

权益量化研究

2015 年 10 月 23 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》
《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》
《惠特尼·乔治小型价值股投资法》
《理查·马文价值导向选股法则》

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



申万宏源研究微信服务号



戴维·波伦价值型系统评价投资法

——申万大师系列_价值投资篇之十七

戴维·波伦价值型系统评价投资法

- 戴维·波伦(David M. Polen)是美国知名的价值型组合经理人。他纵横华尔街 35 年并以顶级资金管理人的身份被收录到马奎斯世界名人录。
- 戴维·波伦综合本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)的投资哲学及华伦·巴菲特(Warren E. Buffett)的投资风格，自行开发出一种名为系统评价法则(Systematic Valuation Discipline, SVD)的选股策略，以由下而上的选股方式为主，强调安全边际的重要性。
- 强调至下而上的选股策略，只投资高质量的少数公司，低换手率及集中投资等。
- 集中持股（不超过 20 只）、低换手率（持股周期六年）的长期持有策略典范
- 量化后的戴维·波伦价值型系统评价投资法的各项标准均以市场均值作为阈值，不存在主观判断。

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：戴维·波伦价值型系统评价投资法年化收益率 11.79%，超额收益年化-1.55%，最大回撤 81%，胜率 48%，盈亏比 0.967，平均每期持股 35 个。
- 戴维·波伦价值型系统评价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 31 只。
- 最新成分股主要分布在医药生物、传媒、公共事业三个行业。从市值看，超大盘（全市场市值排序最大 20%）占比 85%，大盘（前 20-40%）占比 9%，中盘（前 40-60%）占比 6%。

目录

一、戴维·波伦(David M. Polen).....	3
二、戴维·波伦价值型系统评价投资法则	4
2.1 策略说明	4
2.2 戴维·波伦价值型系统评价投资法及其投资思想.....	4
2.3 戴维·波伦价值型系统评价投资法的量化	5
2.4 戴维·波伦价值型系统评价投资法则的所用指标.....	5
三、价值型系统评价投资法的中国市场回测	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	10
四、戴维·波伦价值型系统评价投资法总结	13

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。

本篇将介绍美国知名的价值型组合经理人戴维·波伦(David M. Polen)以及他的价值型系统评价(Systematic Valuation Discipline, SVD)投资法。

一、戴维·波伦(David M. Polen)

戴维·波伦是美国第一批获得合格财务规划师(Certified Financial Planner)认证的财务主管之一，1979年创立波伦资产管理公司(Polen Capital Management)。作为华尔街知名的投资经理人，戴维·波伦对于投资界的最大贡献在于他的“系统评价法则”(Systematic Valuation Discipline)，强调至下而上的选股策略，只投资高质量的少数公司，低换手率及集中投资等。

戴维·波伦偏向于满仓且集中的操作，他认为作为一个资产管理人的价值在于“为客户的投资组合配置股票”，因此“我们在符合准则的情况下趋向于保持满仓”。有趣的是，在波伦资产管理公司十多年的运作历程中，满仓的投资组合持有的股票最少的时候只有16只，最多的时候也就23只，正如戴维·波伦所说“我们的投资范围相当窄。可能绝大多数时候也就19到20只。”

“我们的投资组合平均持有20只股票，这在投资管理界被认为是一个集中度很高的投资组合。”戴维·波伦在接受媒体采访时多次提到这些问题。“很多人认为将投资组合集中于较少的股票会增加风险，但我们并不相信这一点。多样化可以降低损失的几率或者风险，这一观点被一些现代金融理论以及保险行业大肆推崇。我们对此持有不同观点，并且我们的历史为我们的观点提供了支持。如果您仔细研究 Polen Capital 19年来核准过的统计资料，你会发现实际上我们的风险比99%的大型增长型资产管理都要低。这对于多样化创造低风险这一概念来说是一个坏消息。”

为化解“集中”而带来的投资风险，戴维·波伦对于个股的选择堪称苛刻，“我们把投资看成一种精耕细作的工作”，从资产负债表到现金流乃至公司的管理团队，戴维都有自己严格的挑选标准；此外，他极其看重安全边际，“我们相信在投资组合策略中的边际安全是投资成功的关键。”在这方面戴维·波伦深受投资大师本杰明·格雷厄姆和巴菲特的影响，“当我们开始每天的工作，日复一日，月复一月，年复一年，我们遵守这些规则并执行我们所说的“边际安全理念”。

集中持有精选出来的投资组合，在戴维·波伦看来，他认为最好的投资是永远不用考虑卖出，平均一家公司的持股期间超过6年，因此他所管理的资产周转率非常低。

自 1989 年至 2000 年，波伦资本管理公司的累积投资报酬率达 883.81%，超越同期 S&P500 指数的表现达 347.38%。

本节为《资本改变世界投资改变生活——海外基金成长简史》专栏第四十一期文章，该专栏在《第一财经日报》及《上海证券报》上刊登连载。

转自银华基金总经理新浪博客。

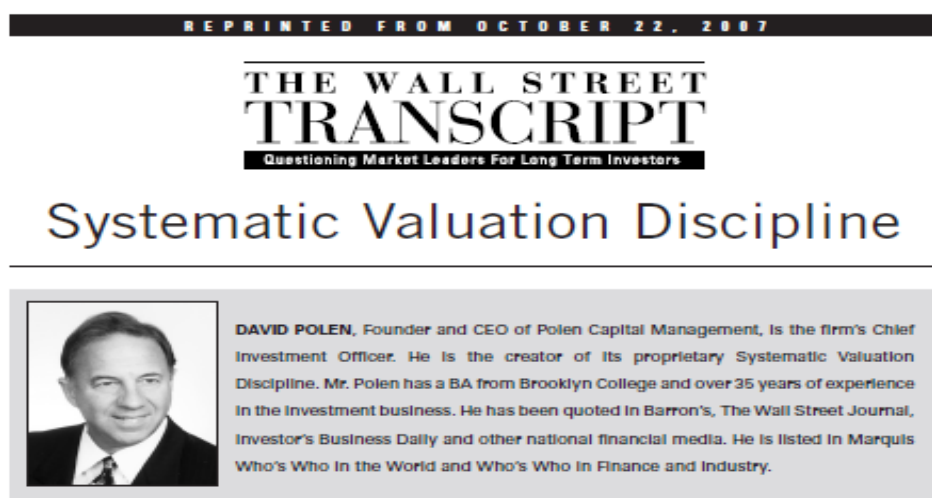
二、戴维·波伦价值型系统评价投资法则

2.1 策略说明

戴维·波伦综合本杰明·格雷厄姆的投资哲学及华伦·巴菲特的投资风格，自行开发出一种名为系统评价法则的选股策略，以由下而上的选股方式为主，强调安全边际的重要性。

《The Wall Street Transcript》曾刊登过戴维·波伦关于其系统评价法则的谈话录。

图 1：戴维·波伦价值型系统评价投资法



资料来源：申万宏源研究

2.2 戴维·波伦价值型系统评价投资法及其投资思想

戴维·波伦价值型系统评价投资法以由下而上的选股方式为主，强调安全边际的重要性，具体来说

- 1) 以总市值在 5 亿美元以上的公司作为备选股票。

- 2) 具备杰出的财务强度(Companies with outstanding Financial Strength): 如此才能在市场环境恶劣时,不需要用大量举债或发行新股的方式募集资金。
- 3) 充足的自由现金流量(Free Cash Flow): 自由现金流量可增加企业的价值及财务强度, 而股价/自由现金流量比越低代表公司有越低的安全边际。
- 4) 盈余动能(Earnings Momentum): 盈余对自由现金流量及财务强度都有贡献。
- 5) 评价模式(Pricing Model): 比较公司的内部报酬率(Internal rate of return) 相对于其他公司及固定收益投资工具, 来判断股价是否在低估的水平。
- 6) 风险分散(Diversification): 投资不分产业, 分散化风险。

2.3 戴维·波伦价值型系统评价投资法的量化

针对中国市场, 我们将戴维·波伦价值型系统评价投资法量化如下:

- 1) 总市值 > 市场平均值;
- 2) 最近一季产权比率 (负债/股东权益) < 市场平均值;
- 3) 每股企业自由现金流量 > 市场平均值;
- 4) 股价/每股自由现金流量 < 市场平均值;
- 5) 最近 3 年净资产收益率 (ROE) 均大于市场平均值*;
- 6) 最近 3 年净利润同比增长率均大于市场平均值*;
- 7) 最近四季市盈率 < 最近 3 年平均市盈率*;
- 8) 投入资本回报率 > 市场平均值;
- 9) 投入资本回报率 > 市场基准利率。

*注: 回测时, 初始 3 年的数据由调仓时已有的历史数据进行筛选。

2.4 戴维·波伦价值型系统评价投资法则的所用指标

统计戴维·波伦价值型系统评价投资法中所使用指标如下:

表 1：戴维·波伦价值型系统评价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
净资产收益率	即 ROE，衡量获利能力
投入资本回报率（TTM）	即 ROIC，衡量投入资金的使用效果
净利润同比增长率	衡量获利成长能力
市盈率（TTM）	即 PE，衡量公司的投资价值
3 年期中债国债到期收益率 (中债国债收益率曲线)	代表市场基准利率

资料来源：申万宏源研究

三、价值型系统评价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

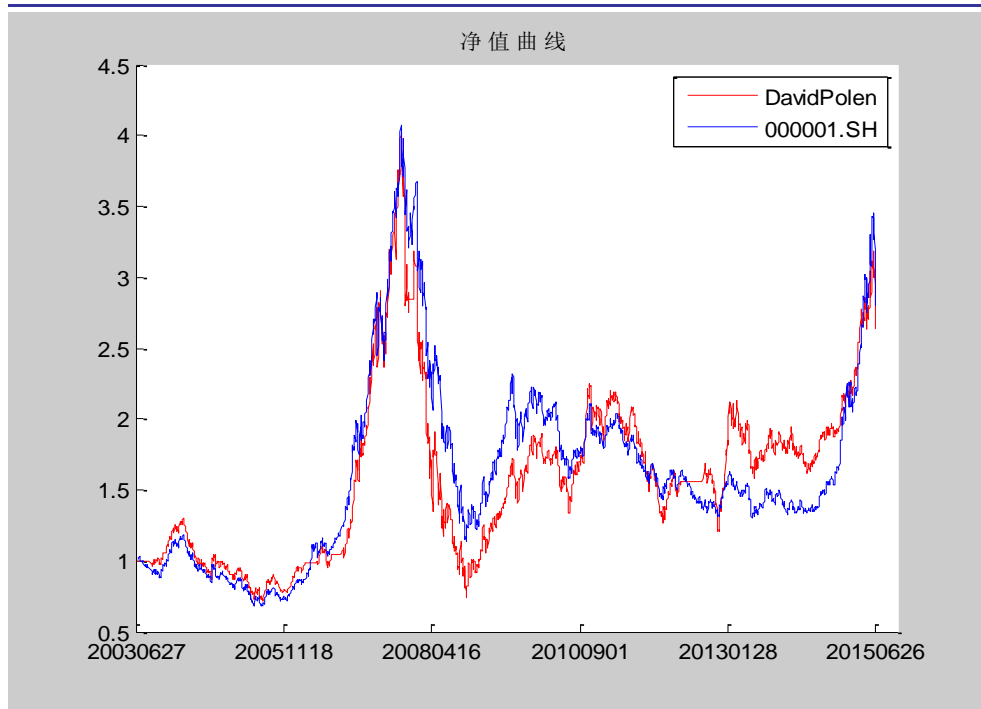
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数分别给出。

3.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 7 月，共计 2938 个交易日。戴维·波伦价值型系统评价投资法在此期间的总收益率 263%，平均年化收益率 11.79%。

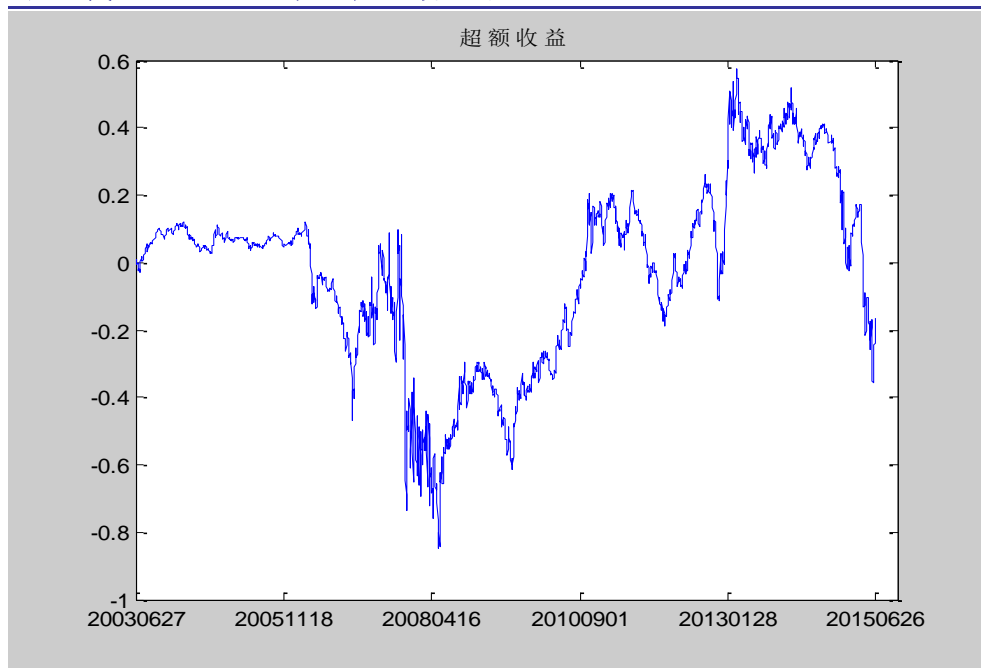
策略相对上证指数的年化超额收益率为-0.015%。

图 2：戴维·波伦价值型系统评价投资法与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图 3：戴维·波伦价值型系统评价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 0.26。

策略期间最大回撤 81%，最大回撤 260 个交易日，最大回撤期为 2007 年 10 月 17 日至 2008 年 11 月 6 日。

3.2.3 盈亏统计

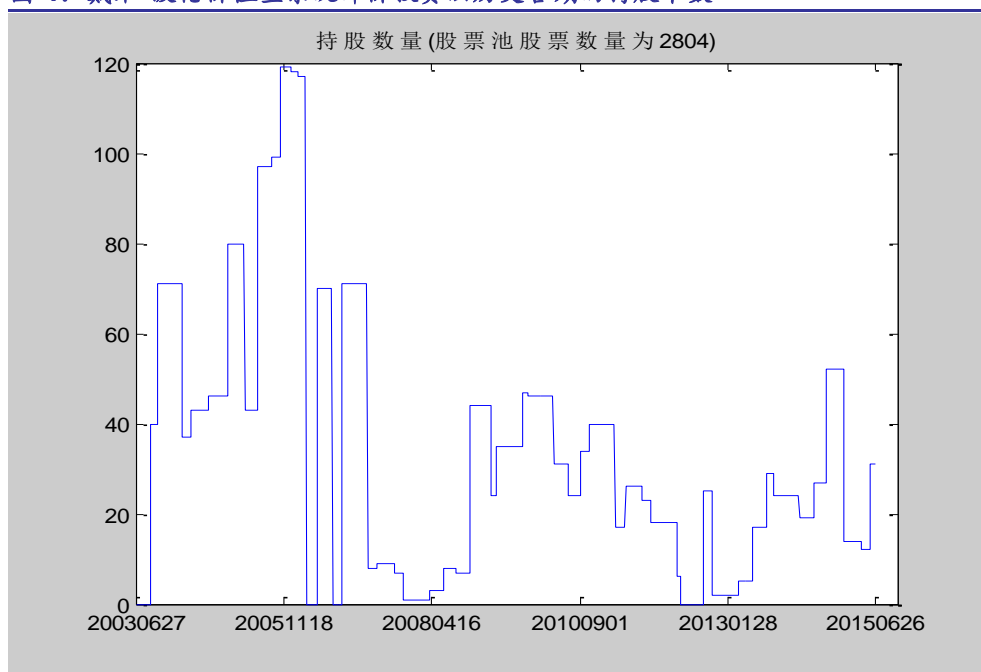
2938 个交易日中获得正收益 1417 天，盈利天数占比 48.23%。

盈利日平均每天盈利 1.43%，亏损日平均每天亏损 1.48%。盈亏比 0.96。

3.2.4 持股个数

历史平均持股个数为 35 只，最少时持股 0 只，最多时持股 119 只。

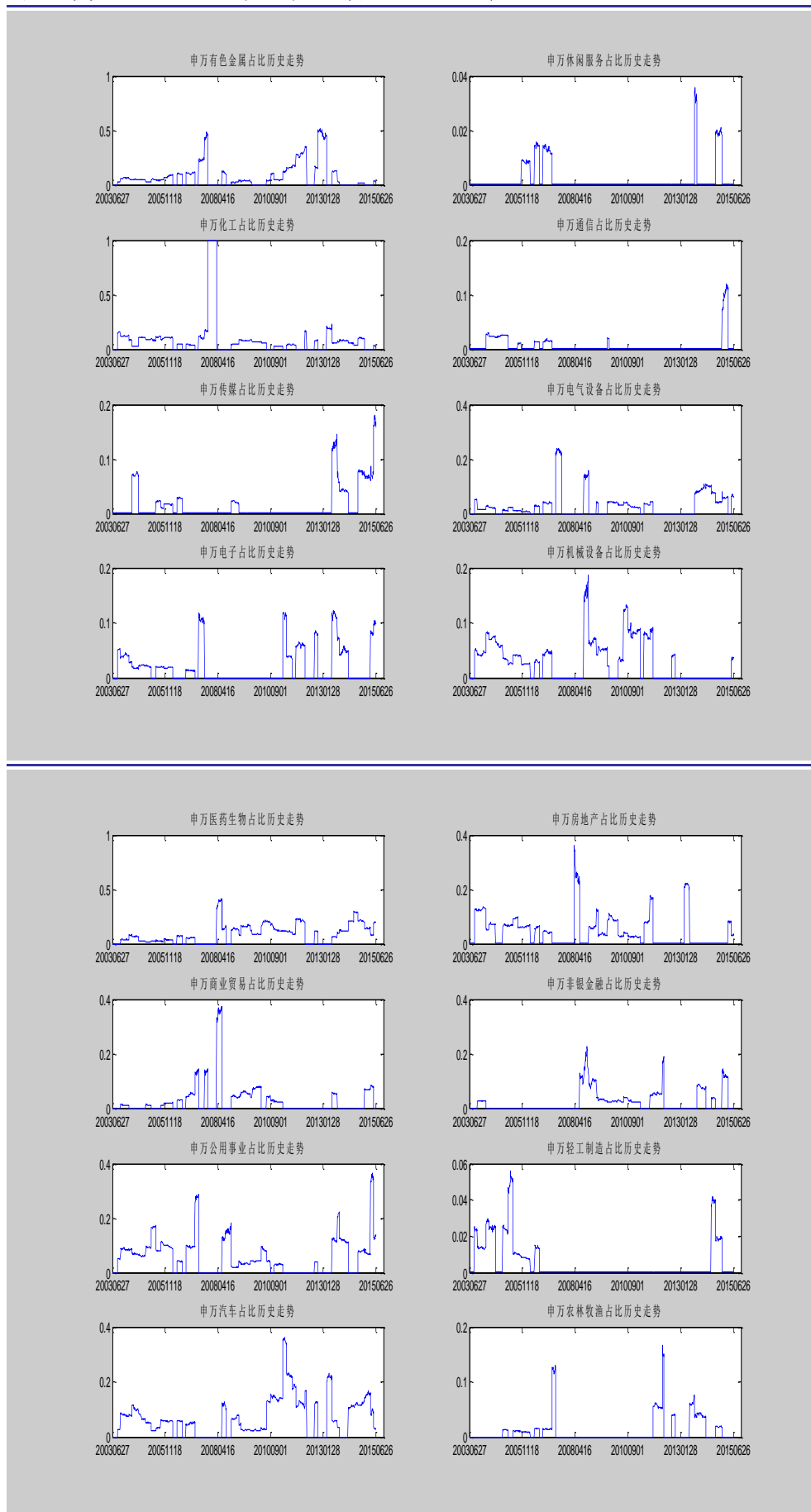
图 4：戴维·波伦价值型系统评价投资法历史各期的持股个数

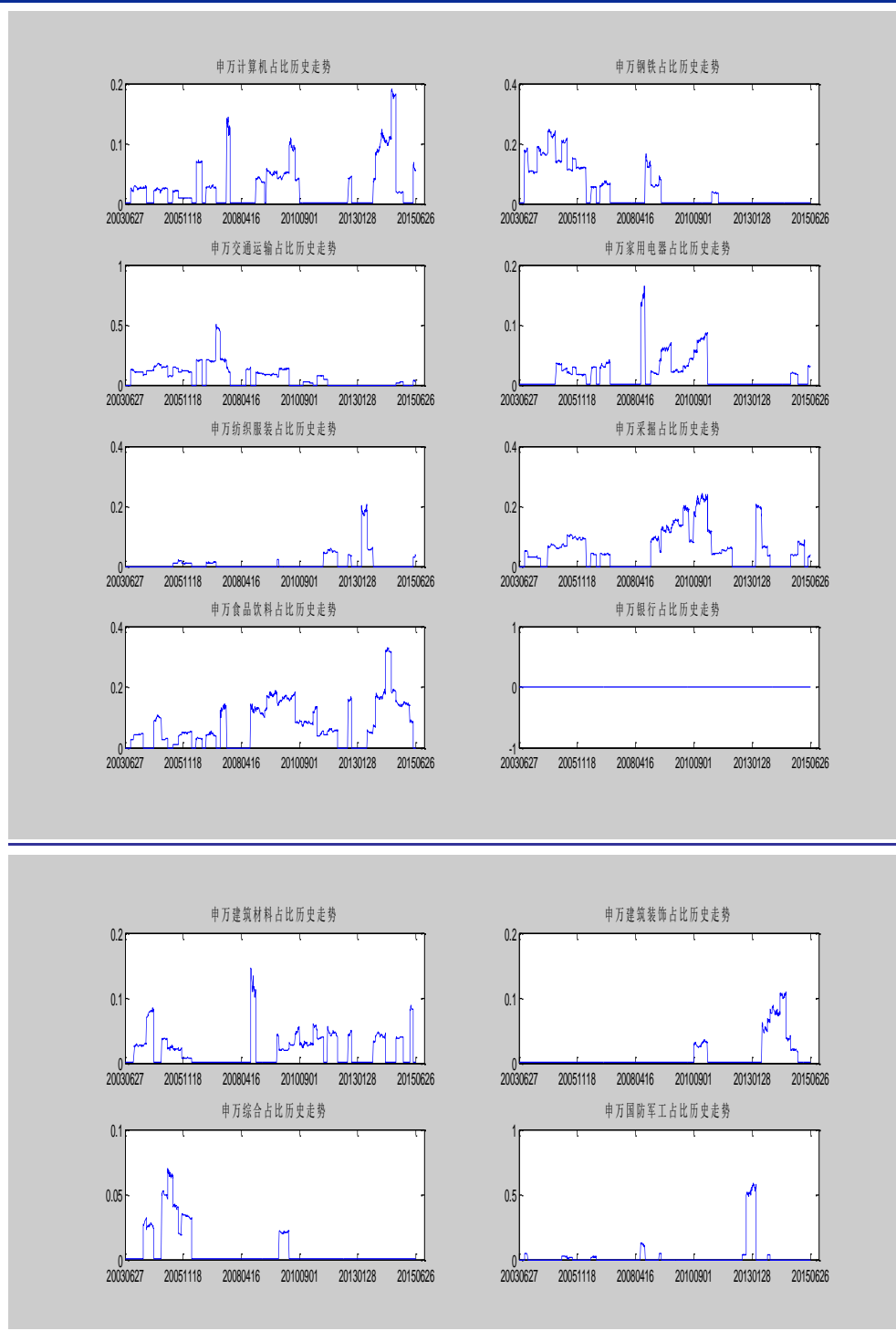


资料来源：申万宏源研究

3.2.5 行业分布

图 5：戴维·波伦价值型系统评价投资法的行业分布





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 日戴维·波伦价值型系统评价投资策略持有 31 只股票，下表列示选出的股票。

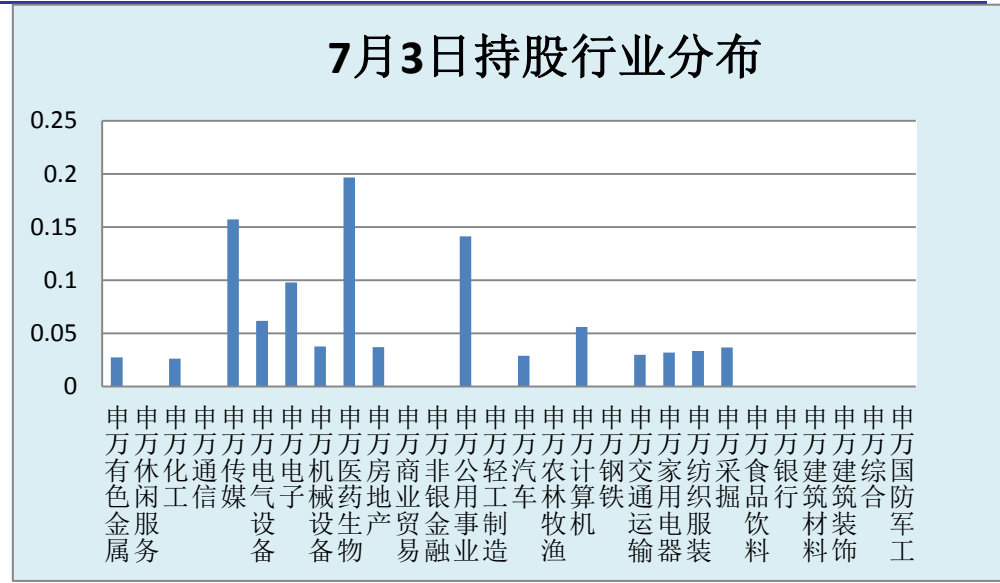
表 2：7 月 31 日戴维·波伦价值型系统评价投资法的持股明细

代码	名称	行业
000400.SZ	许继电气	申万电气设备
000413.SZ	东旭光电	申万电子
000423.SZ	东阿阿胶	申万医药生物
000538.SZ	云南白药	申万医药生物
000600.SZ	建投能源	申万公用事业
000625.SZ	长安汽车	申万汽车
000651.SZ	格力电器	申万家用电器
000681.SZ	视觉中国	申万传媒
000975.SZ	银泰资源	申万有色金属
002038.SZ	双鹭药业	申万医药生物
002236.SZ	大华股份	申万计算机
002241.SZ	歌尔声学	申万电子
002292.SZ	奥飞动漫	申万传媒
002353.SZ	杰瑞股份	申万机械设备
002415.SZ	海康威视	申万计算机
002450.SZ	康得新	申万化工
002475.SZ	立讯精密	申万电子
002603.SZ	以岭药业	申万医药生物
300027.SZ	华谊兄弟	申万传媒
300058.SZ	蓝色光标	申万传媒
300059.SZ	东方财富	申万传媒
300070.SZ	碧水源	申万公用事业
600011.SH	华能国际	申万公用事业
600180.SH	瑞茂通	申万交通运输
600252.SH	XD 中恒集	申万医药生物
600312.SH	平高电气	申万电气设备
600332.SH	白云山	申万医药生物
600398.SH	海澜之家	申万纺织服装
600583.SH	海油工程	申万采掘
600649.SH	城投控股	申万房地产
600674.SH	川投能源	申万公用事业

资料来源：申万宏源研究

7 月 31 日戴维·波伦价值型系统评价投资法持有成分股的行业分布（市值权重）
如下图所示。

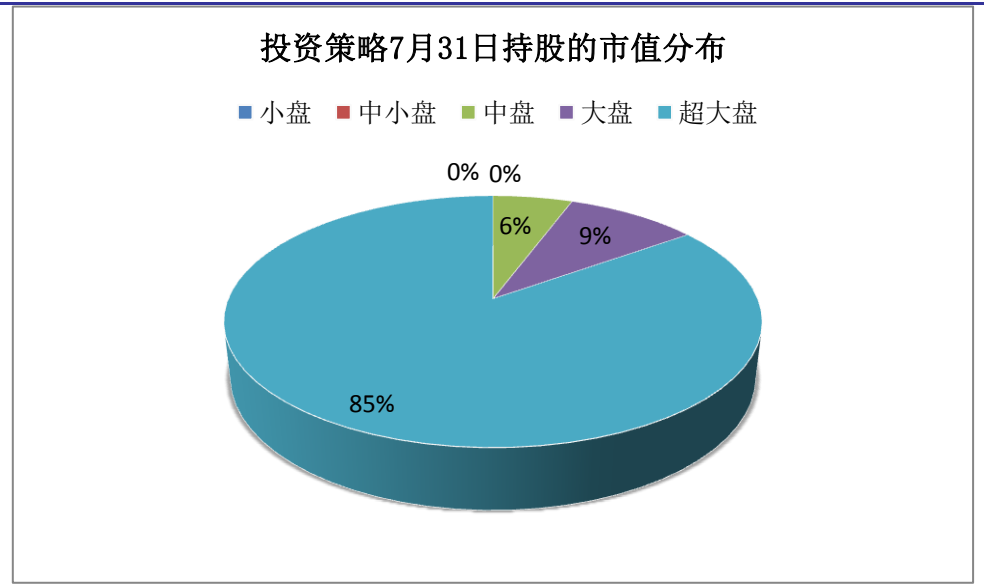
图 6：戴维·波伦价值型系统评价投资法 7 月 31 日持股的行业分布



资料来源：申万宏源研究

7 月 31 日戴维·波伦价值型系统评价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：戴维·波伦价值型系统评价投资法 7 月 31 日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

四、戴维·波伦价值型系统评价投资法总结

戴维·波伦(David M. Polen)是美国知名的价值型组合经理人。他纵横华尔街 35 年并以顶级资金管理人的身份被收录到马奎斯世界名人录。波伦综合了本杰明·格雷厄姆的投资哲学及华伦·巴菲特的投资风格，自行开发出一种名为系统评价法则的选股策略，以由下而上的选股方式为主，强调安全边际的重要性。

依据戴维·波伦价值型系统评价投资法对公司市值、财务强度、自由现金流量、盈余动能和投资报酬率等的要求，我们针对中国市场，给出了 9 条量化选股准则且均以市场均值作为筛选阈值，不包含我们的主观判断。

从中国 A 股 2003 年以后的回测结果来看，量化后的戴维·波伦价值型系统评价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 11.79%，超额收益年化 -1.55%，sharp 比为 0.26，但出现了长达 260 个交易日，幅度为 81%的回撤。此外，策略的持股个数波动略大，并在测试时期没有选出过银行业的股票。

我们提出三个简单的优化建议：一是吸收戴维·波伦价值型系统评价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；二是对选股的数量进行行业、风格调整，能够利用分散化投资带来的分散风险的优势，避免策略效果的巨大波动；三是将戴维·波伦价值型系统评价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的时机。

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。