



权益量化研究

2015 年 10 月 22 日

理查&马文价值导向选股法则

——申万大师系列_价值投资篇之十六

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》

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

理查&马文价值导向选股法则

- 理查和马文，华尔街著名财务分析专家，合作研究逾 30 年。他们均是格雷厄姆和巴菲特的追随者，本篇介绍的理查&马文价值导向选股法则正是两人价值投资理念的集中体现。
- 理查&马文价值导向选股法则从五个角度对投资标的进行考察：一是市值规模，二是分红水平，三是财务状况，四是估值水平，五是现金流量。从这五个角度，理查和马文共提出 6 个选股标准，均是他们价值投资理念的重要体现。而其中，理查&马文尤其重视股息率，偏好于股息率高的股票。
- 理查&马文价值导向选股法则中，6 条选股非常明确，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 8 月回测：理查&马文价值导向选股法则年化收益率 22%，超额收益年化 16%，最大回撤 70%，胜率 54%，盈亏比 0.97，每期持股 10 只。
- 理查&马文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 10 只。
- 最新成分股主要分布在申万交通运输和申万医药生物。从市值看，超大盘（全市场排序最大 20%）占比近 81%，大盘（全市场市值 60-80%）占比 19%，中盘（40-60%）、中小盘（20%-40%）、小盘（最小 20%）占比皆为 0。



申万宏源研究微信服务号

目录

一、理查和马文的光辉	3
1.1 投资经历	3
1.2 投资风格和业绩	3
二、理查&马文价值导向选股法则	4
2.1 策略说明	4
2.2 具体策略和量化实现	4
三、理查&马文价值导向选股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	6
3.3 最新一期成分股及行业、市值分布	11
四、理查&马文价值导向选股法则总结	13

一、理查和马文的光辉

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。

本篇将介绍理查和马文的价值导向选股法则。理查和马文，华尔街著名的财务分析专家，保持稳定的合作研究关系超过 30 年。理查和马文均是格雷厄姆和巴菲特的追随者，而价值导向选股法则正是他们价值投资理念的集中体现。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

1. 理查·布赫瓦尔德 (Richard.Buchwald)

理查·布赫瓦尔德，CFA，罗根资产管理公司投资经理。理查·布赫瓦尔德有超过三十年的投资管理和投资银行经验，他是罗根集中价值和罗根国际 ADR 股权投资组合的联合创始人和管理人。理查·布赫瓦尔德还曾任 CoreStates 投资银行副主席。在进入罗根资产管理公司之前，他曾任职于 Kidder,Peabody 公司的研究部门担任研究员。布赫瓦尔德分别于纽约大学工商管理学院获取 MBA 学位和宾夕法尼亚大学沃顿商学院的理学学位（引自华尔街日报）

2. 马文·克莱恩(Marvin. Kline)

马文·克莱恩，CFA，罗根资产管理公司投资经理。理查·布赫瓦尔德有超过三十年的投资管理和投资银行经验，他是罗根集中价值和罗根国际 ADR 股权投资组合的联合创始人和管理人。马文·克莱恩也曾任 CoreStates 投资银行副主席。马文·克莱恩分别于宾夕法尼亚大学沃顿商学院获取 MBA 学位和凯斯西储大学的管理科学学院获取理学学位（引自华尔街日报）。

1.2 投资风格和业绩

理查和马文是价值投资的拥护者，在投资组合选股中，尤其重视分红率高且稳定的公司。二人于 1980 年代开始合作研究关系，曾先后于核心财务公司（CoreStates Financial）、伯恩财务集团合作进行投资方面的研究。之后二人正式开始以价值投资方式进行投资组合管理，其投资业绩始终保持在同类型资产管理公司的前列。

二、理查&马文价值导向选股法则

2.1 策略说明

理查&马文价值导向选股法则是理查和马文价值投资理念的集中体现。该投资策略从五个角度对股票提出要求，其一、股票具备一定的市值规模；其二、股票具备一定的分红收益；其三、公司的财务状况要求健康；其四、股票具备合理的估值；其五、公司有充足的现金流。

以这五个角度出发选择六个指标，分别是市值、股息收益率、股息率相对全市场、资产负债率、市盈率、每股现金流净额，共同构建了选股准则，形成了理查&马文价值导向选股法则。这六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五条准则复制，不存在需主观判断而不能量化的准则。

理查&马文价值导向选股法则的原始描述见下图：

图 1：理查&马文价值导向选股法则的原始描述

1. Focus on stocks which are undervalue relative to their peers
2. Minimum market cap of \$25 billion
3. ..high dividend yields can provide higher-than-market returns.....the portfolio' s dividend yield is 1.5 – 2.0x.....
4. . the P/E typically below the value index and well below the S&P500...
5. ..screens test for strong cash flow.....
6. ...screens have sound balance sheets.....

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，理查&马文价值策略从五个角度对股票提出要求，而这五个角度又衍生出六个具体的选股准则，形成了投资策略的通用版本。

2.2.1 理查&马文价值导向选股法则的通用版本

- A. 总市值大于等于市场平均值
- B. 股息率大于等于市场平均值的 1.5 倍

- C. 最近一期资产负债比率小于市场平均值
- D. 最近一年市盈率小于市场平均值
- E. 最近一年每股现金流量为正值且大于市场平均值
- F. 股息率最高的前 10 家

2.2.2 理查&马文价值导向选股法则初始版本投资分析

归纳理查&马文价值导向选股法则初始版本，可以大致总结策略衡量的五个方面：

1. 用总市值来要求目标公司具备一定的公司规模
2. 用股息率来衡量股票的分红水平，保证价值投资者能够获得一定的分红收益
3. 用资产负债率衡量公司的偿债能力和财务结构，保证买入的投资标的具备足够强大的资产负债表
4. 市盈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
5. 用每股现金流量保证目标公司具有较为充足的现金流水平

2.2.3 理查&马文价值导向选股法则的中国化改造

理查&马文价值导向选股法则各项指标都较为符合中国投资市场的实际情况，这里不再对其条件进行改造，直接使用理查&马文价值导向选股法则的通用版本进行 A 股的适用性研究。

2.2.4 理查&马文价值导向选股法则的所用指标

统计理查&马文价值导向选股法则中所使用指标如下：

表 1：理查&马文价值导向选股法则中所使用指标

指标	含义
总市值	衡量公司规模
股息率	衡量分红水平
市盈率	衡量估值水平
每股现金流	衡量现金流水平
资产负债率	衡量财务状况

资料来源：申万宏源研究

三、理查&马文价值导向选股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 1 月 1 日至 2015 年 8 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 8 月，共计 2969 个交易日。理查&马文价值交易策略在此期间的总收益率 708.32%，平均年化收益率 22.51%。

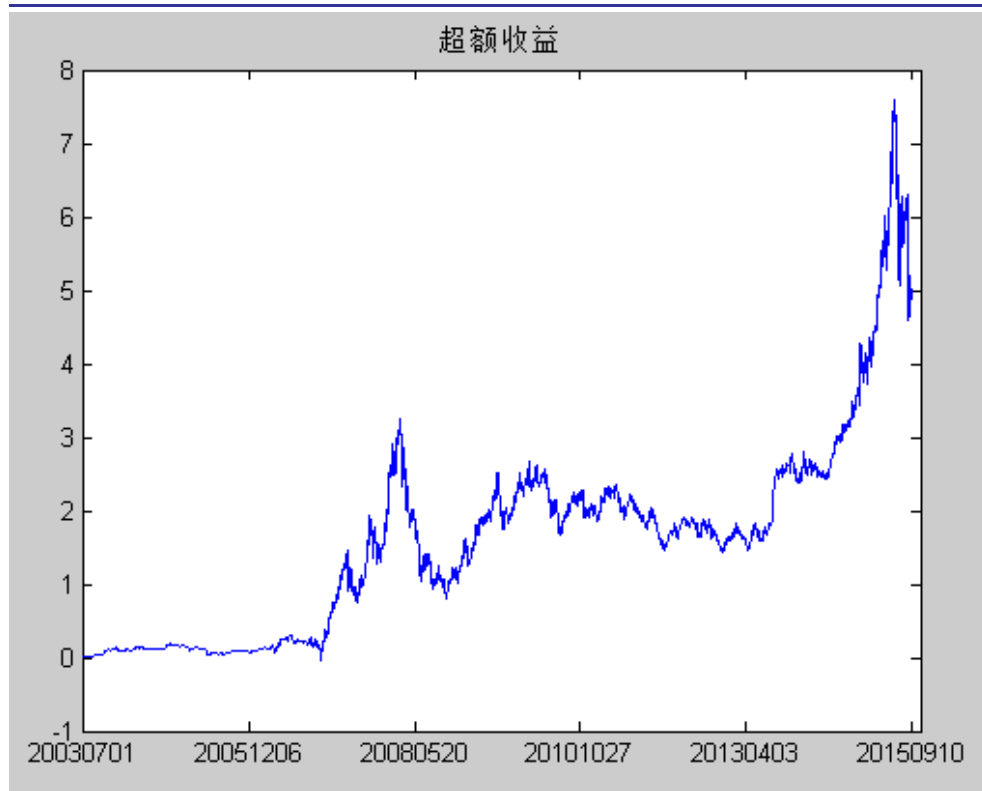
策略相对上证指数的年化超额收益率为 16.34%。

图 2：理查&马文价值导向选股法则与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图 3：理查&马文价值导向选股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 0.53，beta 值为 1.03。

策略期间最大回撤 70.31%，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

2969 个交易日中获得正收益的 1598 天，盈利天数占比 53.84%。

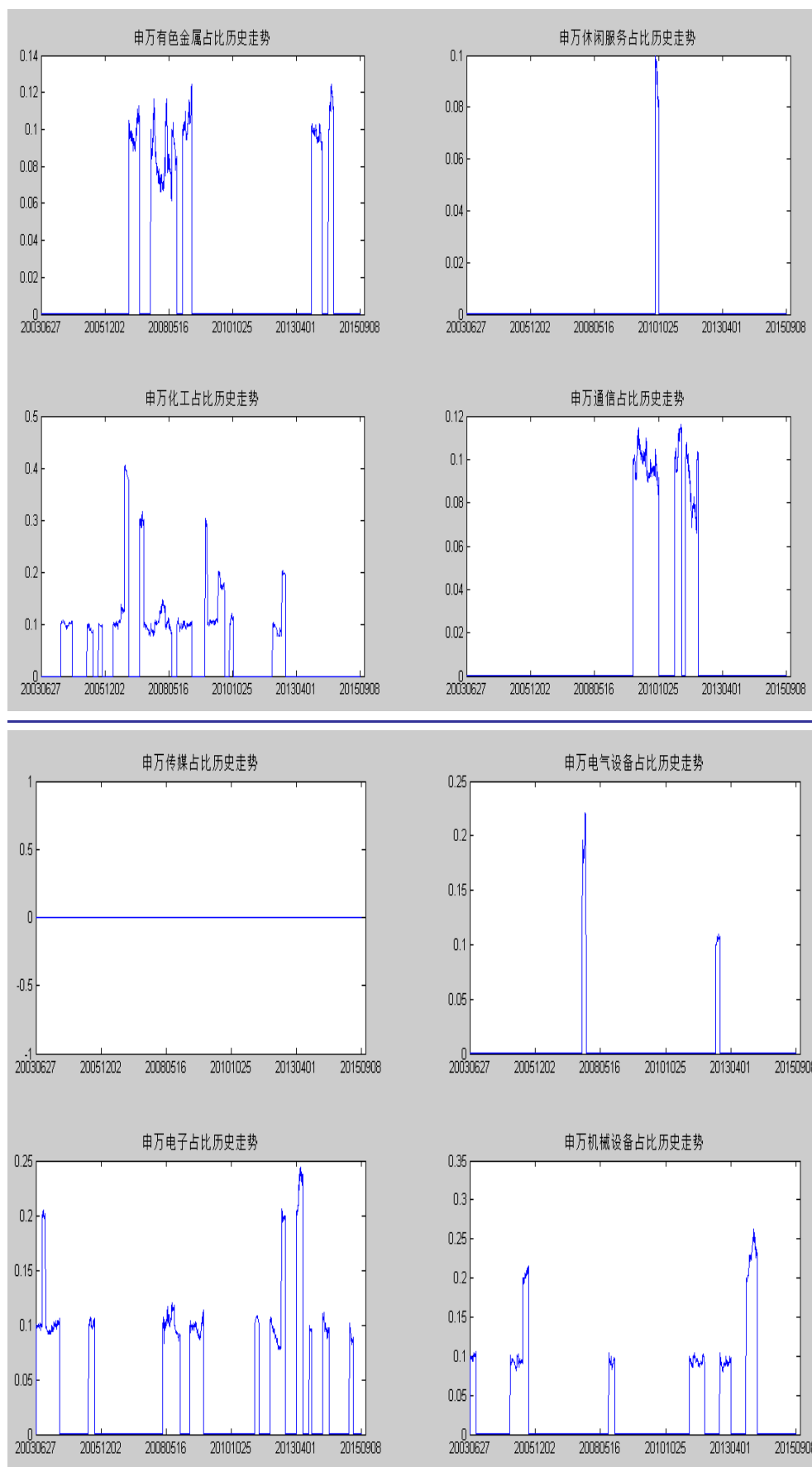
盈利日平均每天盈利 1.41%，亏损日平均每天亏损 1.46%。盈亏比 0.96。

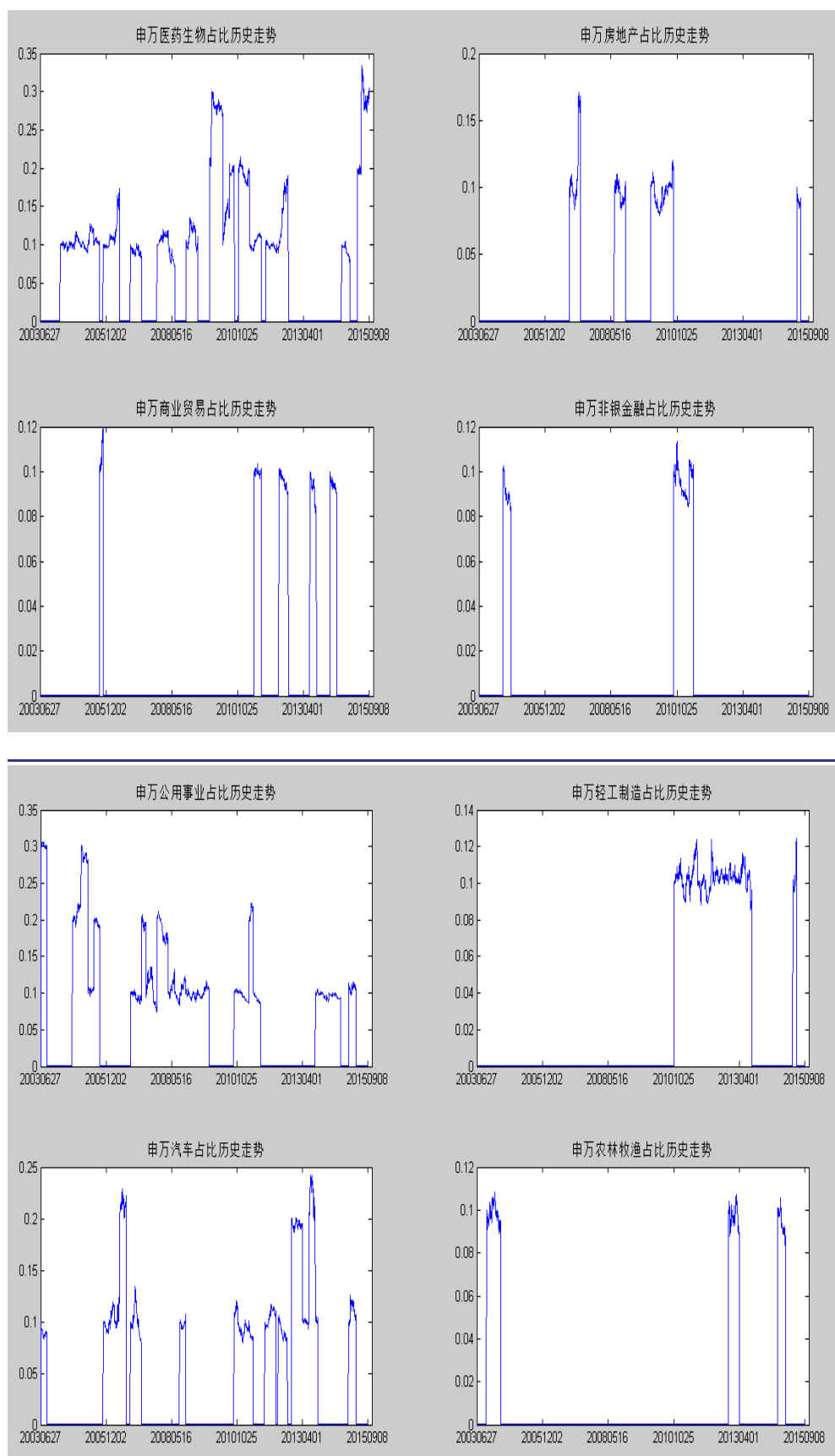
3.2.4 持股个数

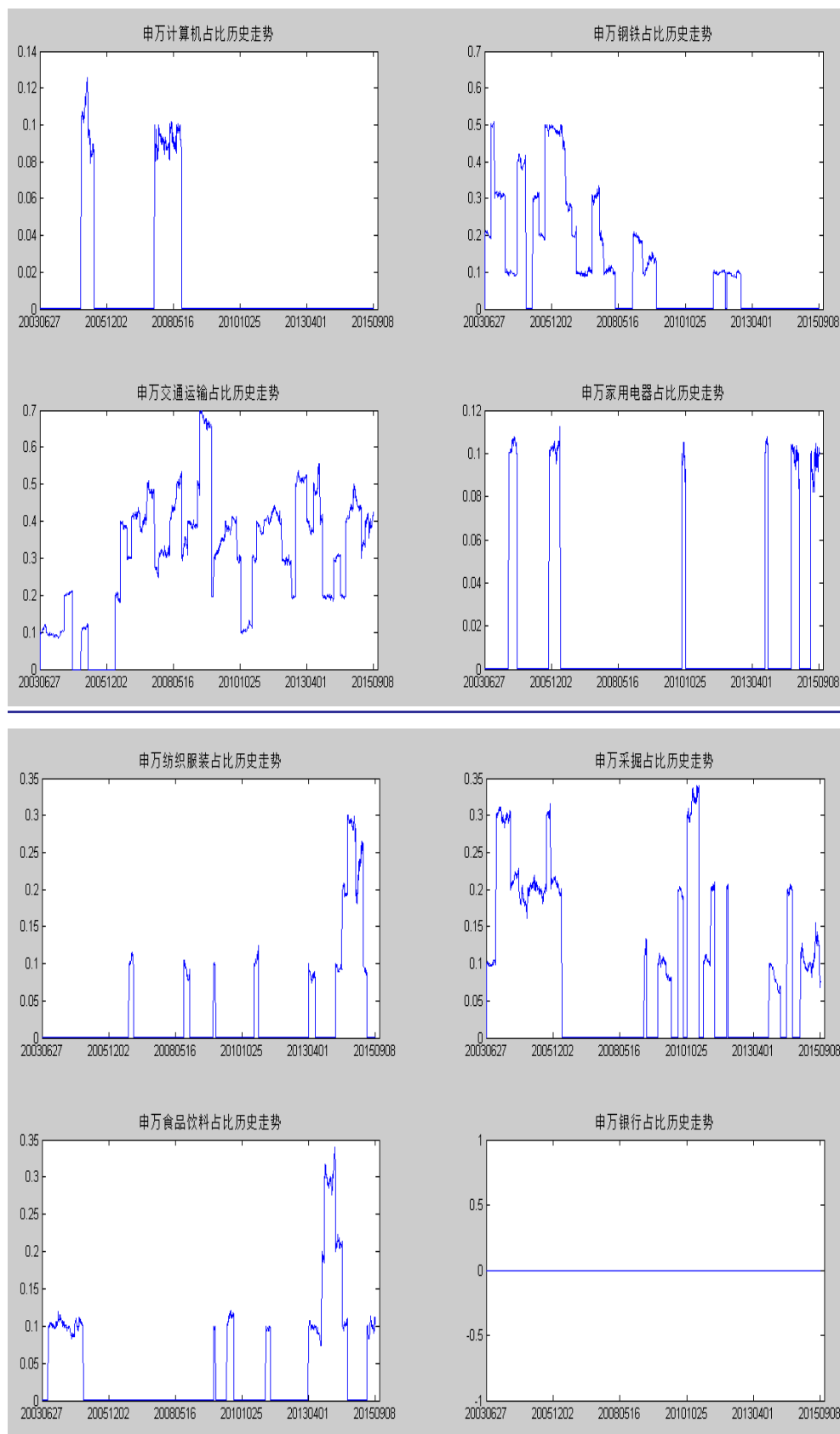
由于该策略严格限制持股数量为 10 只，历史每期持股个数都是 10 只。

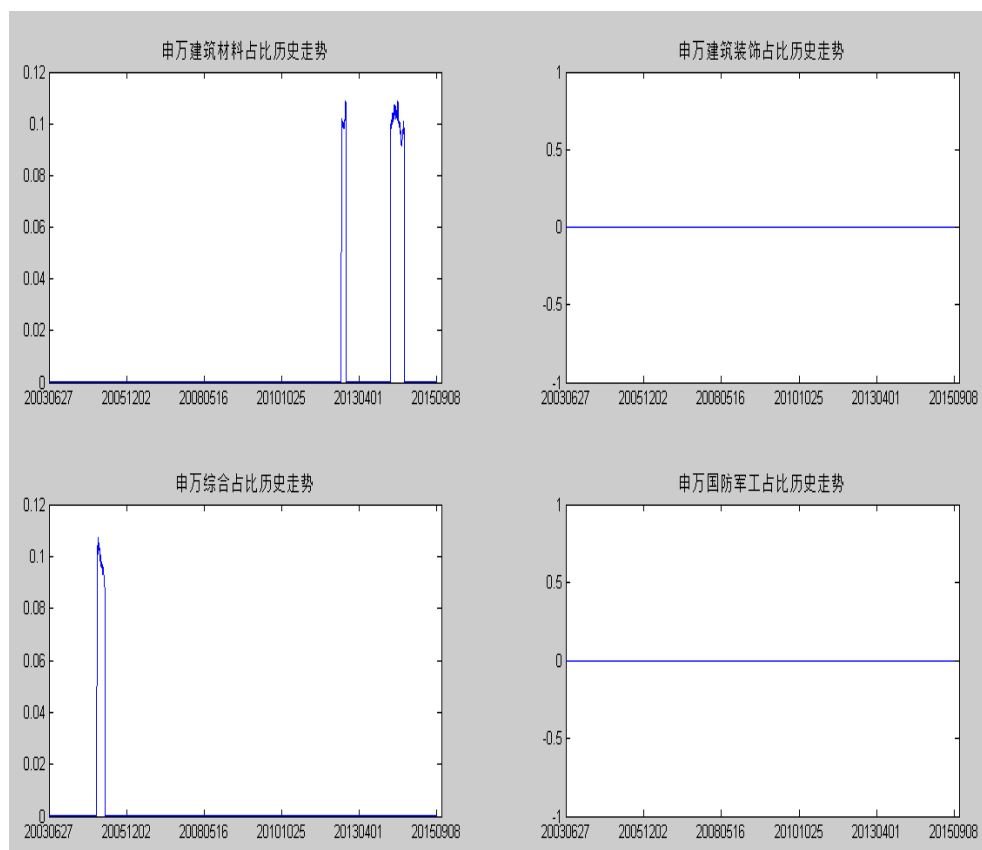
3.2.5 行业分布

图 4：理查&马文价值导向选股法则的行业分布









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 8 月 31 日理查&马文价值导向选股法则持有 10 只股票，下表列示股票。

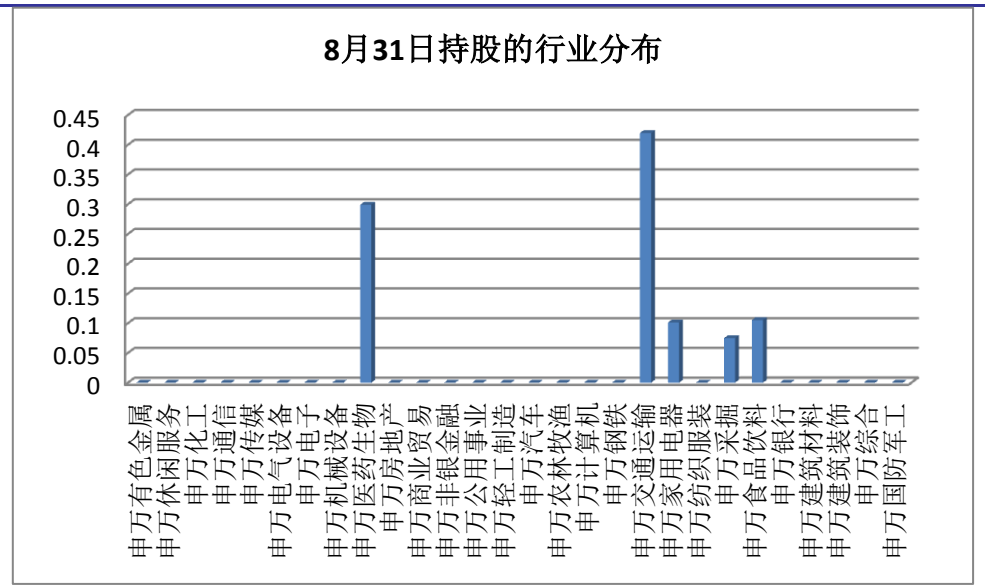
表 2： 8 月 31 日理查&马文价值导向选股法则的持股明细

代码	名称	行业
000423.SZ	东阿阿胶	申万医药生物
000828.SZ	东莞控股	申万交通运输
002001.SZ	新 和 成	申万医药生物
002032.SZ	苏 泊 尔	申万家用电器
002275.SZ	桂林三金	申万医药生物
600004.SH	白云机场	申万交通运输
600377.SH	宁沪高速	申万交通运输
600395.SH	盘江股份	申万采掘
600519.SH	贵州茅台	申万食品饮料
601006.SH	大秦铁路	申万交通运输

资料来源：申万宏源研究

8月31日理查&马文价值导向选股法则持有成分股的行业分布（市值权重）如下图所示。

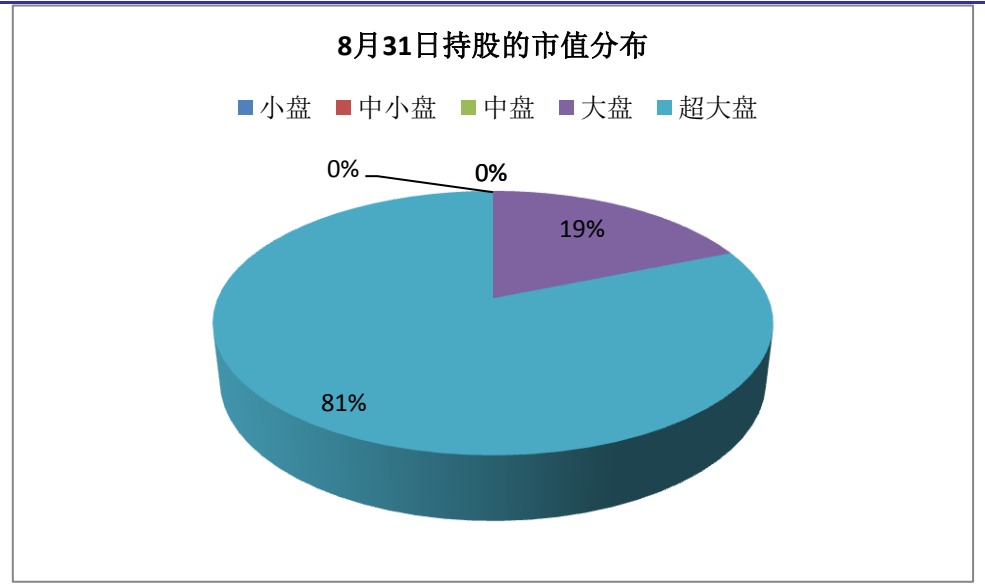
图 5：理查&马文价值导向选股法则 8 月 31 日持股的行业分布



资料来源：申万宏源研究

8 月 31 日理查&马文价值导向选股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 6：理查&马文价值导向选股法则 8 月 31 日持股的市值分布



资料来源：申万宏源研究

四、理查&马文价值导向选股法则总结

理查&马文价值导向选股法则是理查和马文价值投资理念的集中体现。其从五个角度对投资标的进行要求，分别是足够的公司规模，合理的估值，健康的财务状况，一定的分红水平和相对充足的现金流。

围绕这五个角度，提出了6个具体的选股准则，用总市值，要求目标公司具备足够的公司规模；市盈率衡量估值水平，要求股票的价格尽量“便宜”；用资产负债率限制公司的财务杠杆，要求企业具备健康的财务状况；用股息率来衡量收益水平，要求满足一定的分红收益；用每股现金流衡量公司的现金流水平，要求目标公司具备一定的现金流量。

从中国A股2003年以后的回测结果来看，理查&马文价值导向选股法则依然具备很好的投资能力，年化收益率近22%，年化超额收益16%，胜率54%。从选股效果来看说明理查&马文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六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196天，幅度为71%的回撤；其二、策略相对基准的相对强弱波动较大，仅在2007年、2009、2013年后体现出明显的相对优势，而在其他6年间没有体现出稳定的相对优势；其三、策略持股集中，行业间持股具有明显的差异，往往集中于少数几个行业中。

我们再次提出三个简单的优化建议：一是吸收理查&马文价值导向选股法则中的投资思维，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；二是对行业分布进行调整，利用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；三是适当对持股数量进行调整，利用分散化投资的优势来平稳策略的表现。

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。