

2015 年 10 月 14 日

## 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》

## 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

# 罗伯特·山朋价值型投资法

——申万大师系列\_价值投资篇之十一

## 罗伯特·山朋价值型投资法

- 罗伯特·山朋（Robert Sanborn）是美国著名的价值型基金投资经理人。他除了注重财务报表分析所反映的公司价值外，还很注重公司的管理和运作状况。
- 罗伯特·山朋价值型投资法则从三个方面择股：较低的市销率，较低的股价自由现金流比和较高的公司管理层持股比例。
- 三条标准非常明确，各项标准基本均可量化，且均以市场均值作为选股阈值。因此测试过程没有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：罗伯特·山朋价值型投资法年化收益率 25.84%，超额收益年化 23.49%，最大回撤 69%，胜率 55.76%，盈亏比 0.9054，平均每期持股 24 个。
- 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 36 只。
- 最新成分股主要分布在化工、电气设备和建筑装饰三个行业。从市值看，中小盘（全市场市值排序 20-40%）占比近 32%，中盘（40-60%）占比 23%，超大盘（全市场排序最大 20%）占比 22%。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

---

一、 罗伯特·山朋 .....	3
1.1 投资经历和业绩 .....	3
1.2 投资理念 .....	3
二、 罗伯特·山朋价值型投资法则 .....	4
2.1 策略说明 .....	4
2.2 具体策略和量化实现 .....	4
三、 罗伯特·山朋价值型投资法则的中国市场回测 .....	5
3.1 测试方法介绍 .....	5
3.2 测试结果 .....	5
3.3 最新一期成分股及行业、市值分布 .....	9
四、 罗伯特·山朋价值型投资法总结 .....	12

## 一、罗伯特·山朋

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，我们介绍了本杰明·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。本篇将介绍美国著名的价值型基金基金经理人罗伯特·山朋以及他的价值型投资策略。

### 1.1 投资经历和业绩

罗伯特·山朋 (Robert Sanborn) 1958 年生于波士顿，是美国著名的基金经理。在 1983 年到 1988 年间，他作为证券分析师和股票投资组合管理人进入俄亥俄州立教师退休基金会工作，学习基金管理的经验。1991 年，罗伯特·山朋创立奥克马克基金 (Oakmark Fund)。在 1991 年到 2000 年间，奥克马克基金一直是哈里斯公司 (Harris Associates L.P.) 的旗舰性共同基金。1992 年，奥克马克基金超过 S&P500 指数达 40 个百分点，1993 年再次超过 S&P500 指数达 20 个百分点，1992 年至 1997 年的平均年报酬率达 27.56%，且 6 年间未曾出现年度亏损。目前，罗伯特·山朋是 2001 年成立的 Sanborn Kilcollin Partners, LLC 公司的基金经理和投资组合管理人。

### 1.2 投资理念

罗伯特·山朋是著名的价值型基金投资经理人。他除了注重财务报表分析所反映的公司价值外，还很注重公司的管理和运作状况。

值得注意的是，罗伯特·山朋管理的奥克马克基金在 1998 及 1999 年因价值型个股表现不如成长型投资，1999 年出现 10.47% 的亏损。到 2000 年 3 月，因三年内操作绩效不佳，罗伯特·山朋卸下了奥克马克基金经理人的职务。在《聪明的资产管理人 (The Intelligent Asset Allocator)》一书中，作者提及了罗伯特·山朋管理的奥克马克基金业绩，如下图。

图 1 1992-1998 年奥克马克基金(Oakmark Fund)业绩

However, a different story emerges when we examine the fund's performance and assets by individual year. The first row tracks the performance of Oakmark Fund relative to the S&P 500, the second row tracks the fund's assets:

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Return ±S&P 500	41.30%	20.40%	2.00%	-3.10%	-6.70%	-0.80%	-24.90%
Assets (\$ millions)	328	1214	1626	3301	4194	7301	7667

资料来源：申万宏源研究

## 二、罗伯特·山朋价值型投资法则

### 2.1 策略说明

作为著名的价值型基金投资经理人，罗伯特·山朋注重公司的运作状况和经营者的判断能力。

### 2.2 具体策略和量化实现

#### 2.2.1 罗伯特·山朋价值型投资法则

以下为罗伯特·山朋在选股时常用的部分财务指标：

- 1) 股价营收比（即市销率 PS）；
- 2) 可自由支配现金流；
- 3) 公司经营层持股比例。

#### 2.2.2 罗伯特·山朋价值型投资法则的投资思想分析

罗伯特·山朋价值型投资法则从三个方面择股。首先，公司的运作状况良好且处于相对较低的市场估值区间，即具有较低的市销率。其次，公司有充足的自由现金流。这意味着公司可以偿还债务、开发新产品、回购股票、增加股息支付等等。同时，丰富的自由现金流也使得公司成为并购对象。最后，罗伯特·山朋考虑了上市公司普遍存在的委托代理问题，即公司管理层是否和股东利益一致。较高的公司经营层持股比例能反映出管理层和股东具有相一致的利益目标。

### 2.2.3 罗伯特·山朋价值型投资法则的量化

由于罗伯特·山朋并没有完全揭露他价值投资法使用具体方法，我们在进行量化时利用市场平均值作为比较，并将三条法则量化如下：

- 1) 市销率为正，且低于在所有市销率为正的公司平均值；
- 2) 股价和每股企业自由现金流量比为正，且低于所有该指标为正的公司的平均值；
- 3) 公司高管持股比例大于全市场平均值。

### 2.2.4 罗伯特·山朋价值型投资法则的所用指标

统计罗伯特·山朋价值型投资法则中所使用指标如下：

表 1：罗伯特·山朋价值型投资法则所使用的指标

指标	含义
市销率	衡量相对于公司经营状况的估值水平
股价/每股企业自由现金流量	衡量相对于公司自由现金流的估值水平
高管持股数/总股本	衡量公司管理层和股东利益一致的程度

资料来源：申万宏源研究

## 三、 罗伯特·山朋价值型投资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 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

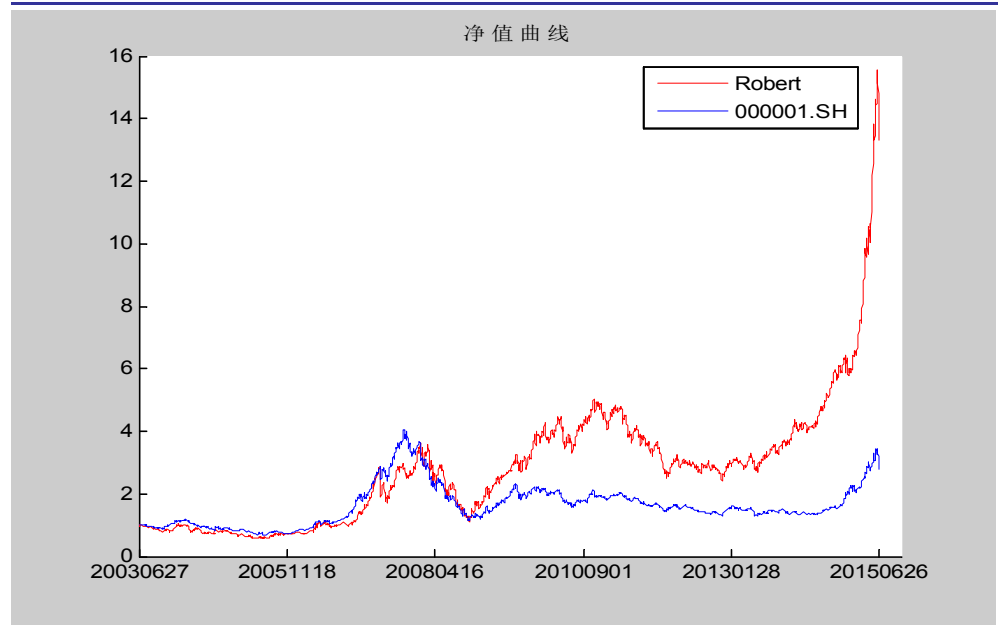
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数分别给出

### 3.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 7 月，共计 2818 个交易日。罗伯特·山朋价值型投资交易策略在此期间的总收益率 1329%，平均年化收益率 25.84%。

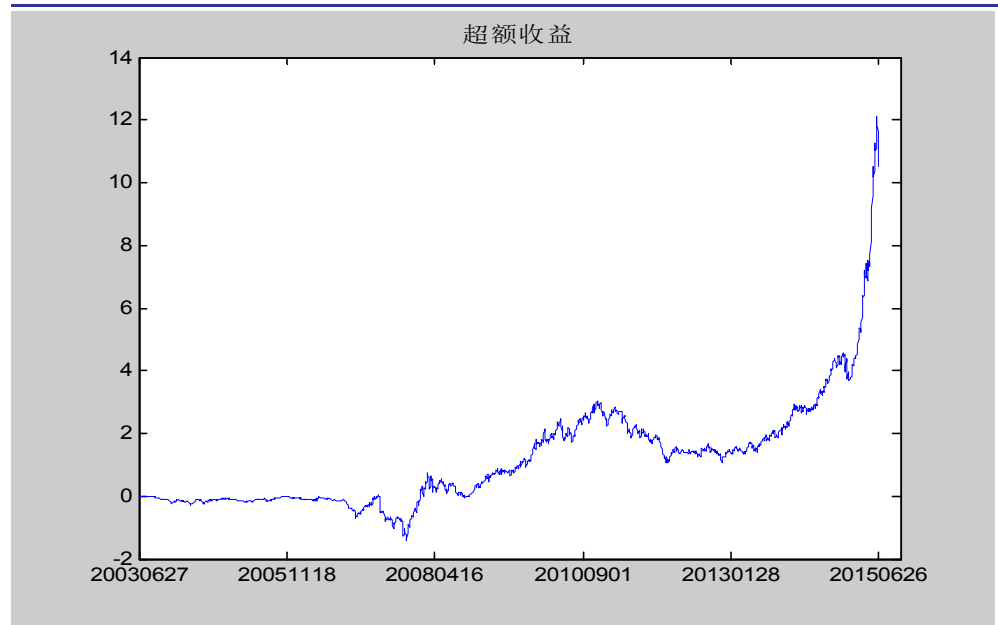
策略相对上证指数的年化超额收益率为 23.49%。

图 2 罗伯特·山朋价值型投资法与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图 3 罗伯特·山朋价值型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 0.67。

策略期间最大回撤 69.08%，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。

### 3.2.3 盈亏统计

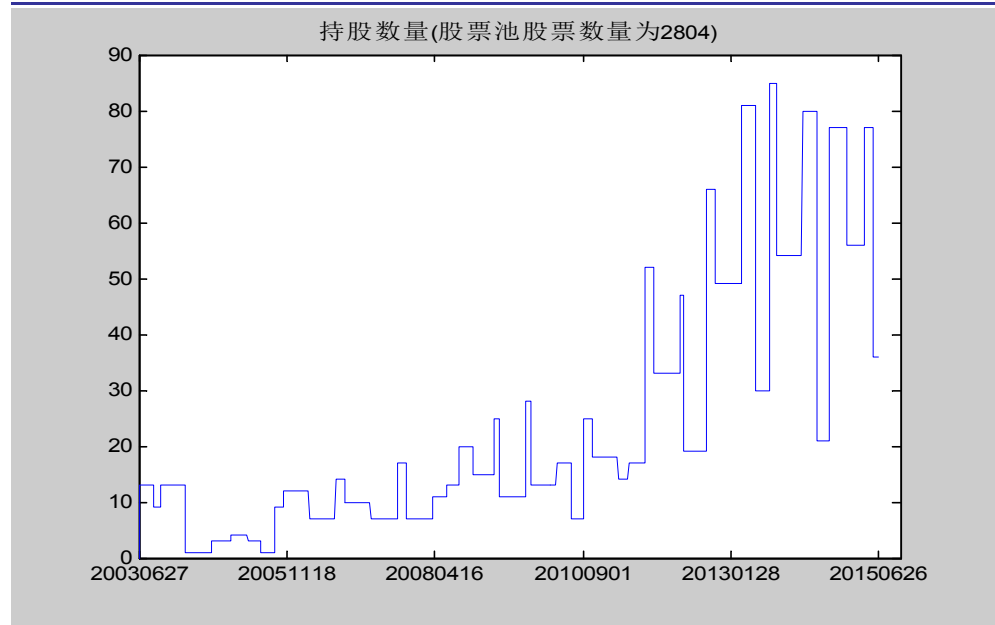
2818 个交易日中获得正收益的 1571 天，盈利天数占比 55.76 %。

盈利日平均每天盈利 1.53%，亏损日平均每天亏损 1.69%。盈亏比 0.90。

### 3.2.4 持股个数

历史平均持股个数为 24 只，最少时持股 1 只，最多是持股 85 只。

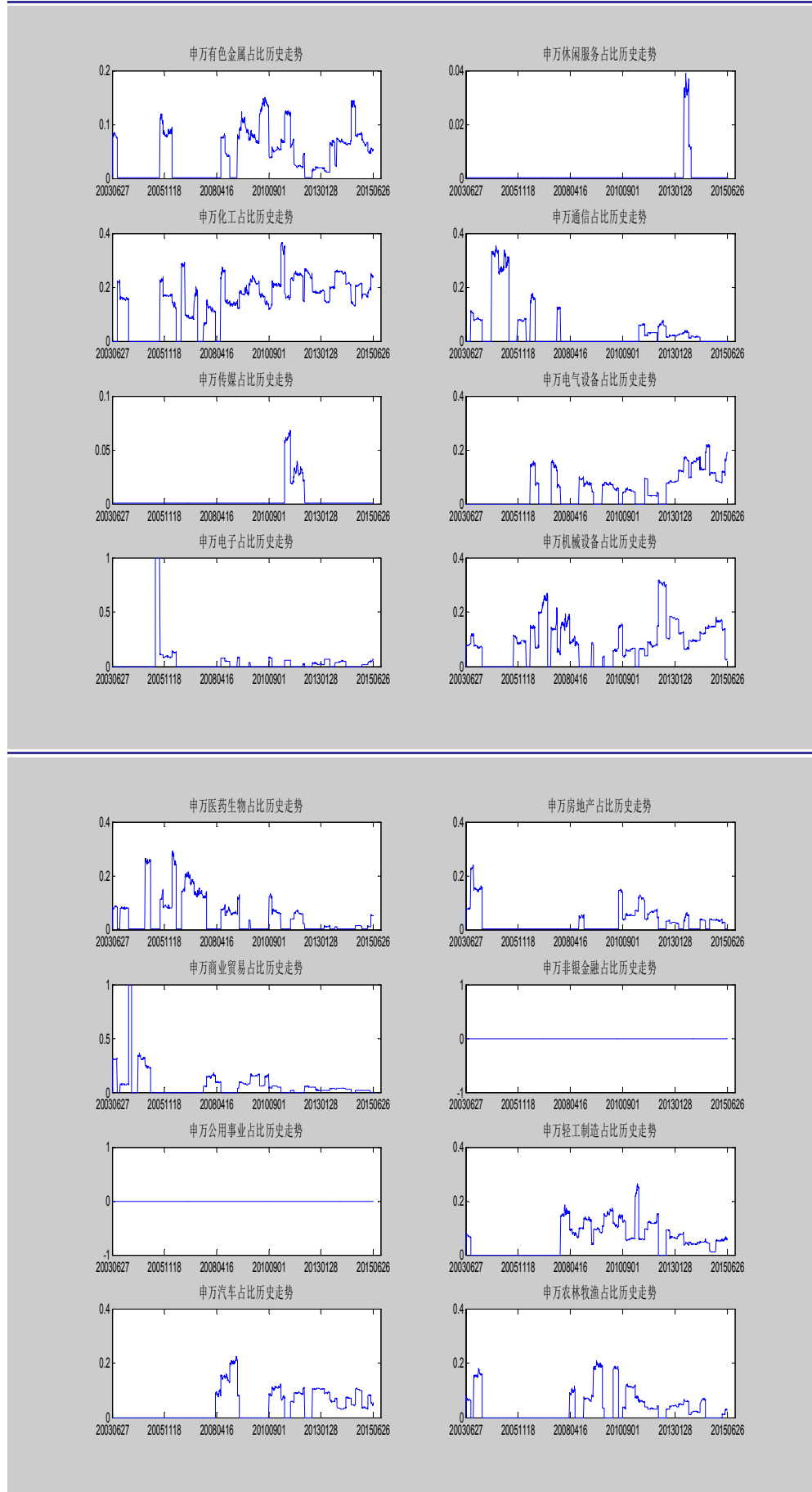
图 4 罗伯特·山朋价值型投资法历史各期的持股个数



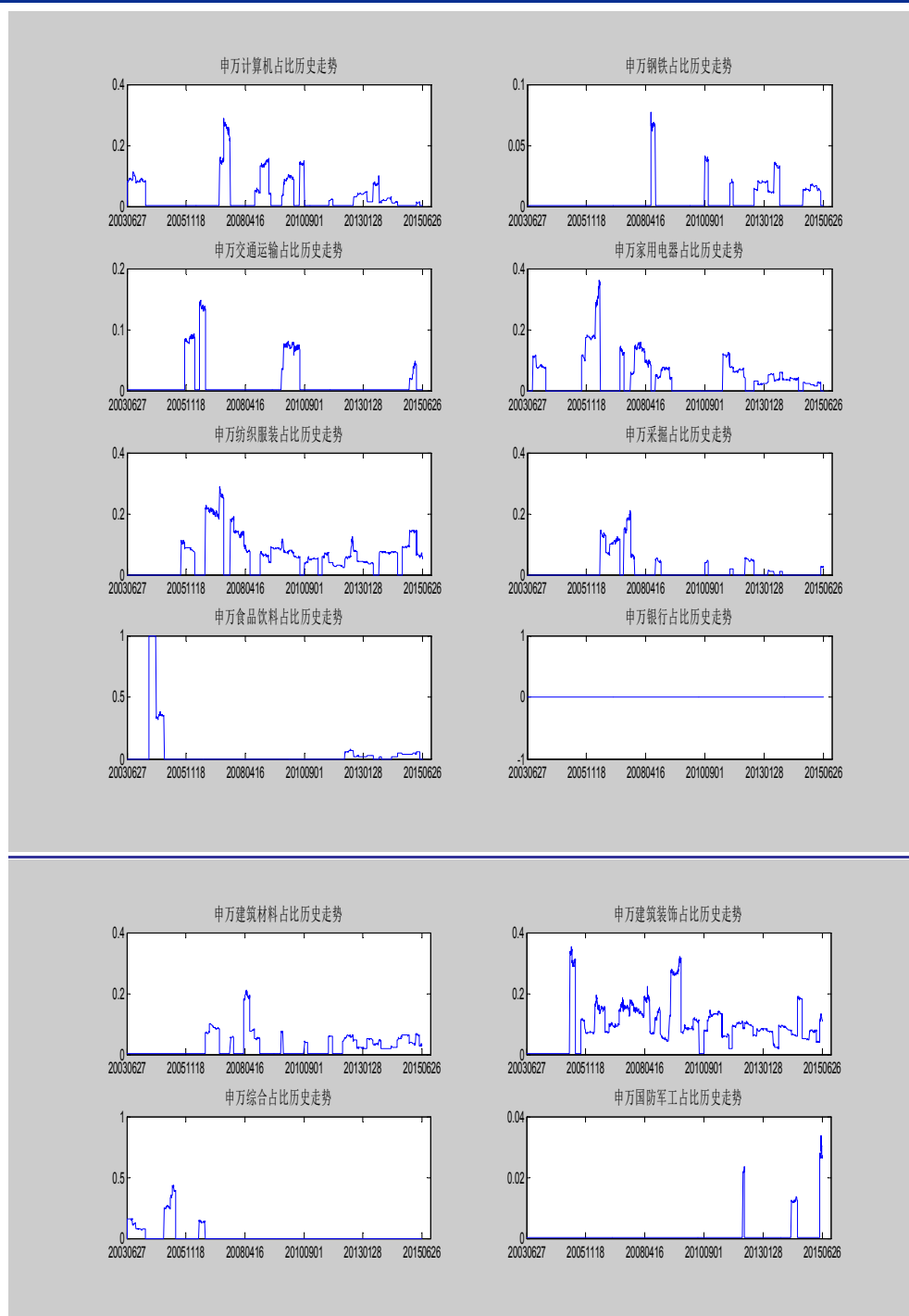
资料来源：申万宏源研究

### 3.2.5 行业分布

图 5 罗伯特·山朋价值型投资法的行业分布







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 日罗伯特·山朋价值型投资策略持有 36 只股票，下表列示选出的股票。

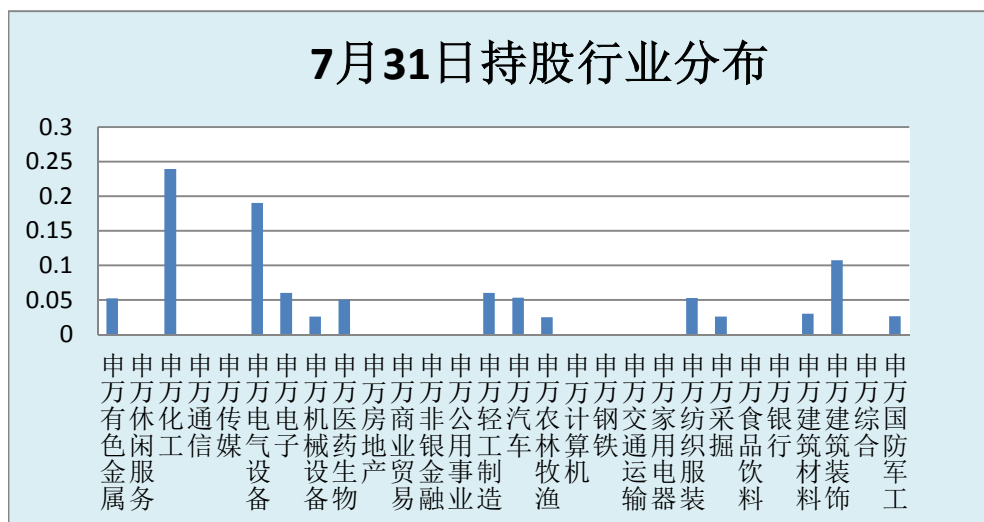
表 2：7 月 31 日罗伯特·山朋价值型投资法的持股明细

代码	名称	行业
002010.SZ	传化股份	申万化工
002097.SZ	山河智能	申万机械设备
002135.SZ	东南网架	申万建筑装饰
002206.SZ	海利得	申万化工
002220.SZ	天宝股份	申万农林牧渔
002249.SZ	大洋电机	申万电气设备
002301.SZ	齐心集团	申万轻工制造
002309.SZ	中利科技	申万电气设备
002324.SZ	普利特	申万化工
002407.SZ	多氟多	申万化工
002422.SZ	科伦药业	申万医药生物
002441.SZ	众业达	申万电气设备
002470.SZ	金正大	申万化工
002482.SZ	广田股份	申万建筑装饰
002516.SZ	江苏旷达	申万纺织服装
002539.SZ	新都化工	申万化工
002545.SZ	东方铁塔	申万电气设备
002547.SZ	春兴精工	申万电子
002560.SZ	通达股份	申万电气设备
002593.SZ	日上集团	申万汽车
002601.SZ	佰利联	申万化工
002607.SZ	亚夏汽车	申万汽车
002608.SZ	*ST 舜船	申万国防军工
002628.SZ	成都路桥	申万建筑装饰
002630.SZ	华西能源	申万电气设备
002652.SZ	扬子新材	申万建筑材料
002716.SZ	金贵银业	申万有色金属
002727.SZ	一心堂	申万医药生物
002731.SZ	萃华珠宝	申万轻工制造
300063.SZ	天龙集团	申万化工
300241.SZ	瑞丰光电	申万电子
600408.SH	*ST 安泰	申万采掘
601677.SH	明泰铝业	申万有色金属
601678.SH	滨化股份	申万化工
601886.SH	江河创建	申万建筑装饰
603001.SH	奥康国际	申万纺织服装
600369.SH	西南证券	申万非银金融
600583.SH	海油工程	申万采掘
601699.SH	潞安环能	申万采掘

资料来源：申万宏源研究

7 月 31 日罗伯特·山朋价值型投资法持有成分股的行业分布（市值权重）如下图所示。

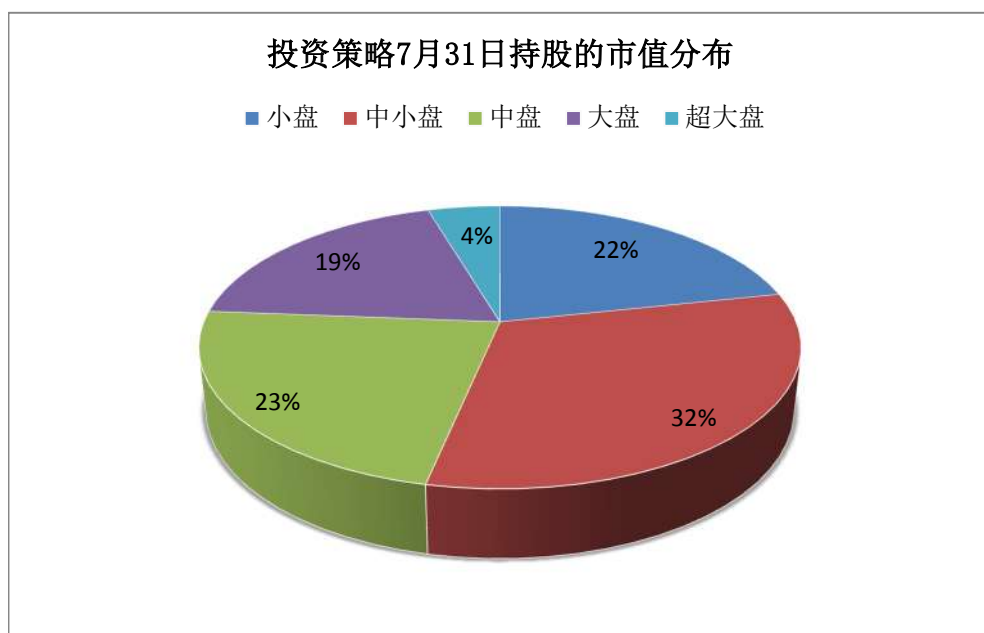
图 6 罗伯特·山朋价值型投资法 7 月 31 日持股的行业分布



资料来源：申万宏源研究

7 月 31 日罗伯特·山朋价值型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 7 罗伯特·山朋价值型投资法 7 月 31 日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

## 四、罗伯特·山朋价值型投资法总结

罗伯特·山朋是美国著名的价值型投资经理人。其投资法则从三个方面择股：较低的市销率，较低的股价自由现金流比和较高的公司管理层持股比例。

罗伯特山朋的选股标准较为简洁，更多考虑的是企业的应收状况，尤其是现金情况。此外，没有涉及对于公司成长性的要求，没有涉及负债等考量，也没有涉及市场交易情况的考量。

从中国 A 股 2003 年以后的回测结果来看，罗伯特山朋的价值投资法依然有不错的效果。在中国市场体现出一定选股能力。是否能够补充对于成长性、负债等常用衡量企业的指标，是否需要增加市场交易状态，例如换手、股价高低等因素，可作为今后尝试的方向。

从中国 A 股 2003 年以后的回测结果来看，罗伯特·山朋价值型投资法依然具备较好的投资能力，年化收益率近 26%，年化超额收益 23%，胜率 55%。从选股效果来看说明罗伯特·山朋的价值型投资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三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仍十分不成熟。其一、在 2008 年出现过长达 196 天，幅度为 69% 的回撤；其二、策略相对基准的相对强弱波动较大，仅在 2008 年 10 月到 2009 年 8 月，2014 年以后体现出明显的相对优势，而在其他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。

## 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。