

2015 年 08 月 31 日

本杰明·格雷厄姆经典价值投资法

——申万大师系列_价值投资篇之一

相关研究

格雷厄姆经典价值投资法：

- “价值投资之父”格雷厄姆在晚年总结投资经验时，提出了著名的“十大准则”，包含了价值五法和安全五法。价值五法寻求具备投资价值的股票；安全五法寻求价格与价值的关系，只有当价格和价值相比，具有安全边际时才做交易。
- 格雷厄姆经典价值投资法包含了对估值、股息率、成长性、偿债能力、股价泡沫等多个维度的衡量。十条准则要求股票具备合理估值和稳定较好的成长性；另一方面通过偿债能力、有形资产等衡量，要求企业具备健康的财务状况和应对危机能力，大幅降低了踩雷、泡沫破灭等高风险事件。
- 格雷厄姆经典价值投资法的“十条准则”，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。

回溯结果

- 报告回溯包含了收益分析、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 月回溯：格雷厄姆经典价值投资法年化收益率 24%，超额收益年化 20%，最大回撤 60%，胜率 49%，盈亏比 1.17，平均每期持股 78 个。
- 格雷厄姆经典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公用事业、建筑材料和商业贸易三个行业。从市值看，小盘（全市场排序最小 20%）占比近 47%，中小盘（全市场市值 20-40%）占比 26%，中盘（40-60%）占比 22%。

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

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

目 录

一、大师系列的初衷	4
1.1 写作目的	4
1.2 思路来源和关注点	4
1.3 报告框架	5
二、本杰明·格雷厄姆的光辉	5
2.1 投资经历和业绩	5
2.2 本杰明·格雷厄姆的主要投资策略和著作	7
三、经典价值投资策略——十大准则	7
3.1 策略说明	7
3.2 具体策略和量化实现	8
四、经典价值投资策略的中国市场回测	10
4.1 测试方法介绍	10
4.2 测试结果	11
4.3 最新一期成分股及行业、市值分布	17
五、格雷厄姆经典价值投资策略总结	19

图表目录

图 1: 格雷厄姆经典价值投资策略的原始描述	8
图 2: 文献一: Remembering Benjamin Graham-Teacher and Friend	10
图 3: 文献二: A Test of Ben Graham' s Stock Selection Criteria.....	10
图 4: 经典价值投资策略与上证指数对比	12
图 5: 经典价值投资策略与上证指数的相对强弱	12
图 6: 经典价值投资策略历史各期的持股个数	13
图 7: 经典价值投资策略的行业分布.....	14
图 8: 经典价值投资策略 7 月 31 日持股的行业分布.....	18
图 9: 经典价值投资策略 7 月 31 日持股的市值分布	18
表 1: 格雷厄姆经典价值投资策略中所使用指标	9
表 2: 回测使用的量化指标与原指标对比	11
表 3: 7 月 31 日经典价值投资策略的持股明细.....	17

一、大师系列的初衷

1.1 写作目的

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。

我们的目的：一是我们自身想去认真的学习经典，复制这些策略本身就是自我学习过程，我们深信向这些被市场证明长期优秀，被后世尊为经典的投资大师学习，必然值得，必有所得；

二是复制和验证大师策略的过程，会自然的驱使我们更多的从投资逻辑和投资思维上思考收益之源，而不再是不停的数据挖掘和数理分析。大师系列的尝试，于我们是一个求道，而非求术的旅程。

三是我们希望能够调整，甚至优化策略。通过观察大师策略在中国如何，及在当今如何，做出我们自己的解释和调整。

1.2 思路来源和关注点

大师系列的思路来源，主要来源有三：

一是大师本身的著作、论文、访谈等。此来源最为直接，如我们能够找到此类资料，则我们会严格按照原文中的方法复制，并会向大家提供相关的来源。二是后来学者和投资者的总结，包括网站、数据、博客等。

大师系列的特色是“重逻辑和思路，以量化验证和分析”。在我们的报告中，介绍归纳大师的思路，验证和分析策略的结果同样重要。

再次特别想说的一点是：

- 1、我们要考虑大师真正投资心得的失真。大师的投资思路，不可能通过书籍详尽说明，从大脑到文章有过一次失真，而从文章到量化验证又会有部分失真。
- 2、切勿刻舟求剑。本系列中的大师，绝大多数来自国外，绝大多数是几十年前的市场（例如本文的格雷厄姆主要投资经验发生在 1920-1950）。所以时间不同，市场不同，不能照搬硬套。如何将大师策略融入现今中国市场，需要更多的研究。

- 3、大师策略不是灵丹妙药和交易圣杯，不建议直接用于投资。利用数据的验证结果来看，许多大师策略的复制效果并不理想，甚至有些大师策略的复制效果我们甚至怀疑能否在中国资本市场上发出产品。请重视思路，不要太在意回测结果。

1.3 报告框架

每一篇报告我们都会大致分三块。

一是介绍投资大师的大致经历，投资业绩和相关策略的来源。

二是介绍具体投资策略，以及我们如何量化这些投资策略。

三是验证和分析投资策略。利用 A 股市场的近些年数据做回测验证。

二、本杰明·格雷厄姆的光辉

大师系列的开篇之作，我们特意选择了本杰明·格雷厄姆的经典投资方法。因为本杰明·格雷厄姆被喻为“价值投资之父”、“证券分析之父”、“华尔街教父”。他开创了价值投资流派，影响了后来诸多的投资大师（沃伦·巴菲特、约翰·奈夫、马里奥·加贝利等）。格雷厄姆对价值投资的贡献无人能及，不仅是第一位强调和总结财务分析在股票投资中作用的投资大师，甚至是第一位运用数量分析法来选股的投资大师（他提出了普通股投资的数量分析方法，使投资者可以正确判断一支股票的价值，以便决定对一支股票的投资取舍）。格雷厄姆的投资方法，是价值投资的开山之作和思想基础。格雷厄姆的著作经久不衰，是永恒经典。

2.1 投资经历和业绩

本杰明·格雷厄姆（1894—1976），从事投资大致 42 年，主要投资经历为 1923 至 1956 年，主要投资美国股票、债券等。其创办的葛拉汉·纽曼公司在 1941 至 1960 期间，在 20 年中累积收益率达到 4425%，平均年化收益率为 21%。

大致投资经历如下：

1、纽伯格-亨德森-劳伯公司 （1914-1923）公司合伙人

经典交易案例是交易“哥报海姆公司”。通过利用收集到的资料进行研究分析，搜寻拥有大量隐匿性资产的公司。

“格雷厄姆在获悉该公司即将解散的消息后，通过各种渠道收集这家公司的有关资料，对这家公司的矿产和股价进行了详尽的技术分析，发现了该公司尚有大量的不为人知的隐蔽性资产，通过计算，格雷厄姆准确地判断出该公司股票的市场价值与其

实际资产价值之间有一个巨大的价差空间。他认为投资该公司的股票将会带来丰厚的回报，建议纽伯格先生大量买进该股票。纽伯格先生接受了格雷厄姆的建议。当 1917 年 1 月哥报海姆公司宣布解散时，纽伯格一亨德森一劳伯公司从这笔买卖中赚取了数十万美元的利润，其投资回报率高达 18.53%”（引自百度百科词条）。

2、格兰赫私人基金 创建人

经典交易案例是买入“杜邦公司”股票，卖出“通用汽车”股票。

“格雷厄姆注意到杜邦公司和通用汽车公司股价之间存在巨大的差距。经过分析，他认为由于杜邦公司持有通用 38%以上的股份，而且这一份额还在不断增加，所以市场现阶段两种股票之间的价格差距就是一种错误，而由股市造成的错误迟早都会由股市自身来纠正，市场不可能对明显的错误长久视而不见，一旦这种错误得到纠正之时，就是有眼光的投资者获利之时。格雷厄姆不仅大笔买进杜邦公司股票，而且更大笔地卖出通用汽车公司的股票。这样，他就会因杜邦公司股票上涨和通用汽车公司股票下跌而双向获利。两个星期后，市场迅速对这两公司股价之间的差距作出了纠正，杜邦公司股价一路攀升，升至每股 365.89 美元，而通用汽车公司股票随之下跌，跌至每股 370 美元左右。格雷厄姆迅速获利了结，不算他卖出吃过通用公司股票之间的差价，其单项投资回报率高达 23%。这使格兰赫基金的大小股东们都赚了大笔的钱。”（引自百度百科词条）。

3、格雷厄姆一纽曼公司 创始人

经典交易案例是交易“北方石油管道公司”股票。

“根据格雷厄姆所搜集到的财务数据显示，北方石油管道公司当时在股市上的市价只有 280 万美元，而它所持有的铁路债券就有 360 万美元，显然，它的投资价值被严重低估了。造成这一市场错误的根本原因是投资者没有发现该公司那笔庞大的隐形资产——铁路债券。而在格雷厄姆看来，当一家公司坐拥一大堆资产而不能创造任何利润时，它便理所当然地应成为投资者的目标。徒然拥有价值而不能为企业所用，那么发现它总比让它沉睡要好得多。格雷厄姆在买入北方管道公司 5%的股份后，和另一位在北方石油管道公司占有相当比例股份的律师结成同盟，并联合了占总股份 38%的中小股东，在董事会会议中提出议案，要求将公司持有的铁路债券兑现，并发给股东相应的红利。因格雷厄姆提出的议案完全符合《公司法》的规定，无奈北方石油管道公司只得同意该议案，发放红利。结果，格雷厄姆不仅分得股利，而且还在众多投资者的追风下，从股价的上涨中获利颇丰。”（引自百度百科词条）。

2.2 本杰明·格雷厄姆的主要投资策略和著作

格雷厄姆的投资策略核心是价值投资，大致可总结为：投资就是价值回归或者价值发现的过程。这个过程需要投资者通过财务分析，找出被低估的股票并持有，然后耐心等待到价值被发现的时刻。当股票价格回归到应有的价值是，投资者可抛售获利。

具体而言，格雷厄姆在起著作、访谈、论文中共提出过五个明确的投资策略：

- 1、经典价值策略
- 2、防御价值投资和积极价值投资策略
- 3、净资产现值投资策略
- 4、股票内在价值投资策略
- 5、企业主投资策略

本文将介绍其中第一个经典价值投资策略，另外四个投资策略我们将后续介绍验证。

格雷厄姆著著作中有两本最为著名，分别是《证券分析》（Security Analysis）和《聪明的投资者》（The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel）。此外。书中的经典思路将在我们复制格雷厄姆的五个策略过程中介绍。

三、经典价值投资策略——十大准则

3.1 策略说明

经典价值投资策略是由格雷厄姆晚年在一次访谈中提出，被认为是格雷厄姆一生交易经验的最重要总结。

经典价值投资策略共有十条准则组成，这十条准则又可分为价值五法和安全五法。需要特别说明两点：

第一、十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，我们的回测严格按照十条准则复制，不存在需主观判断而不能量化的准则。

第二、格雷厄姆认为，可以完全满足这十项准则的公司越来越少了（1976 年，美国），因此只要有股票能同时符合价值五法及安全五法中的任一项，即可视为具备投资价值。

下图为格雷厄姆经典价值投资策略的原始描述：

图 1：格雷厄姆经典价值投资策略的原始描述

Table 1: Graham's stock selection criteria

No	Description of criteria
1	An earnings-to-price yield at least twice the AAA bond yield.
2	A price-earnings ratio less than 40 percent of the highest price-earnings ratio the stock had over the past five years.
3	A dividend yield of at least two-thirds the AAA bond yield.
4	Stock price below two-thirds of tangible book value per share.
5	Stock price below two thirds "net current asset value".
6	Total debt less than book value.
7	Current ratio greater than two.
8	Total debt less than twice "net current asset value".
9	Earnings growth of prior 10 years at least at a 7 percent, annual (compound) rate.
10	Stability of growth of earnings in that no more than two declines of 5 percent or more in year end earnings in the prior 10 years are permissible.

资料来源：申万宏源研究

3.2 具体策略和量化实现

格雷厄姆经典价值策略分为两个部分，一方面关注投资价值，有五条准则用于表现价值要求，另一方面关注安全边际，有五条准则用于表现安全要求。

3.2.1 经典价值投资策略的价值五法

A. 股票的盈利回报率（市盈率倒数）应大于美国 AAA 级债券收益的 2 倍。例如某只股票的市盈率为 10 倍，则盈利回报率为 10%，如 AAA 债券收益率为 4%，则该只股票的盈利回报率满足条件。

B. 股票的市盈率应小于其过去五年最高市盈率的 40%。

C. 股票派息率应大于美国 AAA 级债券收益率的 2/3。

D. 股价要低于每股有形资产净值的 2/3。

E. 股价要低于每股净流动资产（流动资产-总负债）的 2/3。

3.2.2 经典价值投资策略的安全五法

A. 总负债要小于有形资产净值。

B. 流动比率（流动资产/流动负债）要大于 2

C. 总负债要要小于净流动资产的 2 倍

D. 过去 10 年的平均年化盈利增长率要大于 7%

E 过去十年中不能超过 2 次的盈利增长率小于-5%。

3.2.3 经典价值投资策略的投资角度分析

归纳经典价值投资策略，我们大致总结此策略衡量的六个方向：

一是要求估值不能过高。估值一方面要和自己历史高点比，一方面从整个资产回报率的角度和 AAA 级债券收益率相比。

二是股息率稳定。要求在不考虑股价自身涨跌，持股不卖的前提下，仅仅通过获取股息收益，也能至少获得 2/3 的 AAA 债券收益率。并且最好公司有稳定，不间断的派息记录。

三是企业具备较强成长性且成长性稳定持久。有两点明确要求，首先是过去十年平均成长率高于 7%，其次要求尽可能少的盈利下降次数（十年中不超过 2 次）。

四是公司财务状况正常，公司总债务完全可以依靠有形资产变现偿付，杜绝破产和退市风险。

五是具备很强的偿债能力：短期偿债能力要很强（流动比率大于 2），短期

六是股价有真实的有形资产相对应，遏制泡沫。

3.2.4 经典价值投资策略的所用指标

统计格雷厄姆经典价值投资策略中所使用指标如下：

表 1：格雷厄姆经典价值投资策略中所使用指标

指标	含义
PE	衡量估值水平
股息率	衡量分红水平
盈利增长率	衡量成长性
流动比率	衡量短期偿债能力
总负债/流动资产净值	衡量财物安全和短期偿债能力
总负债/有形资产净值	衡量财务安全和中长期偿债能力
股价/每股有形资产净值	衡量安全性和估值
股价/每股流动资产净值	衡量安全性和估值

资料来源：申万宏源研究

3.2.5 格雷厄姆经典价值投资法的文献来源

经典价值投资策略的十大法则是格雷厄姆晚年在访谈中提出的，并由 James Rea 在 1977 年 “Remembering Benjamin Graham-Teacher and Friend” 中最先总

结提出。由于十大法则的提出在格雷厄姆的晚年，所以十大法则被认为是格雷厄姆的“last will”和毕生交易总结。“Remembering Benjamin Graham-Teacher and Friend”发表在《The Journal of Portfolio Management》Summer 1977, Vol. 3, No. 4: pp. 66-72。

另一篇重要文献是 Henry Oppenheimer 在 1984 年发表的《A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria》，本章发表于《Financial Analysts Journal》Nov-Dec: pp. 40-47

图 2：文献一：Remembering Benjamin Graham-Teacher and Friend

Remembering Benjamin Graham — Teacher and Friend
The Journal of Portfolio Management
Summer 1977, Vol. 3, No. 4: pp. 66-72
DOI: 10.3905/jpm.1977.66
James B. Rea

Remembering Benjamin Graham—teacher and friend

A touching memoir, and an incisive and rigorous system for investment success.

James B. Rea

Benjamin Graham died at his home in France on September 21, 1976. He was creative and brilliant to the end. He had recently completed research going back fifty years (from 1925 to 1975) showing that if one had used just a few of his simple investment criteria during that period, he would have outperformed the Dow by a factor of over two to one. Ben's last message to me was, "Invest in financially sound companies whose earnings and dividend yields are high." By his criteria, a company is financially sound when it owes less than its net worth; and its earnings and dividend yields are high when they are twice and two-thirds, respectively, the average Triple-A bond yield.

Ben and I met about three years ago. At that time, I was a consultant with a number of corporations, and most of my work was associated with corporate acquisition search. These companies were interested in acquiring all of the stock, rather than just some of the stock as in an investment search. We observed that the principles of acquisition search and investment search are similar.

It was about the time that Ben wrote his article called "Renaissance of Value" in *Barron's* and copies of this article were sent to me by a number of my clients, and each in his nice way said, "You know, this article is something that you should really read. Mr. Graham's thinking is similar to yours, but he's way ahead of you. He's been doing it for fifty years, and maybe if you got to know him you'd learn a lot."

So, I read the article and agreed completely. Then I tried to get in touch with him and I found that none of my clients knew him; and I didn't know where he lived, so I sent a copy of my computer print-out (which was then used only for acquisition search) to him at *Barron's*, hoping they would forward it on to him.

APOLOGY AND MEETING

But when I didn't hear from him in a month or two, I bolstered my ego by rationalizing that, well, that world-famous fellow, he couldn't be expected to answer all of the letters that came from strangers, so I forgot about it. And then I got a call from Connecticut where Ben was staying with his oldest daughter, Marjorie, and he asked if I was the Jim Rea that sent him this "great big volume called *Radix*." Defensively, I said yes. He thanked me and apologized and said that he usually answered his mail quite promptly, but that he had had a stroke while in France and that he was forced to go to a hospital, and he said that the only thing really worth reading was what I had sent him through *Barron's*. (I found out later that's about all he had to read.) But I enjoyed the compliment, and he said that I didn't have to go to New York as I had promised in my letter, but "just come on down to La Jolla. I'll be there in another week or so; bring your wife, and we'll all get together."

So, we made a plan to meet in La Jolla a few weeks after he had called and one of the questions before he hung up was, he wondered how come I was generating his kind of stocks in my computer. He asked was I using his criteria, and I said I wasn't sure but I didn't think so, because I was not familiar with his criteria. I told him that my computer measured reward and measured risk and printed out in the order of highest reward-to-risk ratio. He said yes, and with some patience he reminded me that he had read the literature that I had sent him and that he agreed with my concepts of reward. But he had some questions that he'd like to talk to me about regarding my concepts of risk.

Subsequently, we met in La Jolla with our ladies. We had tea and cookies, and then he started out. He said, "Dr. Rea, I'd like to have you explain the

图 3：文献二：A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria

by Henry R. Oppenheimer

A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria

Benjamin Graham believed in the overall efficiency of securities markets, but he also believed that any conscientious investor could map a high trail through the slough of market efficiency by paying close attention to investment fundamentals and taking advantage of undervaluation and mispricing of individual securities. Among the maps he bequeathed to investors was a list of 10 criteria for identifying undervalued stocks.

The author screened New York and American Stock Exchange securities to select those issues that met various sets of Graham's criteria and measured performances of portfolios formed from those issues over the years 1974 through 1981. Over that period, the CRSP index of NYSE-AMEX securities provided a mean annual return (including dividends) of 14 per cent. An investor who had used Graham's advice to select from the NYSE-AMEX universe securities of firms with an earnings-to-price ratio at least twice the AAA bond yield and total debt less than book value would have achieved a mean annual return of 38 per cent!

Although the superior performance of the portfolios created from Graham's selection criteria declined after 1976, the year the criteria were published, it did not disappear. Furthermore, excess returns remained after risk adjustment and adjustment for firm size effects.

"I can assure the reader that among the 500-odd NYSE issues selling below seven times earnings today, there are plenty to be found for which the prices are not 'correct' ones, in any meaningful sense of the term. They are clearly worth more than current selling prices, and any security analyst worth his salt should be able to make up an attractive portfolio out of this 'universe.'"¹

lieved, further, that investors' emotional swings could cause "central values" to depart significantly from security prices. And he listed, in an article published in *Forbes* shortly after his death, the criteria investors could use to locate such inefficiencies.² This article examines the efficacy of those criteria.³

The Study

Table I lists Graham's 10 criteria. Graham and Rea suggested that the first five measure "reward" and the second five "risk." To be eligible for a portfolio, a security must meet at least one reward criterion and one risk criterion. Graham predicated his advice on the belief that a security's value and subsequent performance depend on acceptable operating performance and a solid (conservative) financial condition.

To test the criteria, I used a naive strategy that assumed an investor purchased securities

1. Footnotes appear at end of article

Henry Oppenheimer is Assistant Professor of Finance at the M. J. Neasey School of Business of Texas Christian University.

资料来源：申万宏源研究

资料来源：申万宏源研究

四、经典价值投资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 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）。

格雷厄姆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
股息率	TTM 的 PE
盈利增长率	净利润增长率
流动比率	流动比率
总负债/流动资产净值	总负债/流动资产
总负债/有形资产净值	总负债/(总资产-无形资产)
股价/每股有形资产净值	总市值/(总资产-无形资产)
股价/每股流动资产净值	总市值/流动资产
股息率	衡量分红水平
A A A 债券收益率	3 年期定期存款利率，按计算时点获取

资料来源：申万宏源研究

4.2 测试结果

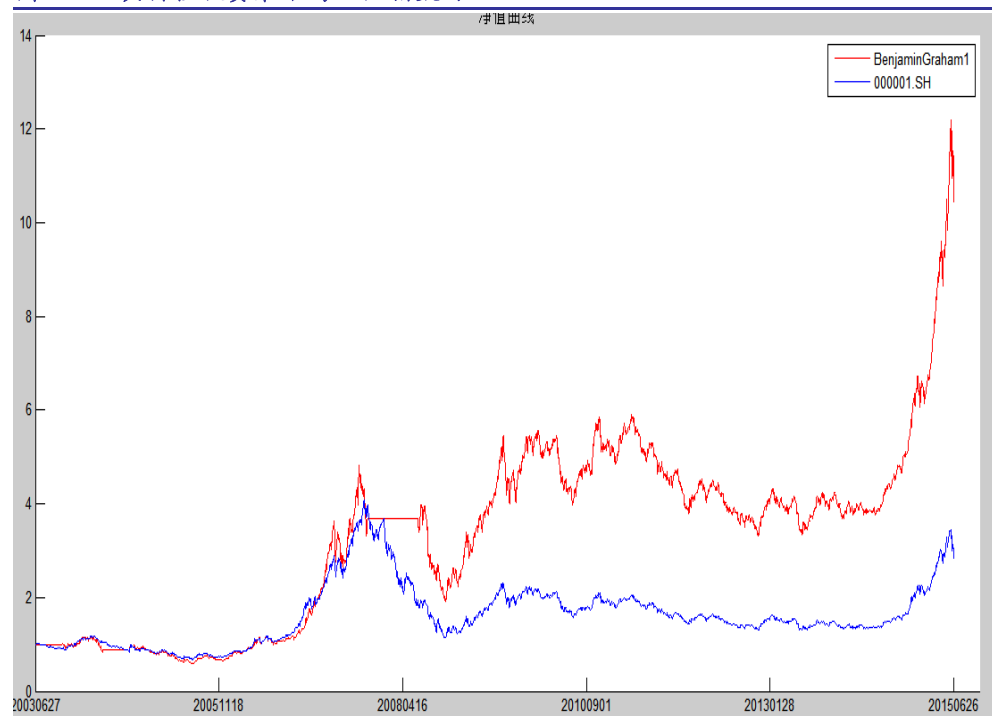
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数

4.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 7 月 31 日，共计 2938 个交易日。格雷厄姆经典价值交易策略在此期间的总收益率 941.78%，平均年化收益率 24.40%。

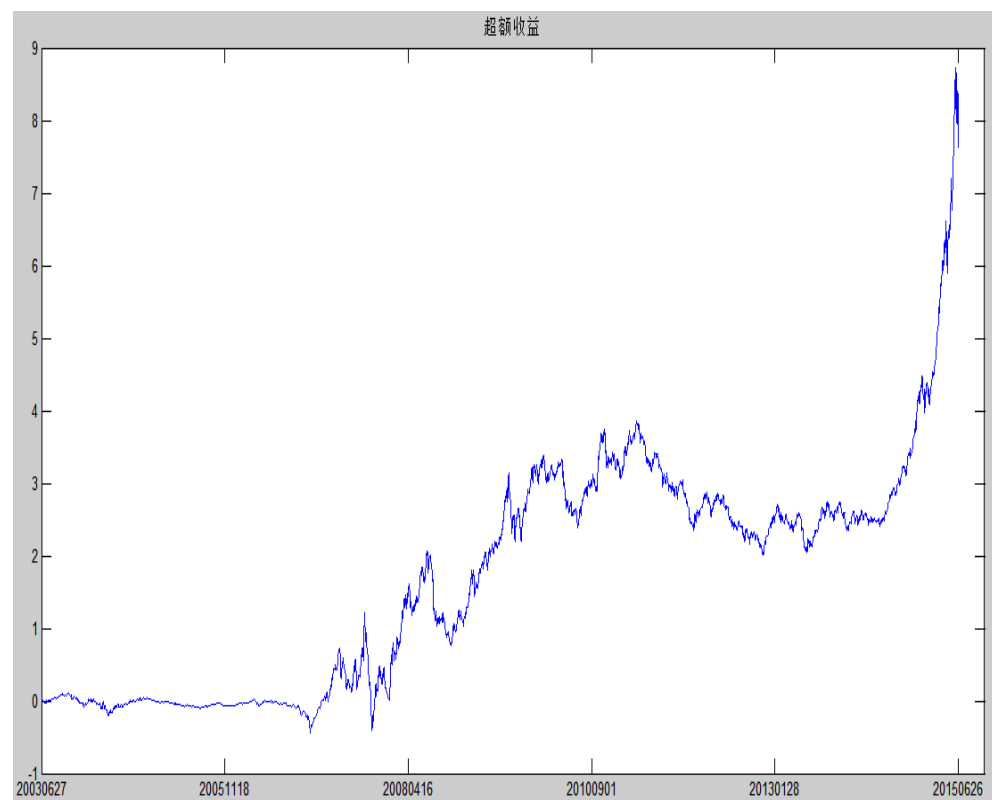
策略相对上证指数的年化超额收益率为 20.45%。

图 4：经典价值投资策略与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图 5：经典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

4.2.2 风险分析

策略总体 sharp 率为 0.67。

策略组合与上证指数的 beta 值为 0.82。

策略期间最大回撤 60.55%，最大回撤时间 273 天，最大回撤期为 2007 年 9 月 17 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 1443 天，盈利天数占比 49.14%。

盈利日平均每天盈利 1.32%，亏损日平均每天亏损 1.12%。盈亏比 1.17。

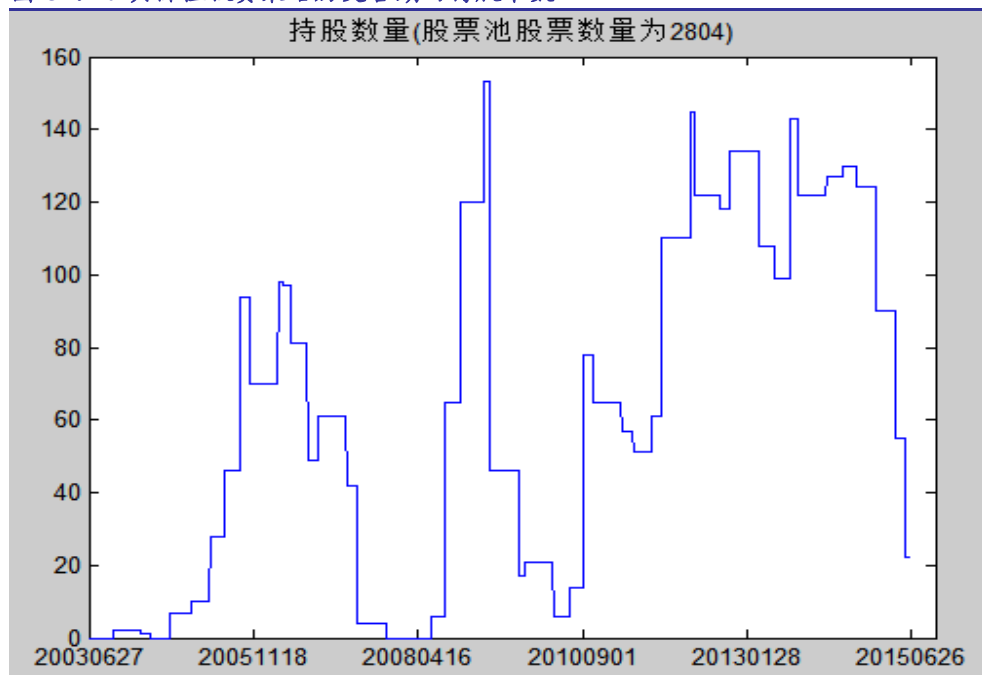
4.2.4 特殊说明

策略历史上有两个时间段内无法选出股票，导致出现两段时间为被动空仓期。第一段被动空仓期是 2004 年 5 月 24 日至 2004 年 8 月 30 日；第二段被动空仓期为 2007 年 11 月 1 日至 2008 年 1 月 25 日。

4.2.5 持股个数

历史平均持股个数为 76 只，最少时持股 0 只，最多是持股 154 只。

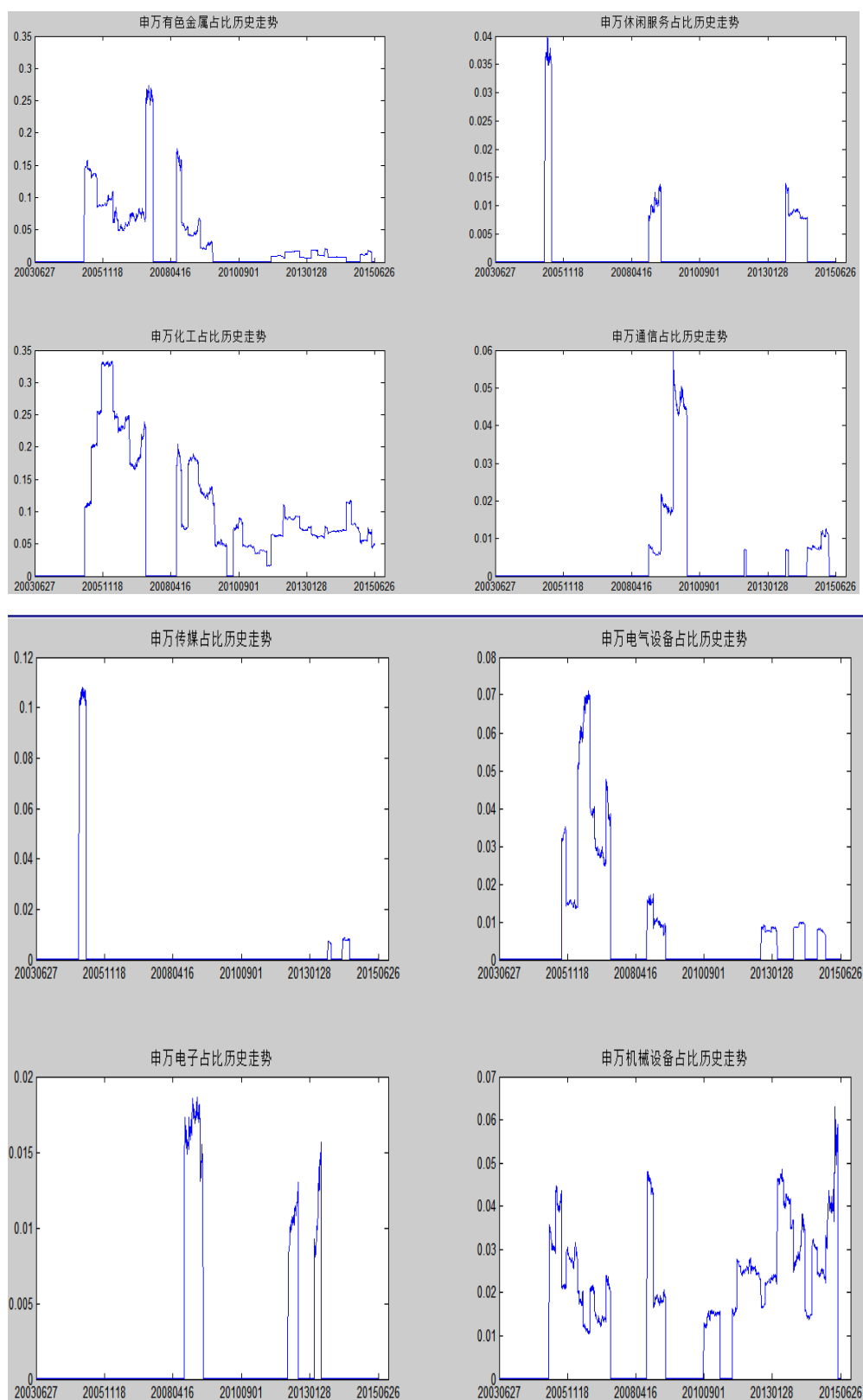
图 6：经典价值投资策略历史各期的持股个数

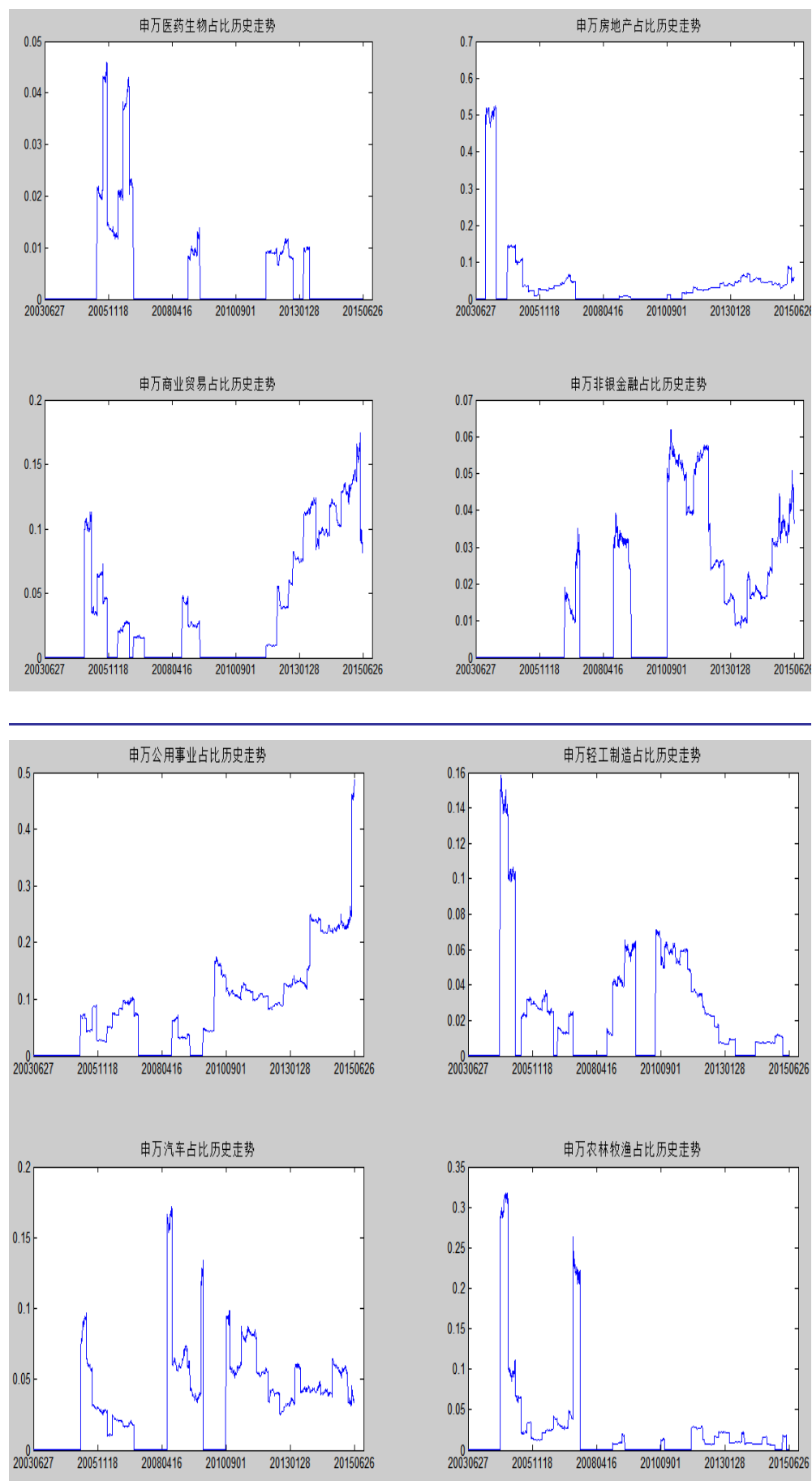


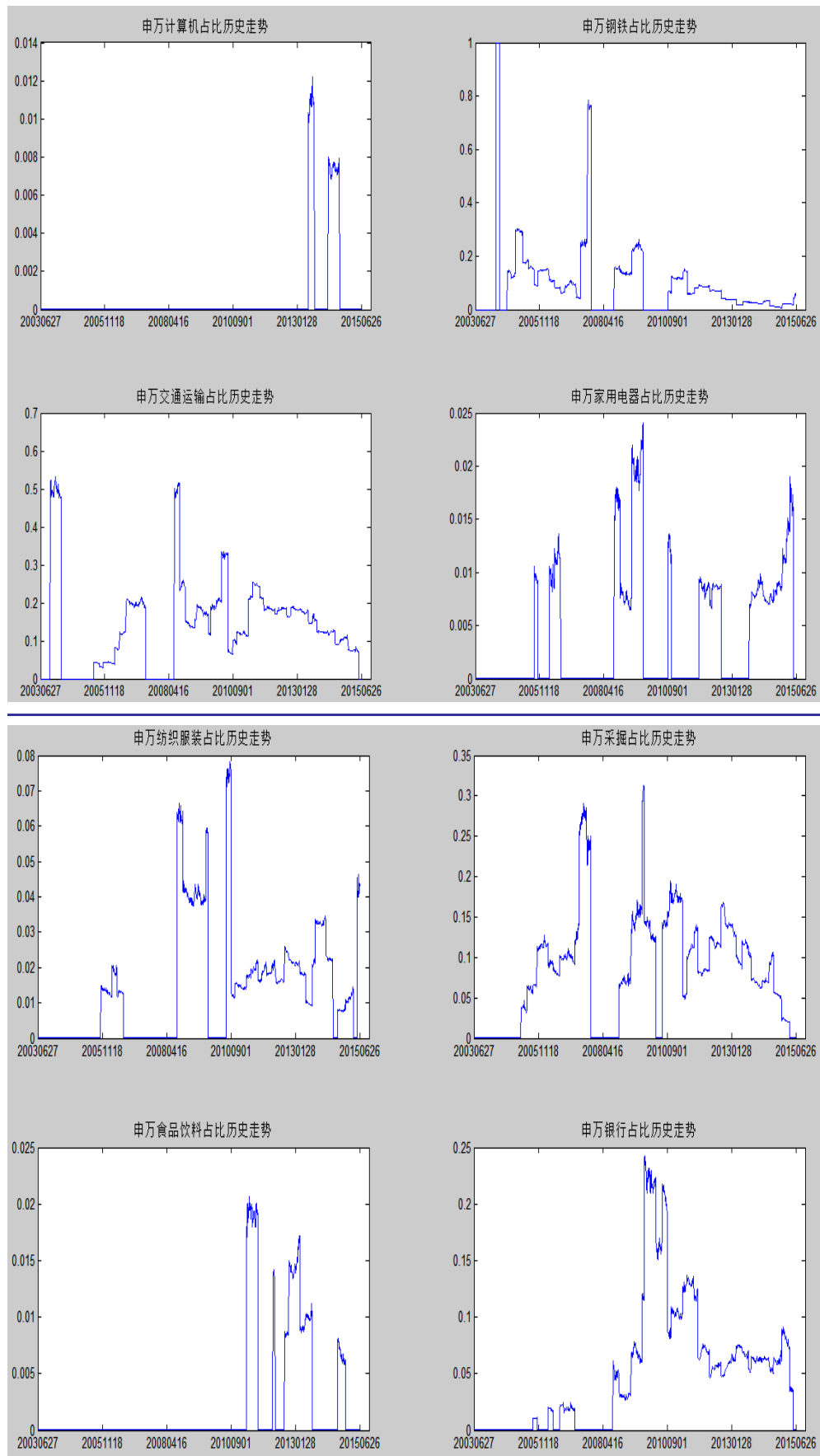
资料来源：申万宏源研究

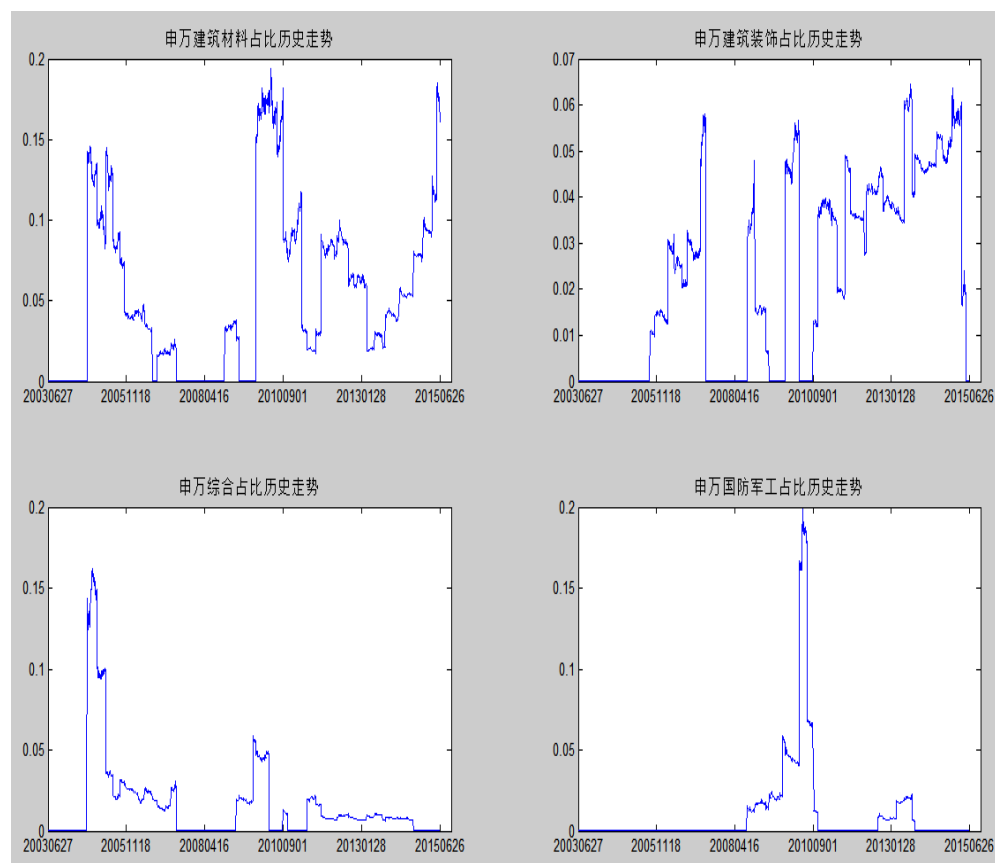
4.2.6 行业分布

图 7：经典价值投资策略的行业分布









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 日经典价值投资策略持有 22 只股票，股票如下表所示。

表 3： 7 月 31 日经典价值投资策略的持股明细

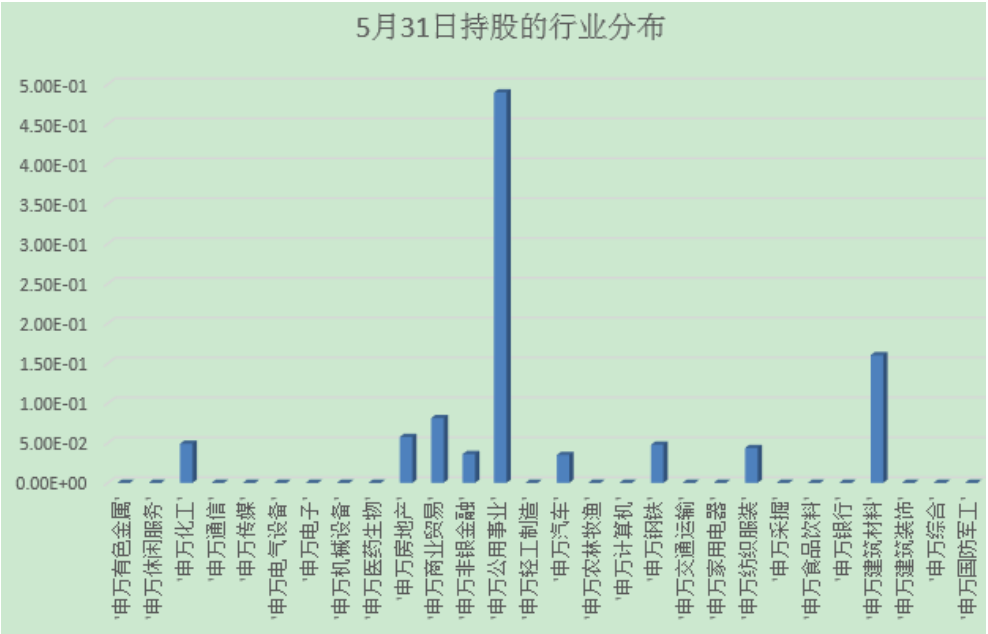
代码	名称	行业
'000043.SZ'	中航地产	房地产
'000415.SZ'	渤海租赁	非银金融
'000501.SZ'	鄂武商 A	商业贸易
'000539.SZ'	粤电力 A	公用事业
'000543.SZ'	皖能电力	公用事业
'000600.SZ'	建投能源	公用事业
'000625.SZ'	长安汽车	汽车
'000690.SZ'	宝新能源	公用事业
'000789.SZ'	万年青	建筑材料
'000899.SZ'	赣能股份	公用事业
'002039.SZ'	黔源电力	公用事业
'600011.SH'	华能国际	公用事业

代码	名称	行业
'600027.SH'	华电国际	公用事业
'600280.SH'	中央商场	商业贸易
'600426.SH'	华鲁恒升	化工
'600483.SH'	福能股份	公用事业
'600507.SH'	方大特钢	钢铁
'600578.SH'	京能电力	公用事业
'600668.SH'	尖峰集团	建筑材料
'600720.SH'	祁连山	建筑材料
'600801.SH'	华新水泥	建筑材料
'600886.SH'	国投电力	公用事业

资料来源：申万宏源研究

截止 7 月 31 日经典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 8：经典价值投资策略 7 月 31 日持股的行业分布

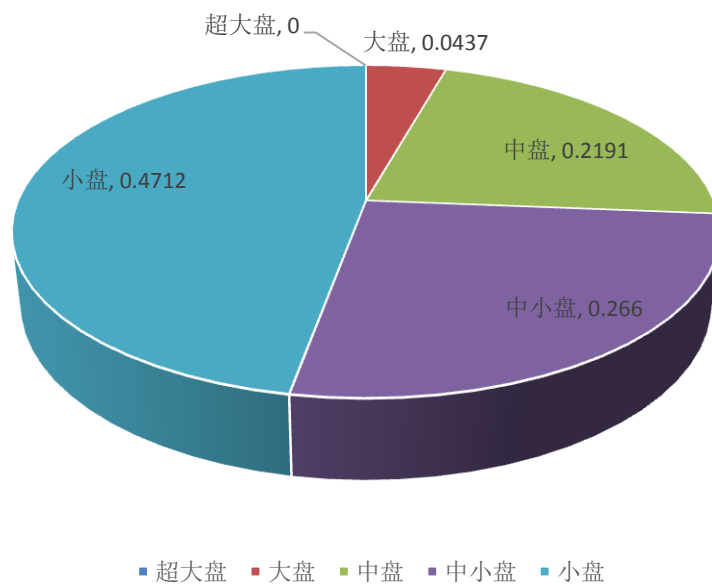


资料来源：申万宏源研究

最新经典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 9：经典价值投资策略 7 月 31 日持股的市值分布

经典价值投资策略7月31日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

五、格雷厄姆经典价值投资策略总结

格雷厄姆的经典价值投资策略，作为“价值投资之父”格雷厄姆的晚年总结，体现了两个最重要的观点：一是寻求具备投资价值的股票；二是寻求价格与价值的关系，只有当价格和价值相比，具有安全边际时才做交易。因此可以理解为“价值投资为选股核心，价格安全为入场信号”。

格雷厄姆在经典价值投资策略中给出了非常明确的“价值五法”和“安全五法”，评判标准清晰可量化，整个十条准则中包含了对估值、股息率、成长性、偿债能力、股价泡沫等多个维度的衡量。十条准则要求股票具备合理估值和稳定较好的成长性，类似 GARP 的基本思路，另一方面通过偿债能力、有形资产等衡量，要求企业具备健康的财务状况和应对危机能力，大幅降低了踩雷、泡沫破灭等大风险事件。

从中国 A 股 2003 年以后的回测结果来看，格雷厄姆经典价值投资策略依然具备很好的投资能力，年化收益率近 24%，年化超额收益 20%，胜率 49%，盈亏比 1.17。从选股效果来看说明格雷厄姆的思想在中国市场依然有很强的适用性，非常值得我们沿着十条准则所体现的思路作进一步的优化和探索。“十条准备”经历了半个多世界，在中国市场依然具备很强生命力，令人惊叹。

但需要说明的是，目前我们所测试的“十条准则”并不能算成熟的策略，仍有不足。其一、在 2007 年出现过长达 280 天，幅度为 60% 的回撤；其二、策略相对基准的相对强弱波动较大，仅在 2014 年后体现出明显的相对优势，而在 2006 至 2013

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。

我们再次提出两个简单的优化建议：一是吸收经典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；二是将格雷厄姆经典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。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|----------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

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。