

2015 年 10 月 27 日

《MASETR》

第一季价值投资篇结果汇总

——申万大师系列_价值投资篇之二十

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》
《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则》
《惠特尼·乔治小型价值股投资法》
《理查德·马文价值导向选股法则》
《戴维·波伦价值型系统评价投资法》
《麦克·贝利 2-2-2 选股法则》
《迈克尔·喜伟收益型投资法》

证券分析师

陈杰 A0230513080006
chenjie@swsresearch.com

联系人

朱晓峰
(8621) 23297313
王小川
(8621) 23297541
zhuxf@swsresearch.com

特别感谢实习生余剑峰、孔潇的研究支持

<Master>——申万大师系列

- 申万宏源证券研究所金融工程部的<Master>大师系列第一季，主要介绍国外经典的价值投资大师的策略和方法。
- 第一季价值投资篇共发深度报告 19 篇。介绍了本杰明·格雷厄姆、詹姆斯·奥肖内西、查尔斯·布兰德斯等 17 位大师，共 19 个投资策略。
- 在<Master>中，我们对每位大师的投资经历、每个大师策略的资料来源进行较详尽描述，设定选股方法时尽可能忠实原著。
- <Master>系列，出一篇报告外，均采用 2003 年 6 月至 2015 年 7 月的中国 A 股数据进行了策略回测、验证和风格分析。

本篇为<Master>第一季价值投资篇的汇总和对比

- 回测结果表明，大部分的经典价值投资大师策略在国内体现出较强适用性，值得进一步研究优化。19 个策略的年化收益，最低为 11%，略低于上证指数；14 个策略高于 20%；4 个策略大于 30%，分别是“本杰明·格雷厄姆成长股内在价值投资法”，“迈克尔·普里斯低估值选股法”，“柏顿·墨基尔成功选股法”以及“麦克·贝利 2-2-2 选股法则”。
- 大部分策略在 2007 年 5 月至 2008 年 12 月，均存在较大幅度回撤，从 54%-81%不等。
- 19 篇价值策略报告共涉及 35 个因子。95%的策略需要分析估值；63%的策略需要分析公司经营情况；58%的策略需要分析负债；58%的策略同时分析估值和公司经营；37%的策略关注公司的成长性。



申万宏源研究微信服务号

目录

一、申万大师系列第一季—价值投资篇	3
二、价值投资大师策略考察因子的维度	3
三、大师策略回测方法及结果	5
3.1 测试方法介绍	5
3.2 各个策略的回测结果对比	6

一、申万大师系列第一季—价值投资篇

申万宏源证券研究所金融工程部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。

在第一季中，我们聚焦价值投资型大师的经典策略，共推出了 19 篇策略报告，分别是：

表 1：大师报告 1-19

报告名	大师经历和光辉
《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》	“华尔街教父”、“价值投资之父”
《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》	与格雷厄姆，巴菲特和彼得·林奇一起称为“传奇的投资者”
《查尔斯·布兰德斯价值投资法》	格雷厄姆的主要传人之一，持续全球前十的国际股权基金管理人
《三一投资管理公司价值选股法》	美国最大共同基金及投资管理集团之一的欧本海默基金公司一员
《彼得·林奇基层调查选股法》	1977~1990 13 年内，平均复利报酬率达 29%，全球第一
《史蒂夫·鲁佛价值选股法则》	路佛集团创始人，晨星公司五星级基金。
《迈克尔·普里斯低价值选股法》	美国价值型基金经理人中的传奇人物，20 年间平均报酬率 20%
《阿梅特·欧卡莫斯价值型集中投资法则》	欧卡莫斯基金创始人，97-08 年，美国投资经理人排行前列。
《罗伯特·山朋价值型投资法》	奥克马克基金创始人，十年间一直为哈理斯公司的旗舰共同基金
《柏顿·墨基尔成功选股法》	著名的美国投资大师，《漫步华尔街》作者。
《罗伯·瑞克超额现金流选股法则》	华尔街著名的券商和自营商 R.L.瑞克公司创始人
《麦克·劳尔集中价值选股法则》	华尔街闻名的优秀分析师，1997 年美国年度最佳基金
《惠特尼·乔治小型价值股投资法》	2001 晨星公司 5 星，2011 美国小盘股基金“最佳基金经理”
《理查·马文价值导向选股法则》	格雷厄姆和巴菲特的追随者，华尔街著名的财务分析专家
《戴维·波伦价值型系统评价投资法》	格雷厄姆和巴菲特的追随者，华尔街知名的投资经理人，
《麦克·贝利 2-2-2 选股法则》	大学教授，探索投资（Discovery investing）咨询公司创始人
《迈克尔·喜伟收益型投资法》	美国著名财经杂志 Money Magazine 的专栏作家

资料来源：申万宏源研究

二、价值投资大师策略考察因子的维度

价值投资以基本面分析为立足点、从股票估值、公司经营、成长性、负债、公司规模和管理层多个方面对股票进行定量分析。19 篇价值策略报告共涉及 35 个因子。

表 2 列出了这些策略的所考察的因子情况：95%的策略需要分析估值；63%的策略需要分析公司经营情况；58%的策略需要分析负债；58%的策略同时分析估值和企业经营；37%的策略关注公司的成长性。

市盈率、市净率、股息率受明显关注，79%的策略关注市盈率；58%的策略关注市净率；47%的策略关注股息率；稍显意外的是，管理层或机构的持股比例受重视明显，有超过 1/4 的策略关注此项指标。

表 2：大师报告 1-19 选股因子构成

因 子		报 告																		
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
估 值	市盈率	√	√	√		√	√	√	√		√		√	√		√	√	√		√
	市盈率（预期）																		√	
	市净率	√		√		√	√		√	√	√			√	√	√			√	
	股价/每股流动资产																			
	市现率					√		√	√			√		√	√			√		
	市销率											√			√	√				
经 营	总资产收益率															√				
	净资产收益率										√							√		
	投入资本回报率															√		√		
	每股收益			√																
	每股现金流量				√			√	√							√	√	√		
	每股营业收入				√															
	股息率	√		√	√		√	√	√					√			√			√
	净利润			√																
成 长	净资产增长率										√									
	存货增长率							√												
	营收增长率							√			√									
	净利润增长率							√			√		√					√		
	预期盈利增长率																		√	
	自由现金流增长率										√									
	净资产收益增长率																			
	每股收益增长率		√																	√

负 债	流动比率			√					√					√				√
	速动比率								√					√				
	资产负债率 (总负债/总资产)							√		√				√			√	
	总负债/净流动资产			√														
	长期借款/总资本								√									
	产权比率 (负债总额/股东权益)					√								√	√		√	√
规 模	总市值			√											√	√	√	
	总股本			√														
管 理 层	董事会持股比列				√				√	√	√							
	机构持股比列												√					
动 量	股价相对强度								√				√					
	当前股价/过去最高																	

资料来源：申万宏源研究

三、大师策略回测方法及结果

3.1 测试方法介绍

我们按如下方法进行回测：

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。大师 18，受数据完整度影响，回测开始时间从 2013 年开始。

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。停牌或涨跌停的股票不进行交易。

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 各个策略的回测结果对比

在每篇报告的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。表 3 列出了所有大师策略的关键性能指标，包括回测区间、考察的因子个数、平均年化收益、持股区间、最大回撤和夏普比例。

19 个策略年化收益，最低 11%，略低于上证指数；14 个策略高于 20%；4 个策略大于 30%，分别是“本杰明.格雷厄姆成长股内在价值投资法”，“迈克尔.普里斯低估价值选股法”，“柏顿.墨基尔成功选股法”以及“麦克.贝利 2-2-2 选股法则”，而这 4 篇报告的夏普比例也达到了 0.9 以上。

需要指出的是，“麦克.贝利 2-2-2 选股法则”回测时间是从 2013 年开始，年化收益达到了 92%，超额收益为 56%。此区间内上证指数的年化收益也达到 28%。因此不能简单和其他策略进行比较。

表 3：大师 1-19 主要性能指标对比

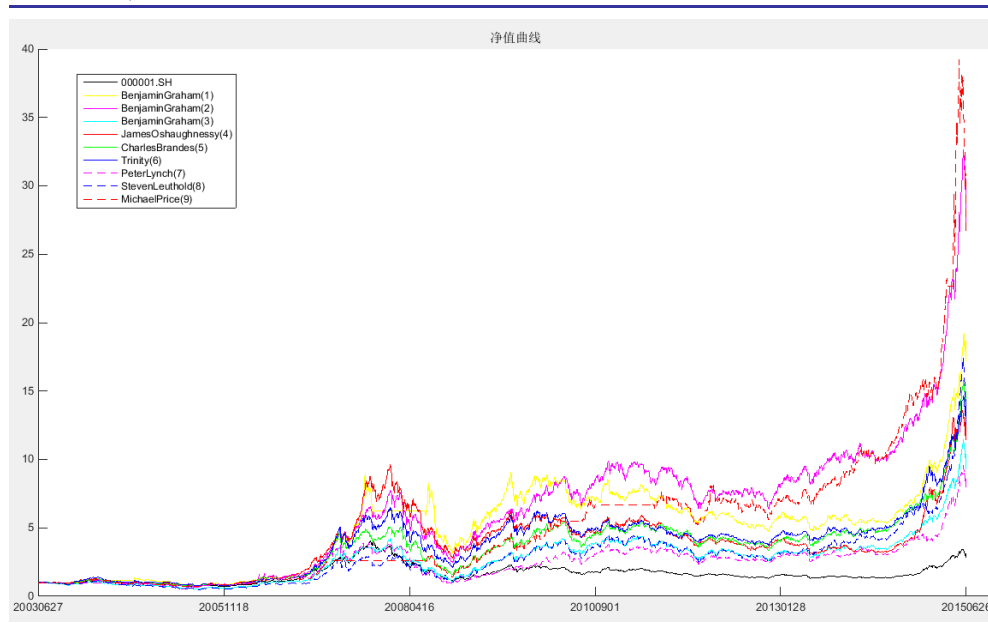
策略	回测区间	因子个数	年化收益 (%)	持股数	最大回撤 (%)	年化夏普
格雷厄姆经典价值	2003. 6-2015. 6	5	24	0~154 (76)	61	0. 67
格雷厄姆成长股价值	2003. 6-2015. 6	1	33	0~80 (44)	68	0. 95
格雷厄姆企业主	2003. 6-2015. 6	7	23	0~161 (49)	74	0. 58
奥肖内西价值	2003. 6-2015. 6	5	21	7~30 (22)	70	0. 69
布兰德斯价值	2003. 6-2015. 6	6	26	5~219 (73)	69	0. 75
三一价值	2003. 6-2015. 6	3	21	25~30 (30)	67	0. 69
林奇基层调查	2003. 6-2015. 6	5	18	0~27 (7)	77	0. 52
鲁佛价值	2003. 6-2015. 6	7	23	14~46 (28)	67	0. 69
普里斯低估价值	2003. 6-2015. 6	3	31	0~171 (19)	54	0. 91
欧卡莫斯价值	2003. 6-2015. 6	9	21	0~34 (15)	71	0. 48
山朋价值	2003. 6-2015. 6	3	25	1~85 (24)	69	0. 67
墨基尔成功选股	2003. 6-2015. 6	2	36	0~15 (7)	70	0. 93
瑞克超额现金流	2003. 6-2015. 6	5	26	0~54 (12)	71	0. 61
劳尔集中价值	2003. 6-2015. 6	8	15	0~18 (5)	76	0. 32
乔治小型价值	2003. 6-2015. 6	8	12	0~31 (4)	66	0. 28
理查&马文价值导向	2003. 6-2015. 6	6	22	10~10 (10)	70	0. 53
波伦价值	2003. 6-2015. 6	9	11	0~119 (35)	81	0. 26
贝利 2-2-2	2013. 1-2015. 6	3	92	0~79 (47)	13	2. 43
喜伟收益型	2003. 6-2015. 6	5	17	0~217 (52)	72	0. 48

资料来源：申万宏源研究

图 1-图 6，为所有策略的绝对收益曲线和超额收益曲线。我们在回测中，使用的是复利（即现金盈利全部用于股票再投资）；对累计收益取自然对数后，得到单利收益（即现金盈利不用于再投资）。

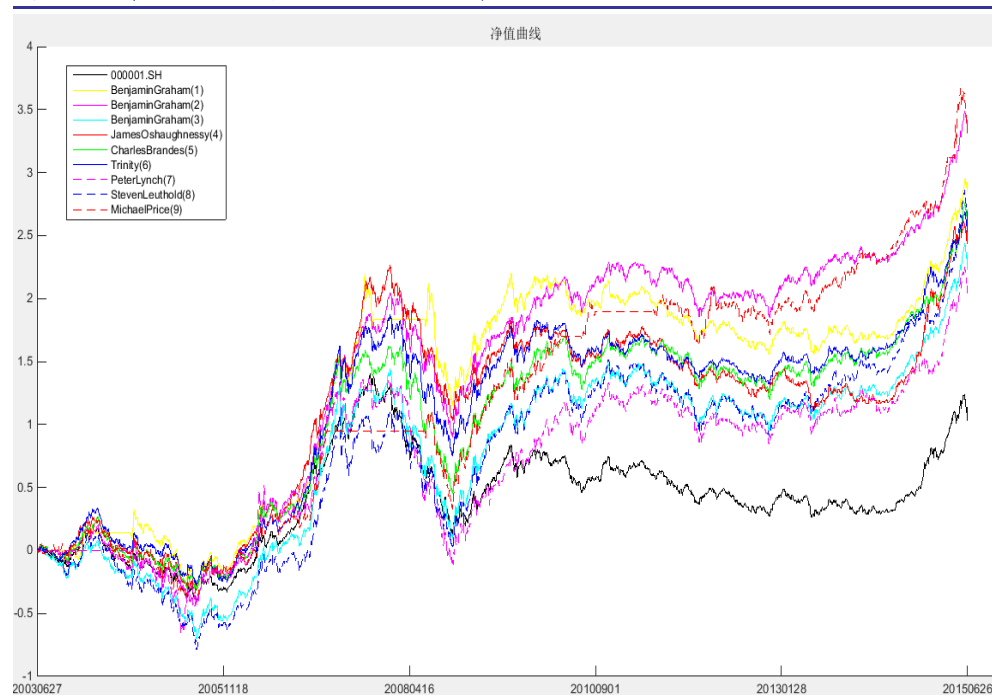
所有策略在 2007 年 5 月至 2008 年 12 月，均存在较大幅度回撤，从 54%-81% 不等。这个回撤有一定的必然性，因为目前的回测方法是：即使可能只有一个股票入选，也是全部资金都投入持仓；然而大盘在此区间从牛市高点跌至熊市底部，几乎极少有股票能幸免。我们建议的方法是，根据策略选出的符合要求的股票数目多少，来决定资金仓位。比如，从图 1、图 2 可以看到格雷厄姆经典价值、迈克尔·普里斯等低估价值选股在 07-08 牛市顶峰附近选出的股票数目非常少，甚至是 0，这显然是很重要的预警信息。

图 1：大师 1-9 收益与上证指数对比（复利）



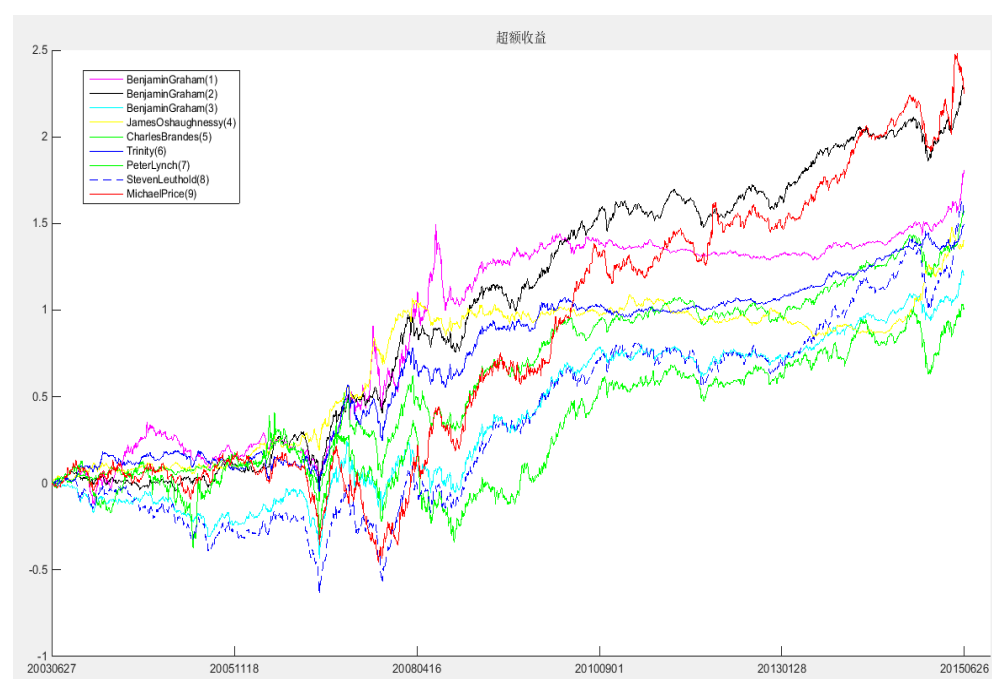
资料来源：申万宏源研究

图 2：大师 1-9 收益与上证指数对比（单利）



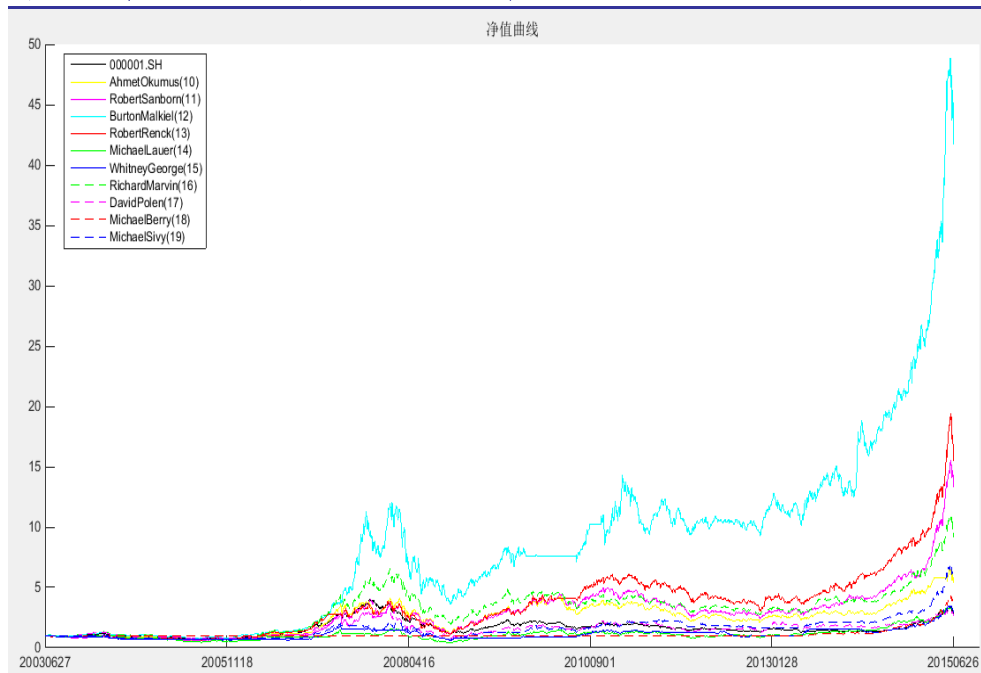
资料来源：申万宏源研究

图 3：大师 1-9 相对上证指数超额收益（单利）



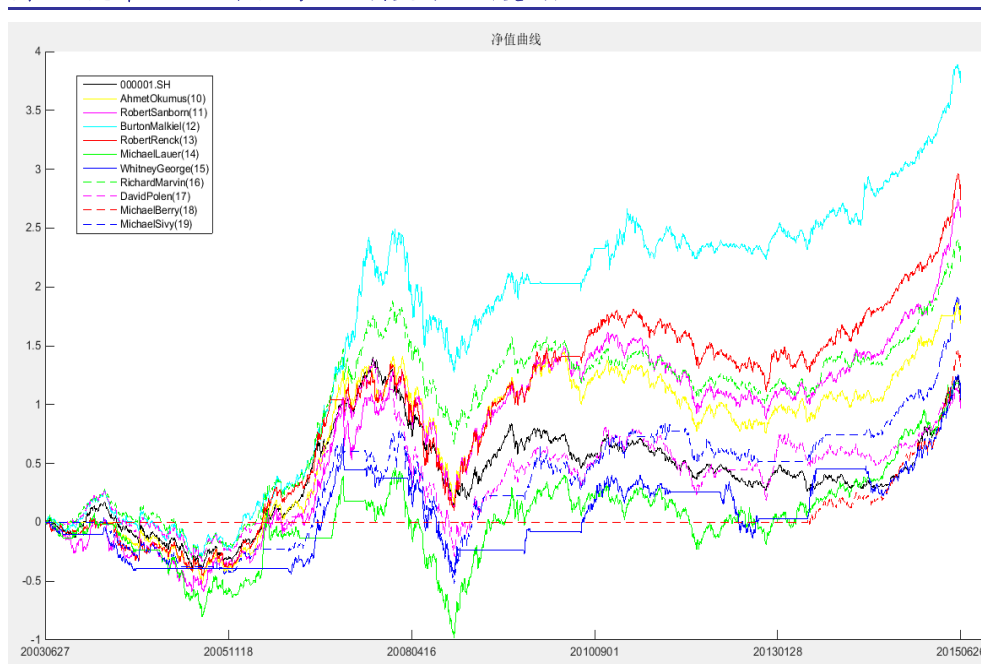
资料来源：申万宏源研究

图 4：大师 10-19 收益与上证指数对比（单利）



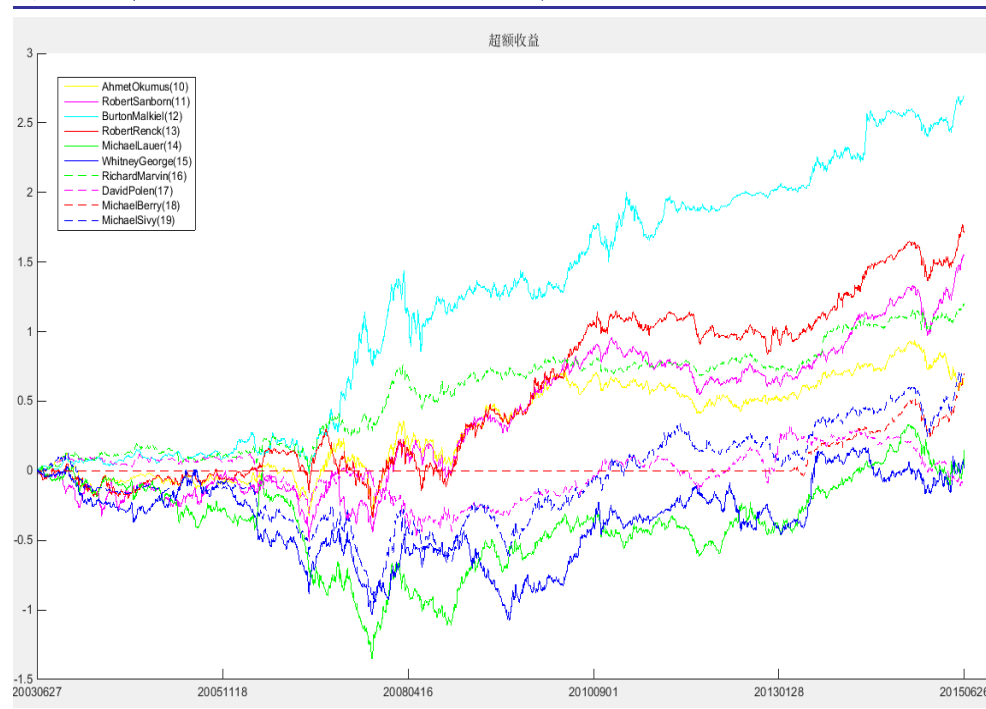
资料来源：申万宏源研究

图 5：大师 10-19 收益与上证指数对比（复利）



资料来源：申万宏源研究

图 6：大师 10-19 相对上证指数超额收益（单利）



资料来源：申万宏源研究

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。