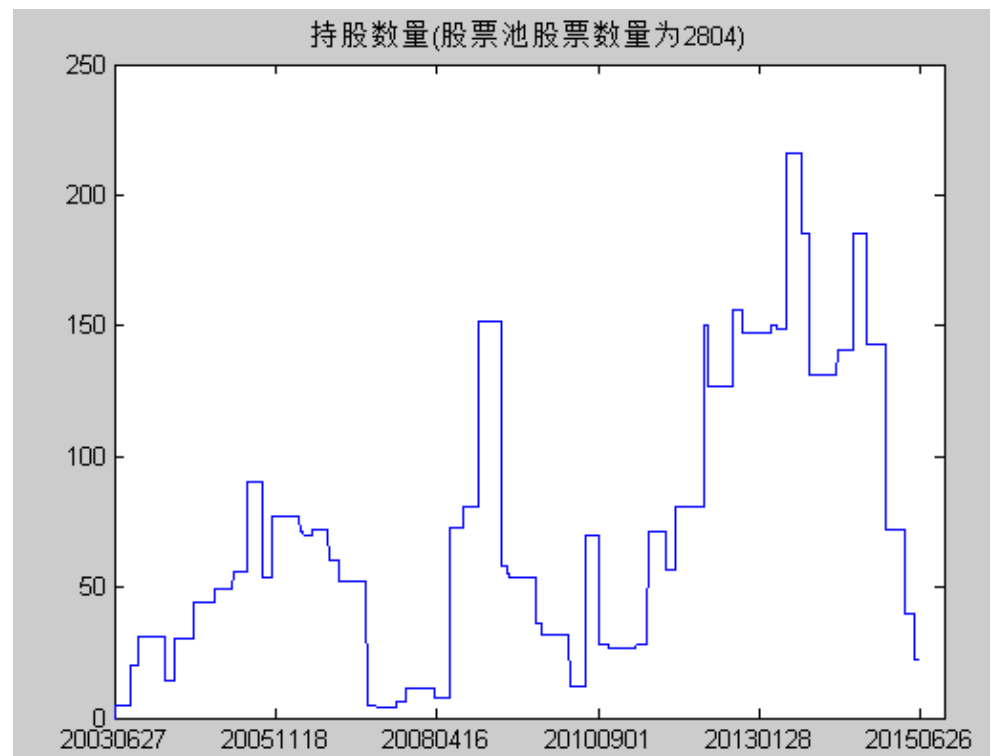
2938 个交易日中获得正收益的 1659 天，盈利天数占比 56.45%。

盈利日平均每天盈利 1.28%，亏损日平均每天亏损 1.42%。盈亏比 0.9044。

3.2.4 持股个数

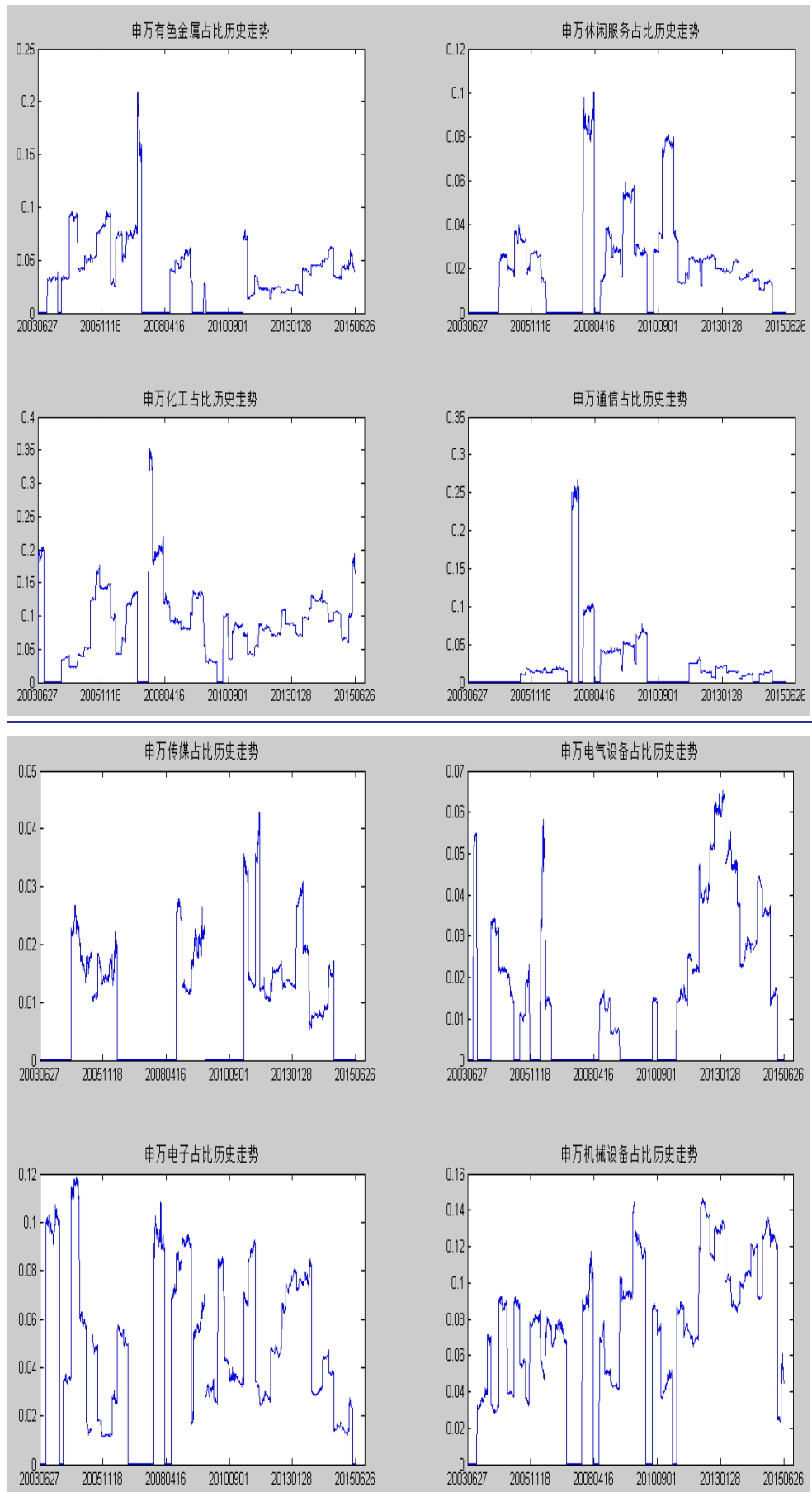
历史平均持股个数为 73 只，最少时持股 5 只，最多是持股 219 只。

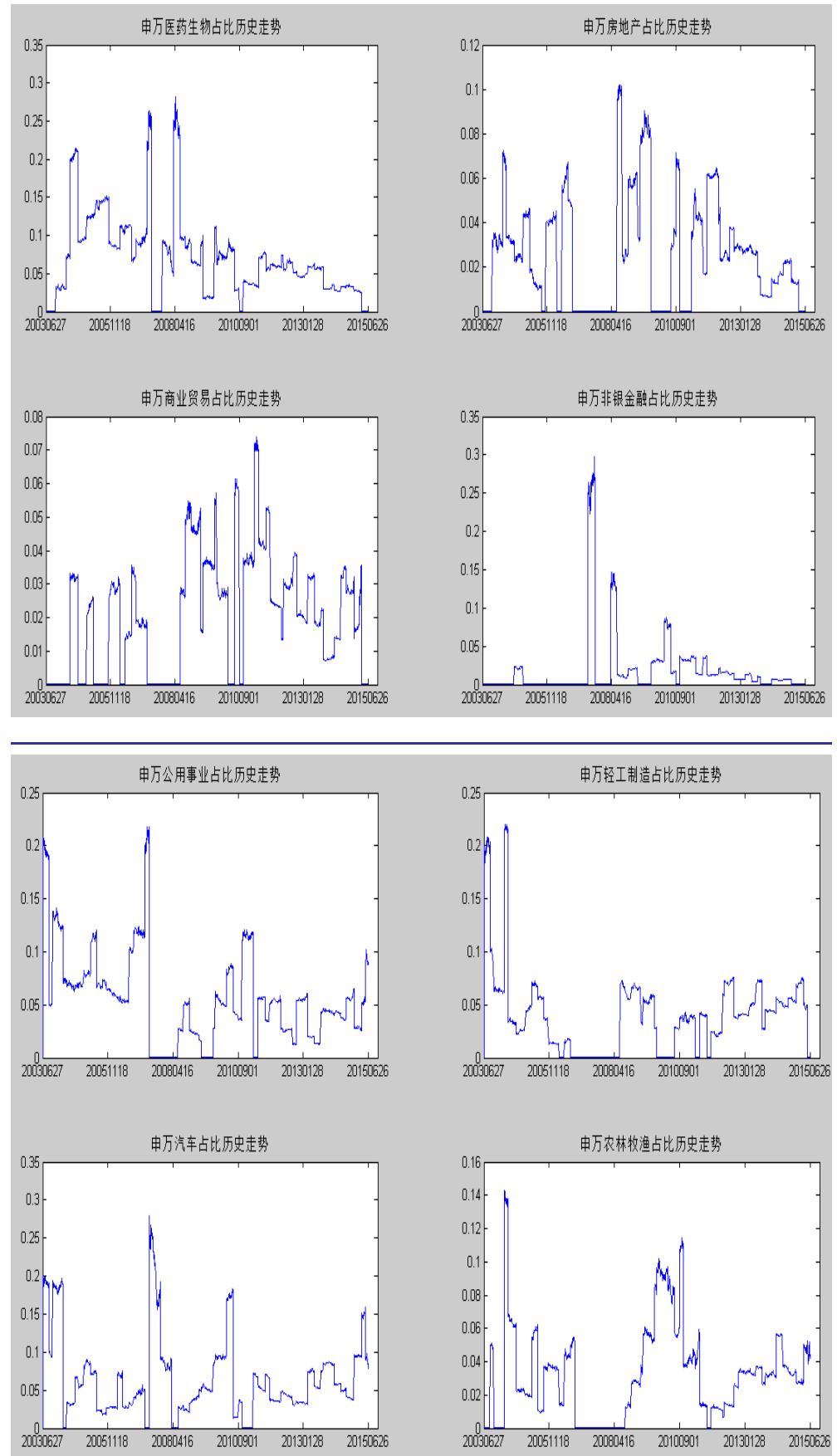
图 4：查尔斯·布兰德斯价值投资策略历史各期的持股个数

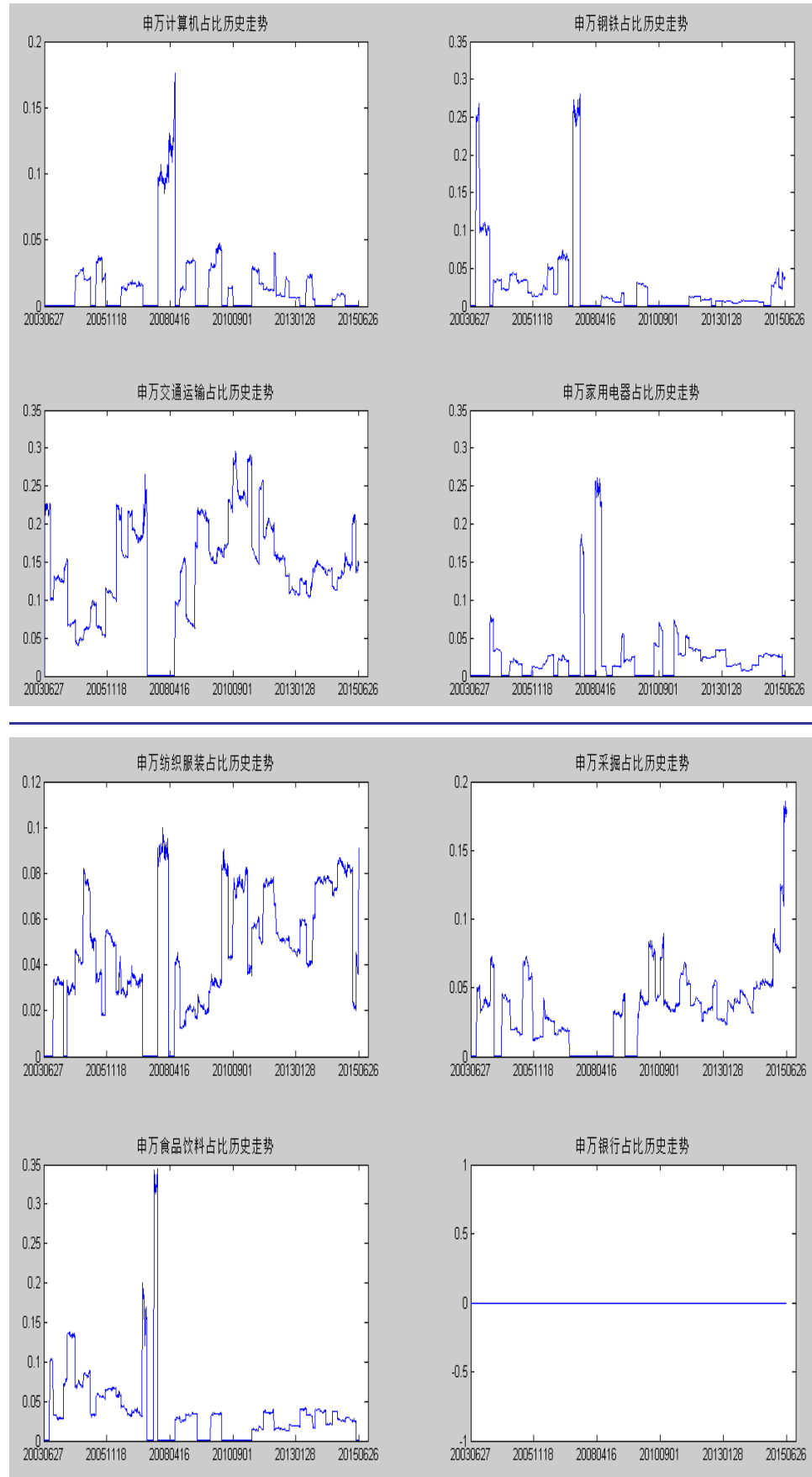


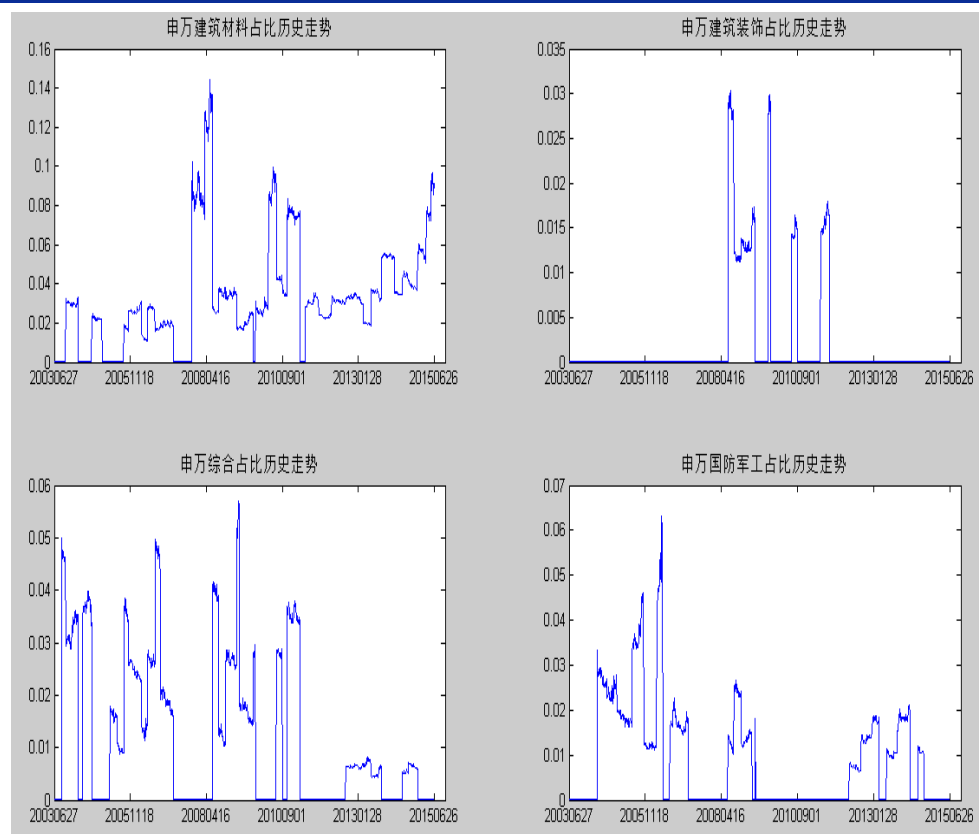
3.2.5 行业分布

图 5：查尔斯·布兰德斯价值投资策略的行业分布









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 日查尔斯·布兰德价值投资策略持有 22 只股票，股票如下表所示。

表 2：7 月 31 日查尔斯·布兰德价值投资策略的持股明细

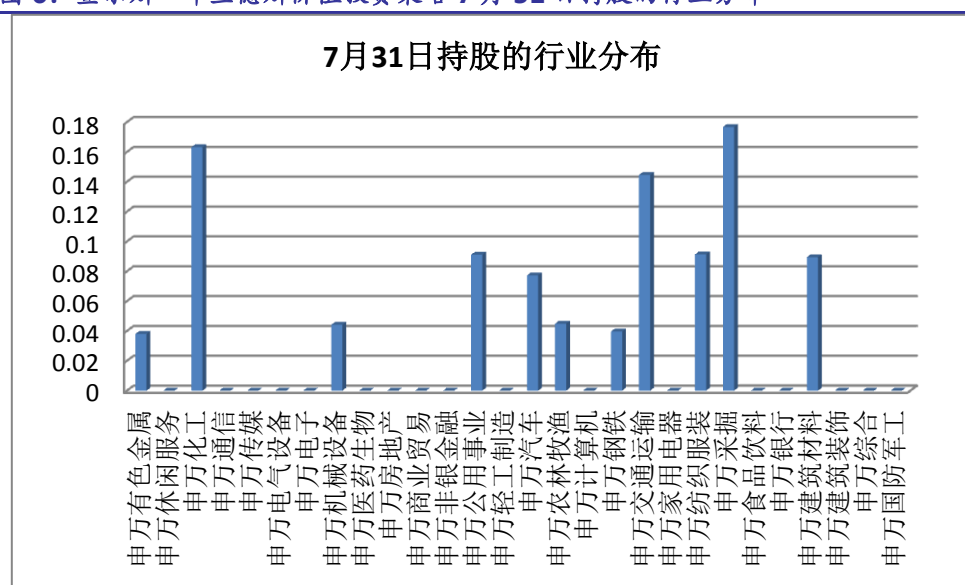
代码	名称	行业
000155.SZ	*ST 川化	申万化工
000543.SZ	皖能电力	申万公用事业
000708.SZ	大冶特钢	申万钢铁
000780.SZ	平庄能源	申万采掘
002597.SZ	金禾实业	申万化工
300082.SZ	奥克股份	申万化工
600017.SH	日照港	申万交通运输
600219.SH	南山铝业	申万有色金属
600232.SH	金鹰股份	申万纺织服装
600265.SH	ST 景谷	申万农林牧渔
600279.SH	重庆港九	申万交通运输
600301.SH	*ST 南化	申万化工
600403.SH	大有能源	申万采掘
600508.SH	上海能源	申万采掘
600585.SH	海螺水泥	申万建筑材料

代码	名称	行业
600642.SH	申能股份	申万公用事业
600742.SH	一汽富维	申万汽车
600805.SH	悦达投资	申万汽车
600876.SH	洛阳玻璃	申万建筑材料
601088.SH	中国神华	申万采掘
601333.SH	广深铁路	申万交通运输
601717.SH	郑煤机	申万机械设备

资料来源：申万宏源研究

7月31日查尔斯·布兰德斯价值投资策略持有成分股的行业分布（市值权重）如下图所示。

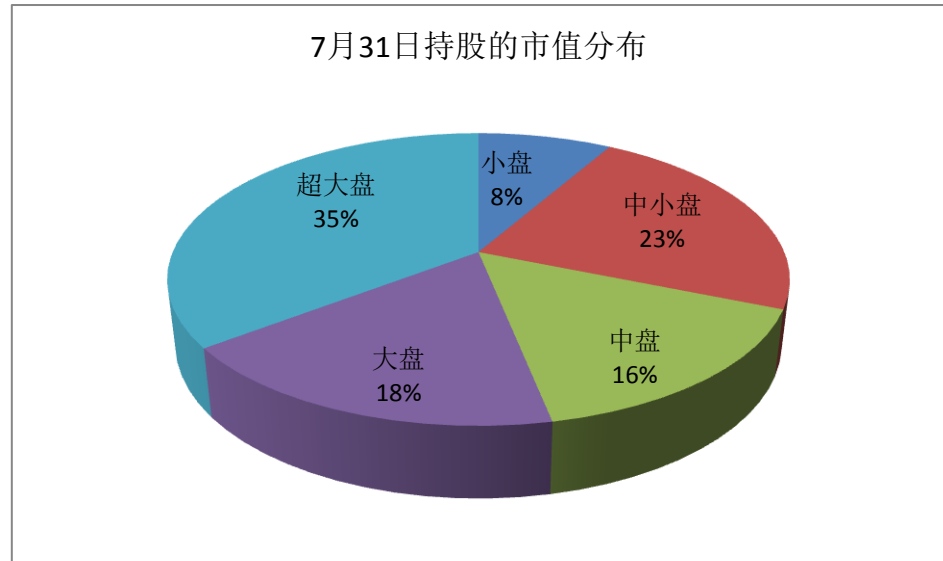
图 6：查尔斯·布兰德斯价值投资策略 7 月 31 日持股的行业分布



资料来源：申万宏源研究

7月31日查尔斯·布兰德斯价值投资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 7：查尔斯·布兰德斯价值投资策略 7 月 31 日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

四、查尔斯·布兰德斯价值投资策略总结

查尔斯·布兰德斯价值投资策略，是其著作《今日的价值投资》中价值投资理念的具体实现，其从三个角度对投资标的进行要求，分别是强力的资产负债表，合理的估值，公司经营阶层具备诚信且持股充足。

围绕这三个角度，提出了 6 个具体的选股准则，用市盈率、市现率、市净率和市净率相对市场平均值来衡量估值水平，要求股票的价格尽量“便宜”；用负债净值比限制公司的财务杠杆，要求企业具备健康的财务状况；用董监事会持股比例来衡量管理层的诚信和管理水平。

从中国 A 股 2003 年以后的回测结果来看，查尔斯·布兰德斯价值投资策略依然具备很好的投资能力，年化收益率近 27%，年化超额收益 24%，胜率 56%。从选股效果来看说明布兰德斯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“六条准则”并不能算成熟的策略，仍有不足。其一、在 2007 年出现过长达 202 天，幅度为 69% 的回撤，且盈亏比为 0.90；其二、策略相对基准的相对强弱波动较大，仅在 2009 年到 2010 年、2013 年后体现出明显的相对优势，而在其他 7 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；其四、由于金融行业的特殊性，可以看到这个策略在历史上从来没有选出过金融行业的股票，无疑增加了策略的波动性。

我们再次提出四个简单的优化建议：一是吸收查尔斯·布兰德斯价值投资策略中的投资思维，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的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；三是可以考虑额外对金融行业的选股方式和配权方式单独进行研究，并将相应的金融行业股票加入到本策略的投资组合中来完善本策略；四是将查尔斯·布兰德斯价值投资策略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。