



权益量化研究

2015 年 10 月 12 日

# 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则

——申万大师系列\_价值投资篇之十

相关研究

## 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则

- 阿梅特·欧卡莫斯, 华尔街著名投资人, 从事投资研究行业 20 余年。其于 1997 年创立欧卡莫斯机会基金并担任投资经理, 遵循价值投资理念, 截止 2008 年金融危机前投资绩效都稳健而优异。本篇介绍的阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则即是其价值投资理念的集中体现。
- 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则从四个角度对投资标的进行考察, 一是估值水平, 二是长期经营绩效, 三是管理层管理水平, 四是股价相对历史股价是否处于高位。从这四个角度, 路佛共提出 6 个选股标准和 3 个买进标准, 共同构建了阿梅特·欧卡莫斯的选股法则。
- 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则中, 9 条标准非常明确, 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: 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则年化收益率 21%, 超额收益年化 13%, 最大回撤 71%, 胜率 56%, 盈亏比 0.87, 平均每期持股 13 个。
- 阿梅特·欧卡莫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, 由于本策略严格限制追高, 所以最新一期的股票数只有 3 只。
- 最新成分股主要分布在申万采掘和申万非银金融。从市值看, 超大盘(全市场排序最大 20%) 占比 100%。

### 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



申万宏源研究微信服务号

## 目录

---

一、阿梅特·欧卡莫斯的光辉 .....	3
1.1 投资经历和业绩 .....	3
1.2 投资理念 .....	3
二、阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则 .....	4
2.1 策略说明 .....	4
2.2 具体策略和量化实现 .....	4
三、阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则的中国市场回测 .....	6
3.1 测试方法介绍 .....	6
3.2 测试结果 .....	7
3.3 最新一期成分股及行业、市值分布 .....	13
四、阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则总结 .....	14

## 一、阿梅特·欧卡莫斯的光辉

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。

在前面的大师系列中, 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。本篇将介绍阿梅特·欧卡莫斯的价值型集中投资法则。阿梅特·欧卡莫斯是华尔街著名投资人, 其于 1997 年创立欧卡莫斯机会基金并担任投资经理。阿梅特·欧卡莫斯秉持价值投资的投资理念, 其价值型集中投资法则正是建立在其价值投资理念的上构建的选股准则。本篇大师系列将进行此策略在中国 A 股的适应性研究, 为价值投资选股提供新思路。

### 1.1 投资经历和业绩

#### 1. 初出茅庐入股市 (1992-1997)

阿梅特·欧卡莫斯 (1969-) 出身于土耳其的伊斯坦堡, 早年即通过土耳其的证券交易所培养起对证券交易的热爱。由于对美国证券行业的向往, 其于 20 岁时通过求学的途径获得前往美国的机会, 并于 23 岁开始正式进行证券交易。1995 年至 2000 年间其收益达到年化 107% 的水平, 累积了自己交易生涯的第一桶金, 600 万美元的投资收益。

#### 2. 创办欧卡莫斯机会基金 (1997-2008)

阿梅特·欧卡莫斯于 1997 年发行欧卡莫斯机会基金, 并于同年获评为美国投资经理人排行 (The U.S. Money Manager Verified Ratings) 第一名, 其优异而稳健的投资表现使得其几乎每年皆排名在美国投资经理人排行的前列。由于欧卡莫斯秉持价值投资, 在 2008 年金融危机前后认为自己的投资理念已经无法带来收益而选择停止该基金的运营。

### 1.2 投资理念

阿梅特·欧卡莫斯在投资过程中重视股票的基本面及价值。在选股角度, 特别控制选股数量, 一般都会控制在 10 只以内, 并且每对只股票的持股比例有严格的限制。在行情不利时, 总持仓比例一般更是控制在 20% 以内。

## 二、阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则

### 2.1 策略说明

阿梅特·欧卡莫斯在接受 Jack Schwager 的采访中详细地阐述了自己的选股标准, 这些选股标准是其价值投资理念的体现, 也是本篇中介绍的价值型集中投资法则的雏形。该投资策略从四个角度对股票提出要求, 其一、股票具备合理的估值; 其二、公司长期具备稳健的经营水平; 其三、管理层持股数量足够多; 其四、股价相对于历史股价不处于高位

以这四个角度出发选择九个指标, 分别是营业收入增长率、税后净利润增长率、自由现金流增长率、所有者权益增长率、ROE、董监事会持股比例、市净率、市盈率、股价/过去一年最高价, 共同构建了选股准则, 形成了阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则。这九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九条准则复制, 不存在需主观判断而不能量化的准则。

阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则的原始描述如下:

图 1 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则的原始描述

1. The company has a good track record in terms of growing their earnings per share, revenues per share, and cash flow per share.
2. The company has an attractive book value [the theoretical value of a share if all the company's assets were liquidated and its liabilities paid off] and a high return on equity.
3. The stock is down sharply, often trading near its recent low. But this weakness has to be due to a short-term reason while the long-term fundamentals still remain sound.
4. There is significant insider buying or ownership.
5. Sometimes a company having a new management team with a good track record of turning companies around may provide an additional reason to buy the stock.

资料来源: 申万宏源研究

### 2.2 具体策略和量化实现

如前文介绍, 阿梅特·欧卡莫斯价值策略从四个角度对股票提出要求, 而这四个角度又衍生出九个具体的选股准则, 形成了投资策略的通用版本。

#### 2.2.1 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则的通用版本

A. 五年平均营业收入增长率大于 20%

- B. 五年平均税后利润成长率大于 20%
- C. 五年平均自由现金流量成长率大于 20%
- D. 五年净值成长率大于 50%
- E. 五年平均 ROE 大于 20%
- F. 管理层持股比例增加或者高于市场平均值
- G. 市净率小于 1.5 倍
- H. 市盈率小于 12 倍
- I. 股价/最近一年最高价小于 0.4

## 2.2.2 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则初始版本投资分析

归纳阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则初始版本, 可以大致总结策略衡量的四个方面:

1. 用市盈率、市净率、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. 用营业收入成长率、税后净利润成长率、自由现金流成长率、所有者权益成长率、ROE, 保证买入的投资标的具备稳健的经营表现
3. 用董监事会持股比例来保证公司管理层具备足够的管理水平
4. 用股价/过去一年最高价来限制不要买在历史高点。

## 2.2.3 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则的中国化改造

由于原策略的选股标准十分严格, 几乎选不出满足条件的股票。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: 五年平均营业收入成长率大于市场平均值的 60%
- B. 改为: 五年平均税后利润成长率大于市场平均值的 60%
- C 改为: 五年平均自由现金流量成长率大于市场平均值的 60%
- D 改为: 五年净值成长率大于市场平均值的 60%
- E 改为: 五年平均 ROE 大于市场平均值的 60%
- F 改为: 管理层持股比例增加或者高于市场平均值的 60%
- G 改为: 市净率小于 4.0 倍
- H 改为: 市盈率小于 30 倍

I 改为：股价低于过去一年最高价的 90%

## 2.2.4 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则的所用指标

统计阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则中所使用指标如下：

表 1：阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则中所使用指标

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
每股流动资产/股价	衡量估值水平
长期借款/总资本	衡量财务状况
流动比率	衡量财务状况
股息收益率	衡量分红水平

资料来源：申万宏源研究

## 2.2.5 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则的文献来源

《Stock Market Wizards》Jack D. Schwager

Chapter 6. Page153-154

# 三、阿梅特·欧卡莫斯集中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

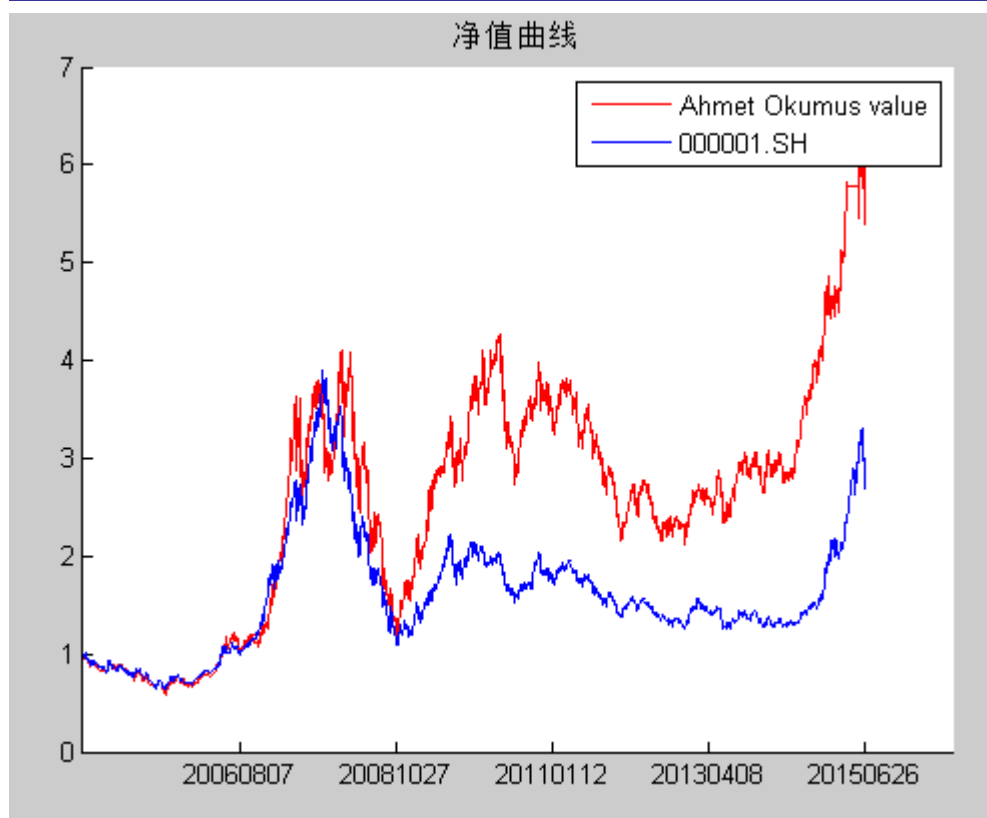
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数分别给出。

### 3.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 7 月, 共计 2818 个交易日。阿梅特·欧卡莫斯价值交易策略在此期间的总收益率 538.82%, 平均年化收益率 21.33%。

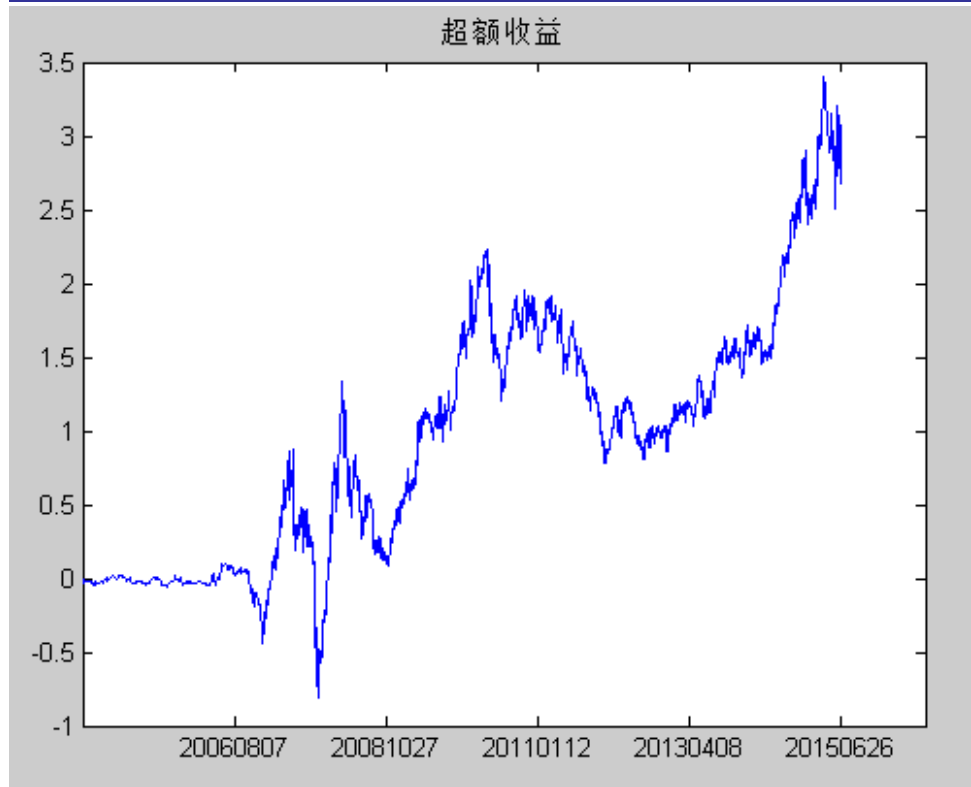
策略相对上证指数的年化超额收益率为 12.48%。

图 2 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图 3: 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则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 0.48。

策略期间最大回撤 71.24%，最大回撤时间 195 天, 最大回撤期为 2008 年 1 月 16 日至 2008 年 12 月 4 日。

### 3.2.3 盈亏统计

2818 个交易日中获得正收益的 1578 天, 盈利天数占比 56.00%。

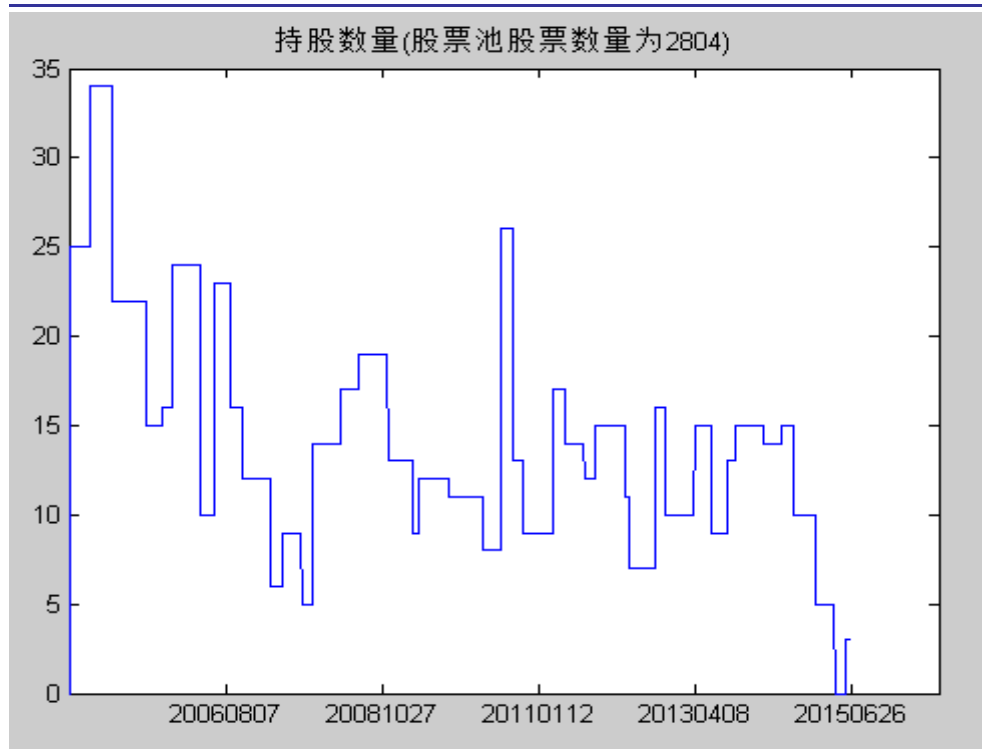
盈利日平均每天盈利 1.47%，亏损日平均每天亏损 1.68%。盈亏比 0.87。

### 3.2.4 持股个数

历史平均持股个数为 15 只, 最少时持股 0 只, 最多是持股 34 只。

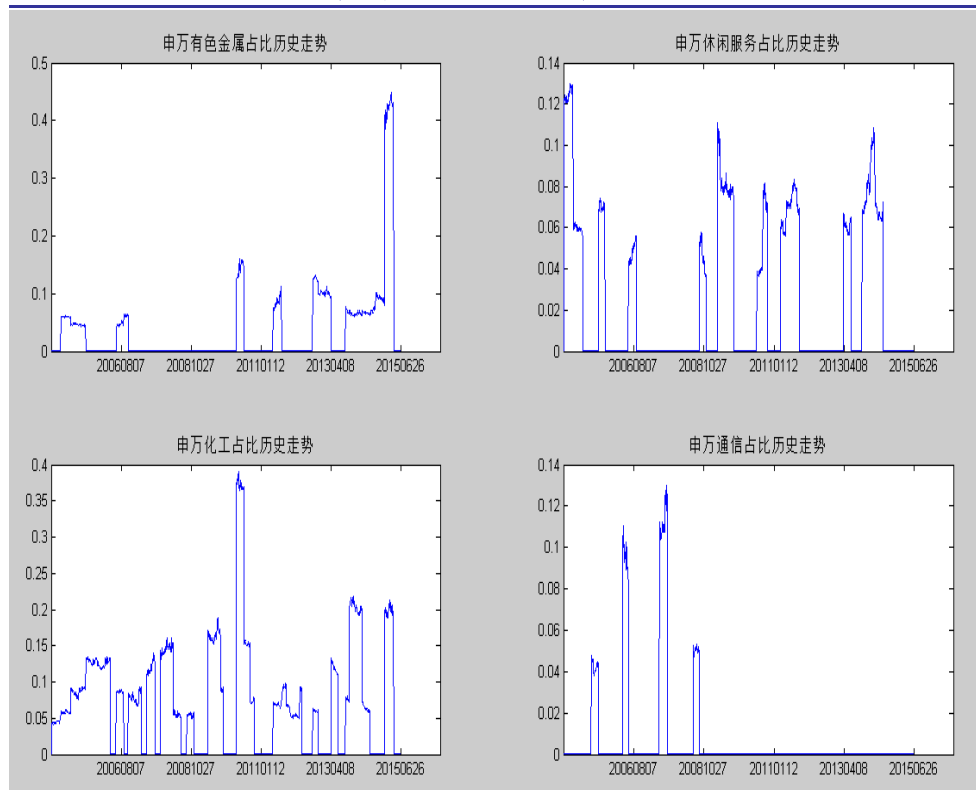


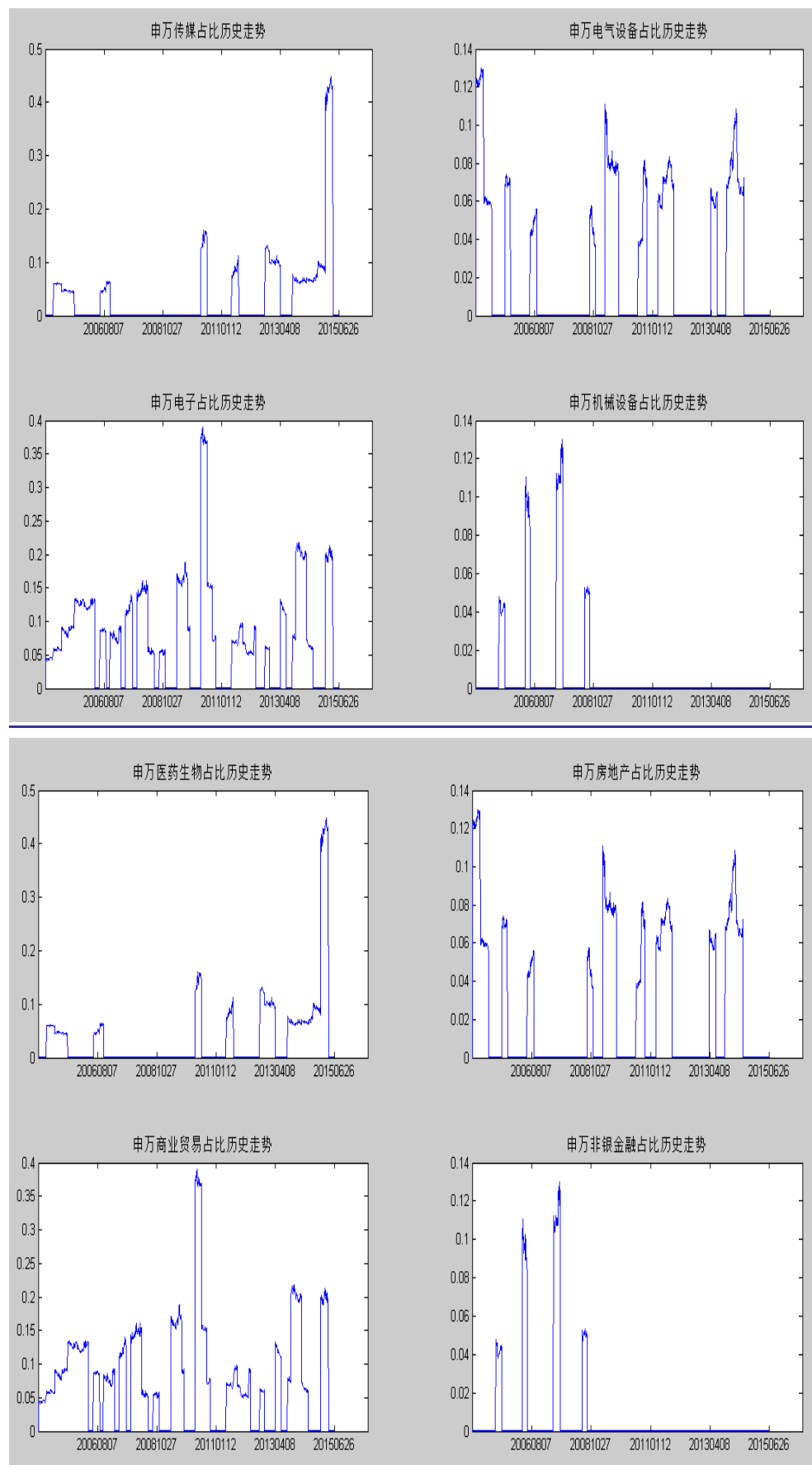
图 4: 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则历史各期的持股个数

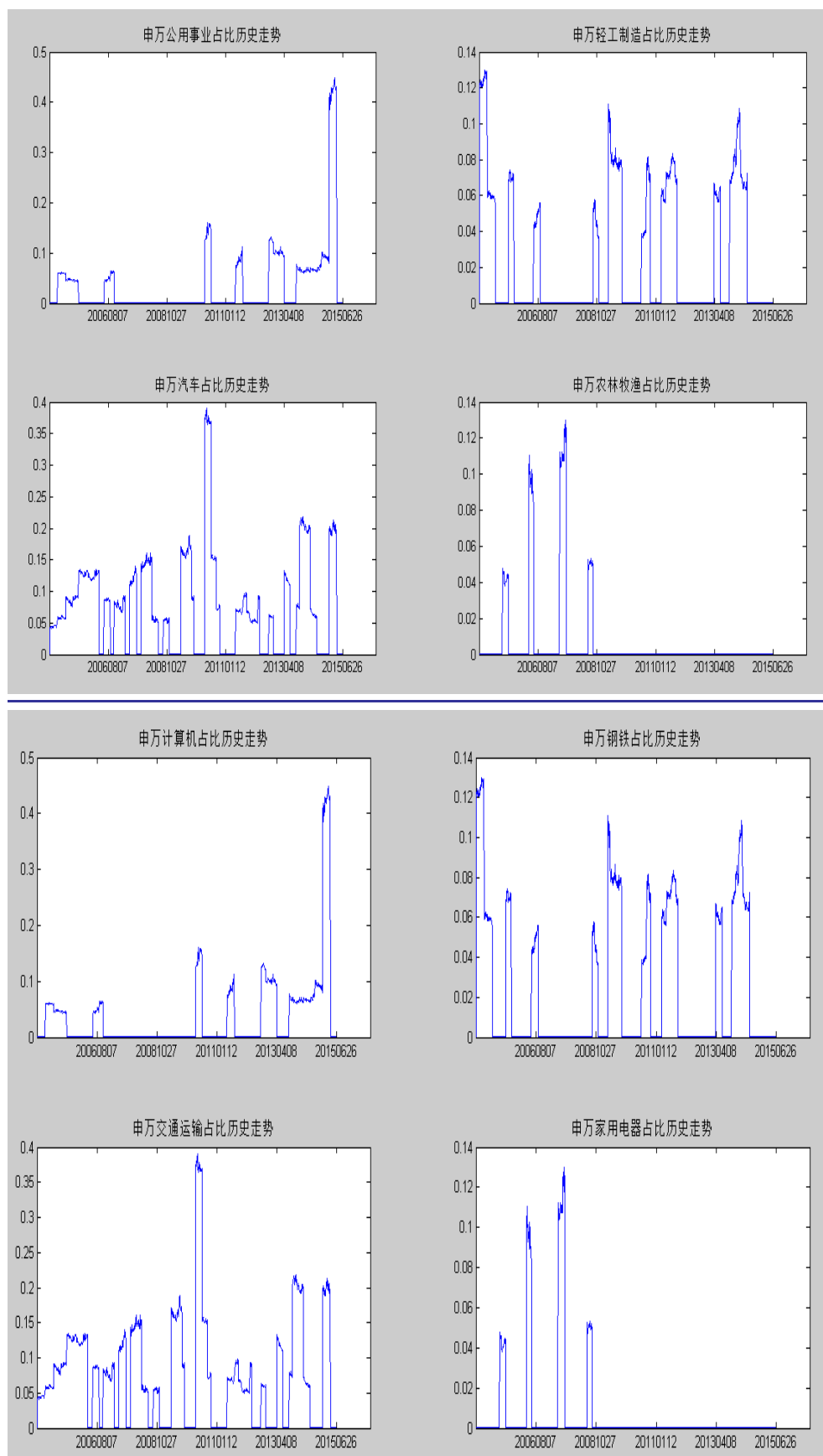


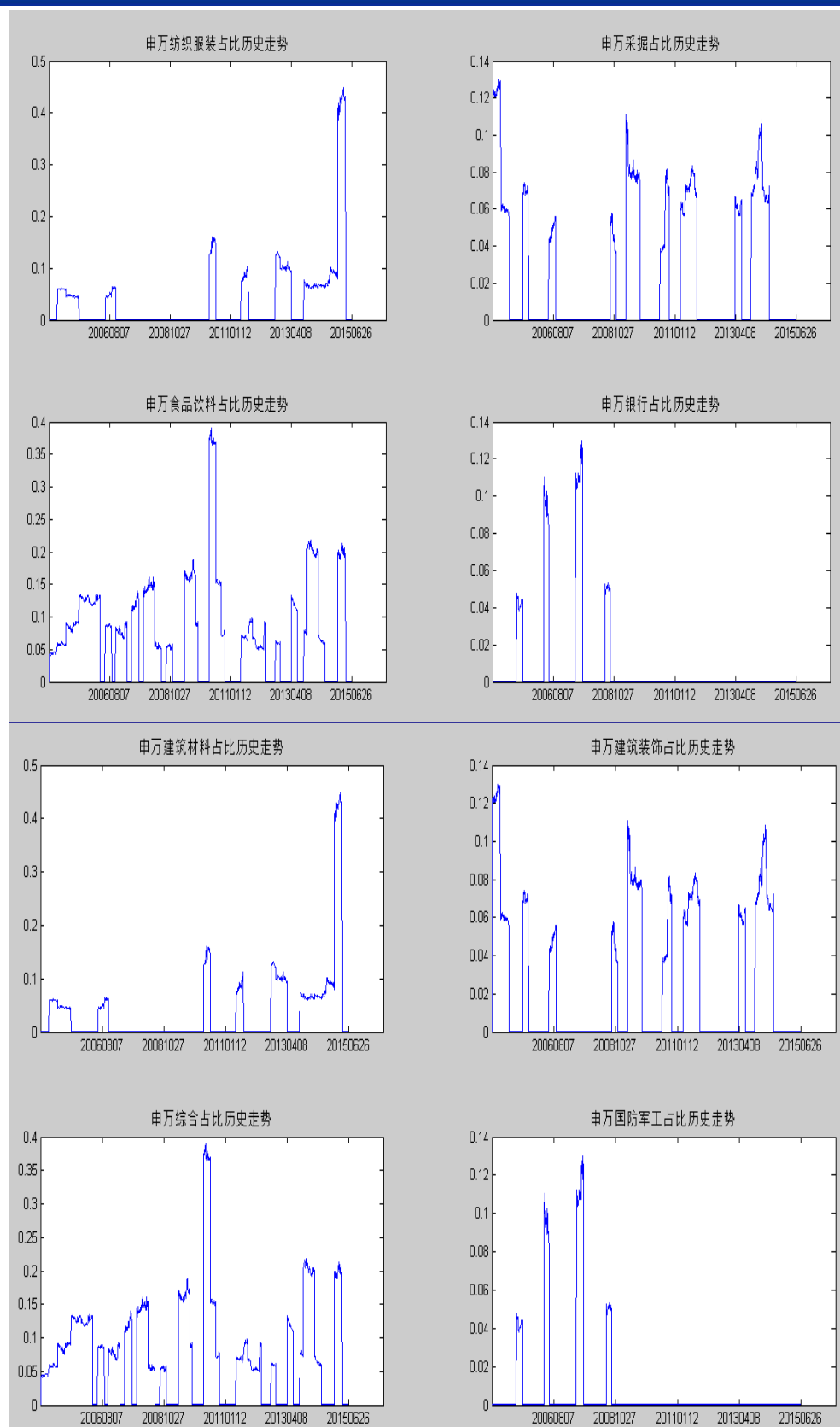
### 3.2.5 行业分布

图 5: 阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则的行业分布









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 日阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则持有 3 只股票，下表列示选出的股票。

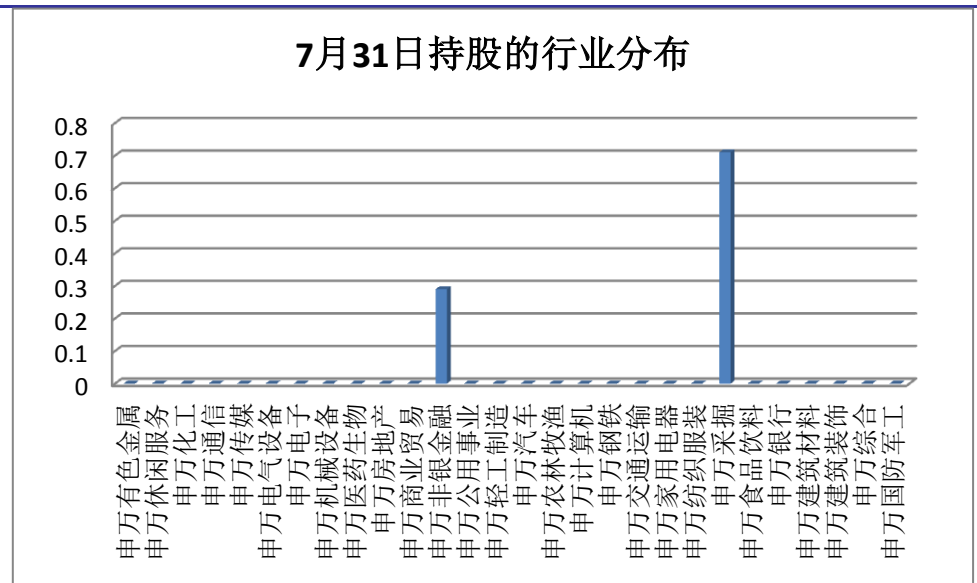
表 2：7 月 31 日阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则的持股明细

代码	名称	行业
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 日阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则持有成分股的行业分布（市值权重）如下图所示。

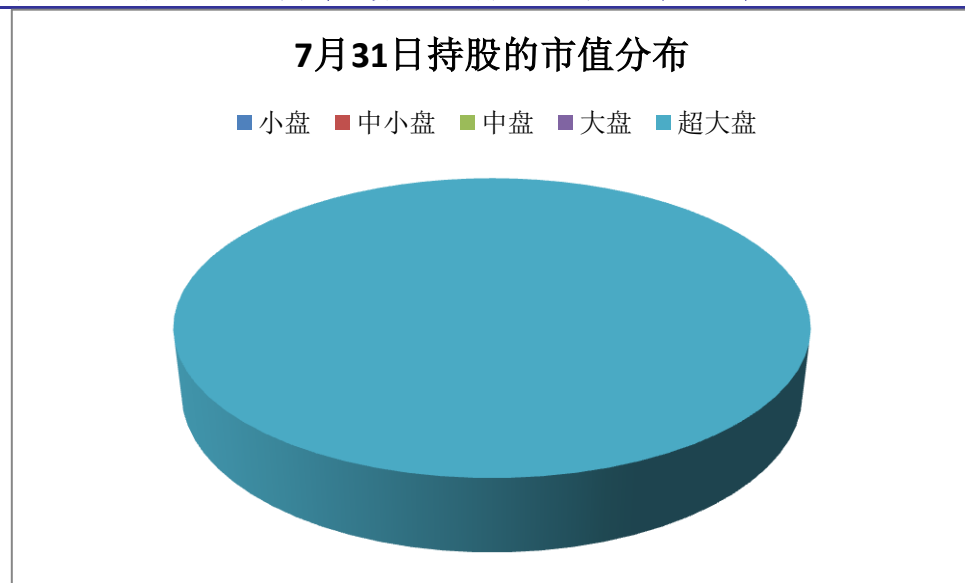
图 6：阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则 7 月 31 日持股的行业分布



资料来源：申万宏源研究

7 月 31 日阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则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：阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则 7 月 31 日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

## 四、阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则总结

阿梅特·欧卡莫斯在接受 Jack Schwager 的采访中详细地阐述了自己的选股标准，即价值型集中投资法则。该投资策略从四个角度对股票提出要求，其一、股票具备合理的估值；其二、公司长期具备稳健的经营水平；其三、管理层持股数量足够多；其四、股价相对于历史股价不处于高位

围绕这四个角度，提出了 9 个具体的选股准则，用市盈率、市净率、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；用营业收入增长率、税后净利润增长率、自由现金流增长率、所有者权益成长率、ROE，保证买入的投资标的具备稳健的经营表现；用董监事会持股比例来保证公司管理层具备足够的管理水平；用股价/过去一年最高价来限制不要买在历史高点。

从中国 A 股 2003 年以后的回测结果来看，阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则依然具备较好的投资能力，年化收益率近 21%，年化超额收益 13%，胜率 56%。从选股效果来看说明阿梅特·欧卡莫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九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并不能算成熟的策略，仍有不足。其一、在 2008 年出现过长达 195 天，幅度为 71% 的回撤，且盈亏比为 0.87；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，2013 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。

我们再次提出三个简单的优化建议：一是吸收阿梅特·欧卡莫斯集中投资法则中的投资思维，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；三是结合自己的投资理念减少策略的选股条件，9条选股标准相对来说较多，严格执行较难筛选出符合标准的股票。

## 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。