

权益量化研究



2015 年 10 月 20 日

麦克·劳尔集中价值选股法则

——申万大师系列_价值投资篇之十四

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》

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

麦克·劳尔集中价值选股法则

- 麦克·劳尔，华尔街著名的价值型投资管理人，从事证券投资行业已逾 30 年。本篇介绍的麦克·劳尔集中价值选股法则是由其在接受股票书籍作者采访时，给投资者的投资建议所提炼而成。
- 麦克·劳尔集中价值选股法则从三个角度对投资标的进行考察，一是估值水平，二是财务状况，三是动量表现。从这三个角度，劳尔共提出 8 个选股标准，均是劳尔价值投资理念的重要体现。
- 麦克·劳尔的选股方法是目前大师策略中最为严格的，在 A 股市场能够选出的股票数量非常少，且有无法选出股票的情况。
- 麦克·劳尔集中价值选股法则中，8 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：麦克·劳尔集中价值选股法则年化收益率 15%，超额收益年化 6%，最大回撤 76%，胜率 47%，盈亏比 0.93，平均每期持股 5 个。
- 麦克·劳尔价值投资在中国市场的总体表现较弱，策略相对指数的相对强弱，曾出现大幅回撤。仅在 2008 和 2013 年体现出相对优势。

最新成分股和行业、风格分布

- 由于本选股方法选股准则对估值的限制非常严格，即使在经过适当调整之后，在最新一期，即 2015 年第一季报发布之后仍然无法选出符合条件的股票。最新成分股暂时空缺。



申万宏源研究微信服务号

目录

一、麦克·劳尔(Michael Lauer)的光辉	3
1.1 投资经历和业绩	3
1.2 麦克·劳尔投资风格	3
二、麦克·劳尔集中价值选股法则	4
2.1 策略说明	4
2.2 具体策略和量化实现	5
三、麦克·劳尔集中价值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	7
3.3 最新一期成分股及行业、市值分布	13
四、麦克·劳尔集中价值选股法则总结	13

一、麦克·劳尔(Michael Lauer) 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。

本篇将介绍麦克·劳尔(Michael Lauer)的集中价值选股法则。麦克·劳尔，华尔街著名的投资管理入，从事投资行业逾 30 年。集中价值选股法则即是由麦克·劳尔给投资者的投资建议所提炼而成，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. 崭露头角（1980-1993）

麦克·劳尔于 1980 年正式踏足华尔街，于欧本海默公司担任分析师，研究高科技行业；之后先后于 Cyrus J. Lawrence 公司和潘韦伯公司担任高科技分析师和防御类股票分析师。其在 1987 年开始成为备受瞩目的明星分析师，凭借前期打下的良好基础，成为华尔街闻名的优秀分析师。

2. 创办兰瑟伙伴公司（1993-2003）

麦克·劳尔于 1993 年正式成立兰瑟伙伴公司并担任基金管理人。其亲自管理的兰瑟航行者基金自成立的 7 年间，年化收益率为惊人的 72%。1997 年更是以 122% 的收益率获得美国年度最佳基金！

1.2 麦克·劳尔投资风格

麦克·劳尔是价值投资的拥护者，并且喜欢不被重视的冷门股。其选股较为集中，往往集中大部分资金于少数股票当中，有明显的集中式投资风格。其选股标准及其严格，在美国的市场中，麦克·劳尔一般只会选出 15 只左右的股票作为核心股票。

二、麦克·劳尔集中价值选股法则

2.1 策略说明

麦克·劳尔在接受《Stock Market Wizards: Interviews with America's Top Stock Traders》作者 Jack D. Schwager 的采访中，详细阐述了自己的投资理念。而麦克·劳尔集中价值选股法则正是体现麦克·劳尔的价值投资理念的具体实现。该投资策略从三个角度对股票提出要求，其一、股票具备合理的估值；其二、公司的财务状况要求健康；其三、股票满足一定的动量条件。

以这三个角度出发选择八个指标，分别是股价/营业收入、市现率、市净率、速动比率、负债/股东权益、董监事会持股比例、12 月动量、1 月动量，共同构建了选股准则，形成了麦克·劳尔集中价值选股法则。这八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八条准则复制，不存在需主观判断而不能量化的准则。

麦克·劳尔集中价值选股法则的原始描述见下图：

图 1：麦克·劳尔集中价值选股法则的原始描述

1. We must be knowledgeable about the industry and have ready access to senior management
2. A market adjusted decline of at least 50 % If the market is down 10% I want to see the stock down 60 % I wait for the market to create a pricing inefficiency
3. We look for a strong balance sheet
4. We want to see either company share repurchases or insider buying; It sends a strong message that the downside is often limited and provides an added safety net
5. The Value has to be extremely compelling
6. to identify and time that catalyst

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，麦克·劳尔价值策略从三个角度对股票提出要求，而这三个角度又衍生出八个具体的选股准则，形成了投资策略的通用版本。

2.2.1 麦克·劳尔集中价值选股法则的通用版本

- A. 股价/营业收入小于市场平均值
- B. 市现率小于市场平均值
- C. 市净率小于市场平均值
- D. 速动比例大于市场平均值
- E. 负债/股东权益小于市场平均值
- F. 最近董监事会持股比例增加
- G. 最近 12 个月股价相对大盘跌幅多 50%
- H. 最近 1 个月股价涨幅大于大盘指数涨幅

2.2.2 麦克·劳尔集中价值选股法则初始版本投资分析

归纳麦克·劳尔集中价值选股法则初始版本，可以大致总结策略衡量的三个方面：

1. 用市现率、市净率、股价/营业收入来衡量股票的估值，要求买入的投资标的足够“便宜”，具有合理的估值；并通过董监事会持股比例增加确保安全边际。
2. 用速动比例、负债/股东权益来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。
3. 用 12 个月动量和 1 个月动量来保证股价满足一定的动量条件。长期来说买在地点，短期来说足够强势。

2.2.3 麦克·劳尔集中价值选股法则的中国化改造

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：股价/营业收入不高于市场平均值 40%
- B 改为：市现率不高于市场平均值的 140%
- C 改为：市净率不高于市场平均值的 140%
- D 改为：速动比例大于市场平均值的 60%

E 改为：负债/股东权益不高于市场平均值的 140%

F 改为：最近机构投资者持股比例增加

G 改为：最近 12 个月股价相对大盘跌幅高于市场平均值的 110%

H. 最近 1 个月股价涨幅相对于大盘涨幅比市场平均值要高

2.2.4 麦克·劳尔集中价值选股法则的所用指标

统计麦克·劳尔集中价值选股法则中所使用指标如下：

表 1：麦克·劳尔集中价值选股法则中所使用指标

指标	含义
股价/营业收入	衡量估值水平
市现率	衡量估值水平
市净率	衡量估值水平
机构持股比例变化	衡量安全边际
速动比率	衡量财务状况
负债/股东权益	衡量财务状况
12 个月股价相对涨幅	衡量动量水平
1 个月股价相对涨幅	衡量动量水平

资料来源：申万宏源研究

2.2.5 麦克·劳尔集中价值选股法则的文献来源

《Stock Market Wizards:Interviews with America's Top Stock Traders
Jack D. Schwager:2001》 Chapter 3

三、麦克·劳尔集中价值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

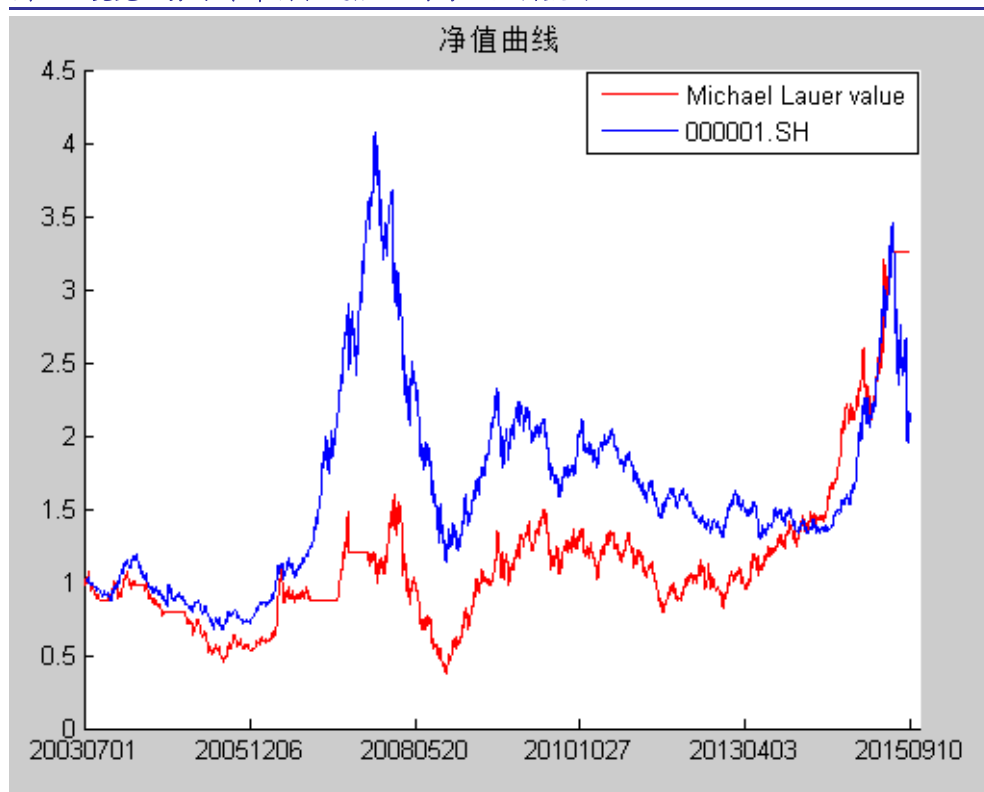
回测结果按照收益情况、风险情况、盈亏统计、持股个数分别给出。

3.2.1 收益分析

2003 年至 2015 年 8 月，共计 3030 个交易日。麦克·劳尔价值交易策略在此期间的总收益率 325.15%，平均年化收益率 15.50%。

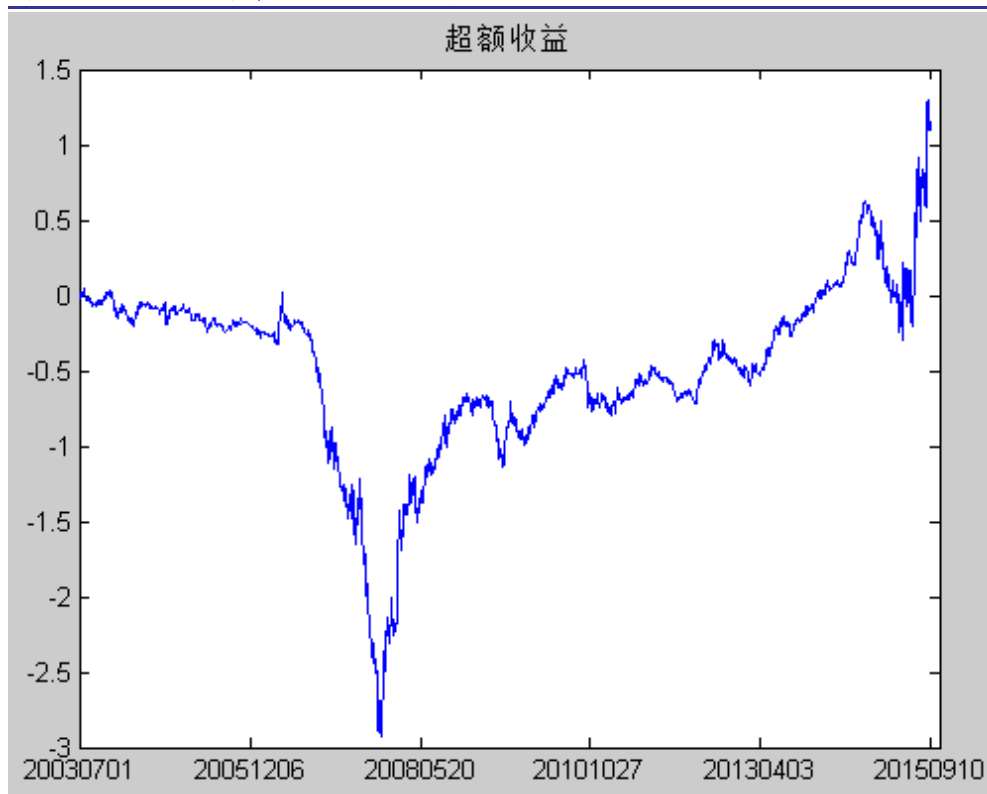
策略相对上证指数的年化超额收益率为 6.57%。

图 2：麦克·劳尔集中价值选股法则与上证指数对比



资料来源：申万宏源研究

图 3：麦克·劳尔集中价值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 0.32，beta 值为 0.81。

策略期间最大回撤 76.41%，最大回撤时间 188 天，最大回撤期为 2008 年 1 月 25 日至 2008 年 11 月 4 日。

3.2.3 盈亏统计

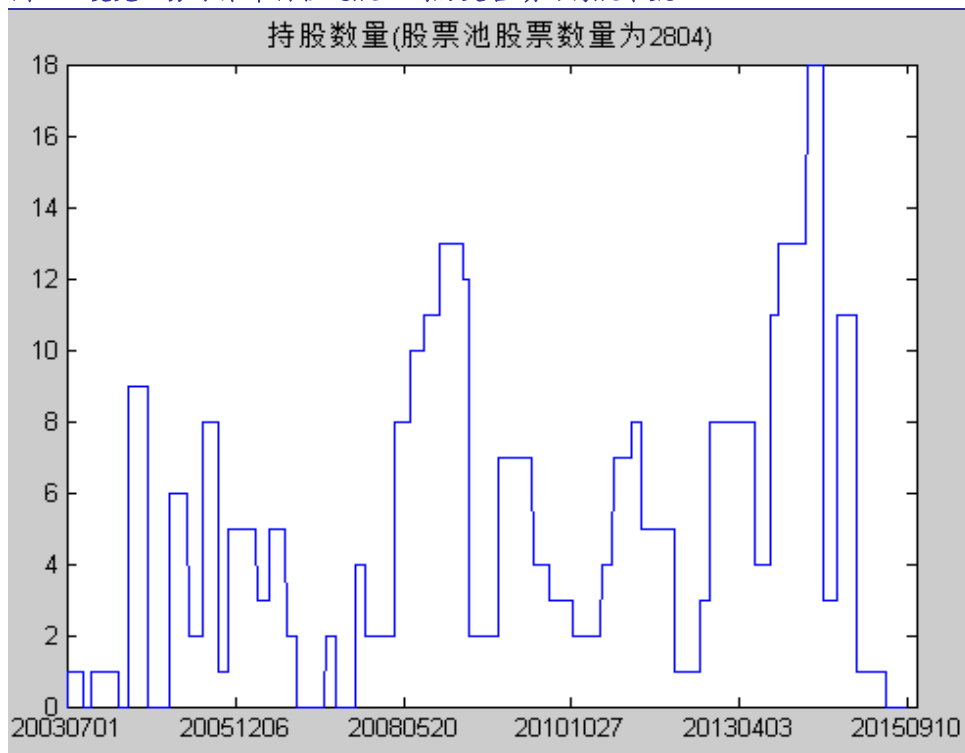
3030 个交易日中获得正收益的 1420 天，盈利天数占比 46.87%。

盈利日平均每天盈利 1.61%，亏损日平均每天亏损 1.72%。盈亏比 0.93。

3.2.4 持股个数

历史平均持股个数为 5 只，最少时持股 0 只，最多是持股 18 只。

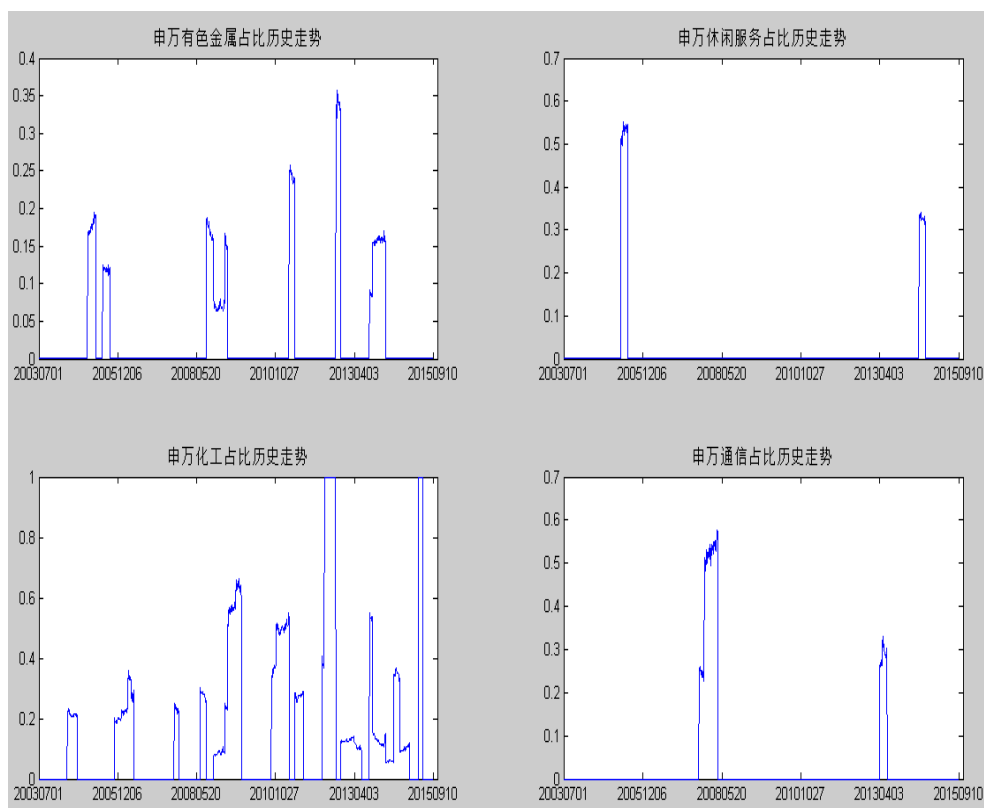
图 4：麦克·劳尔集中价值选股法则历史各期的持股个数

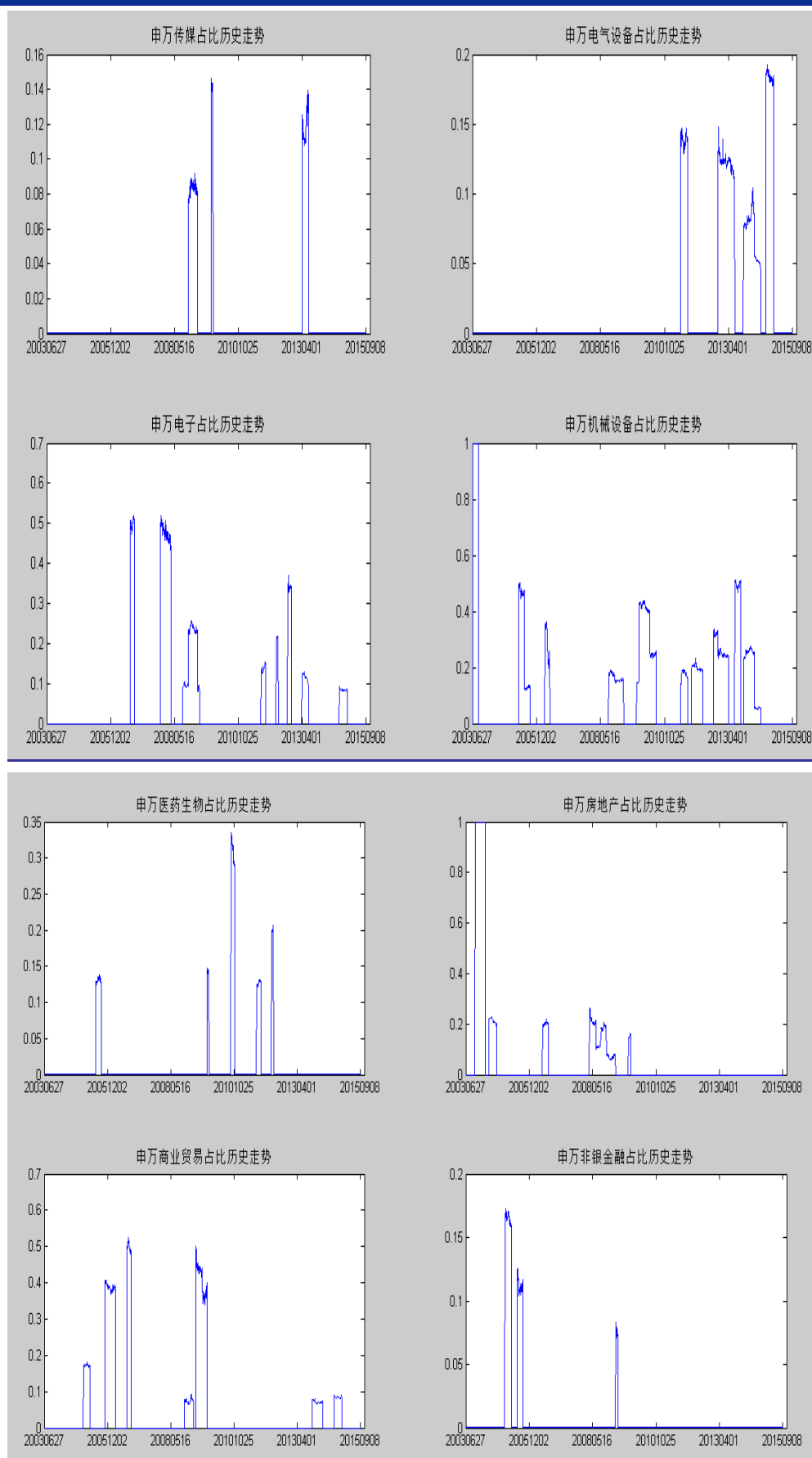


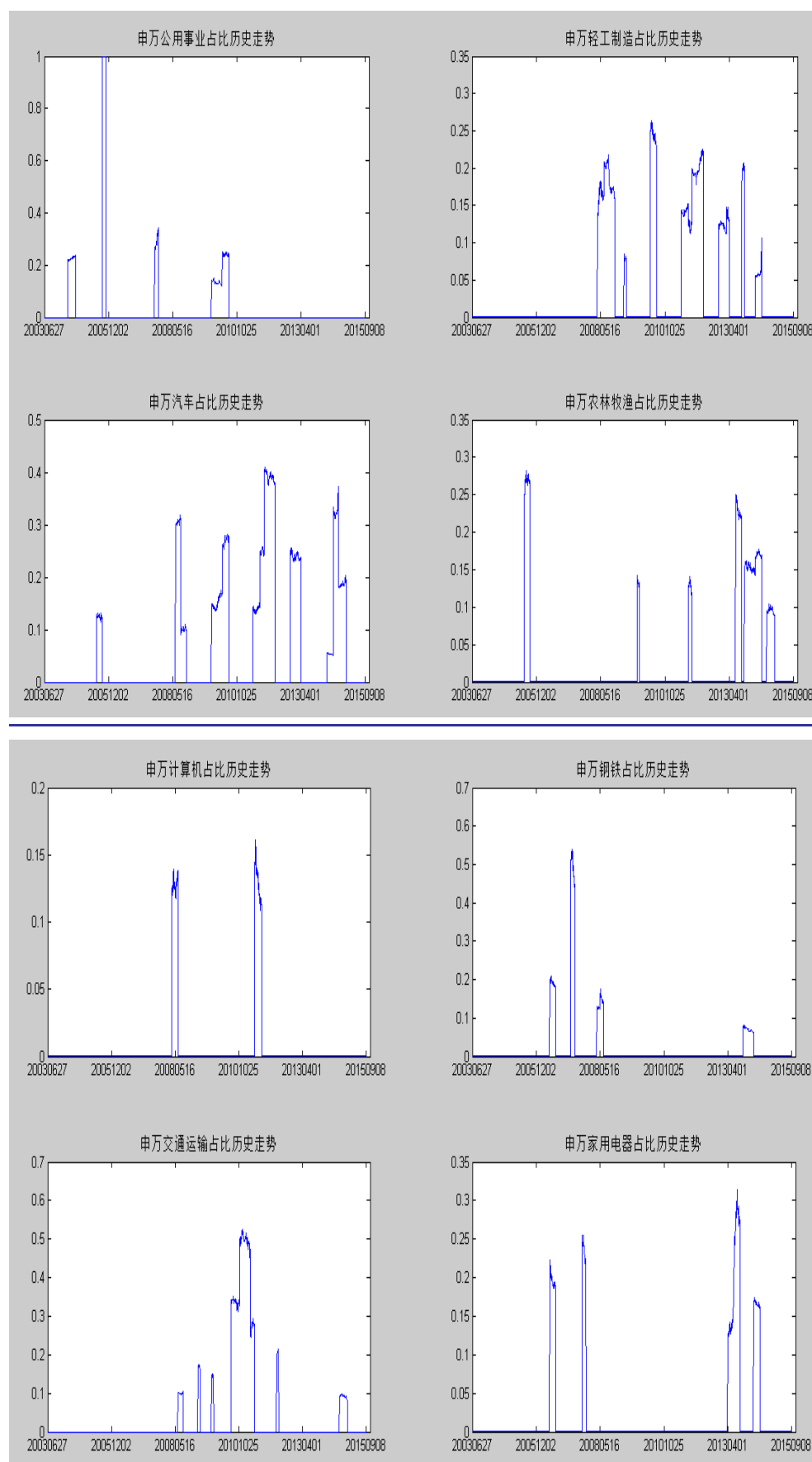
资料来源：申万宏源研究

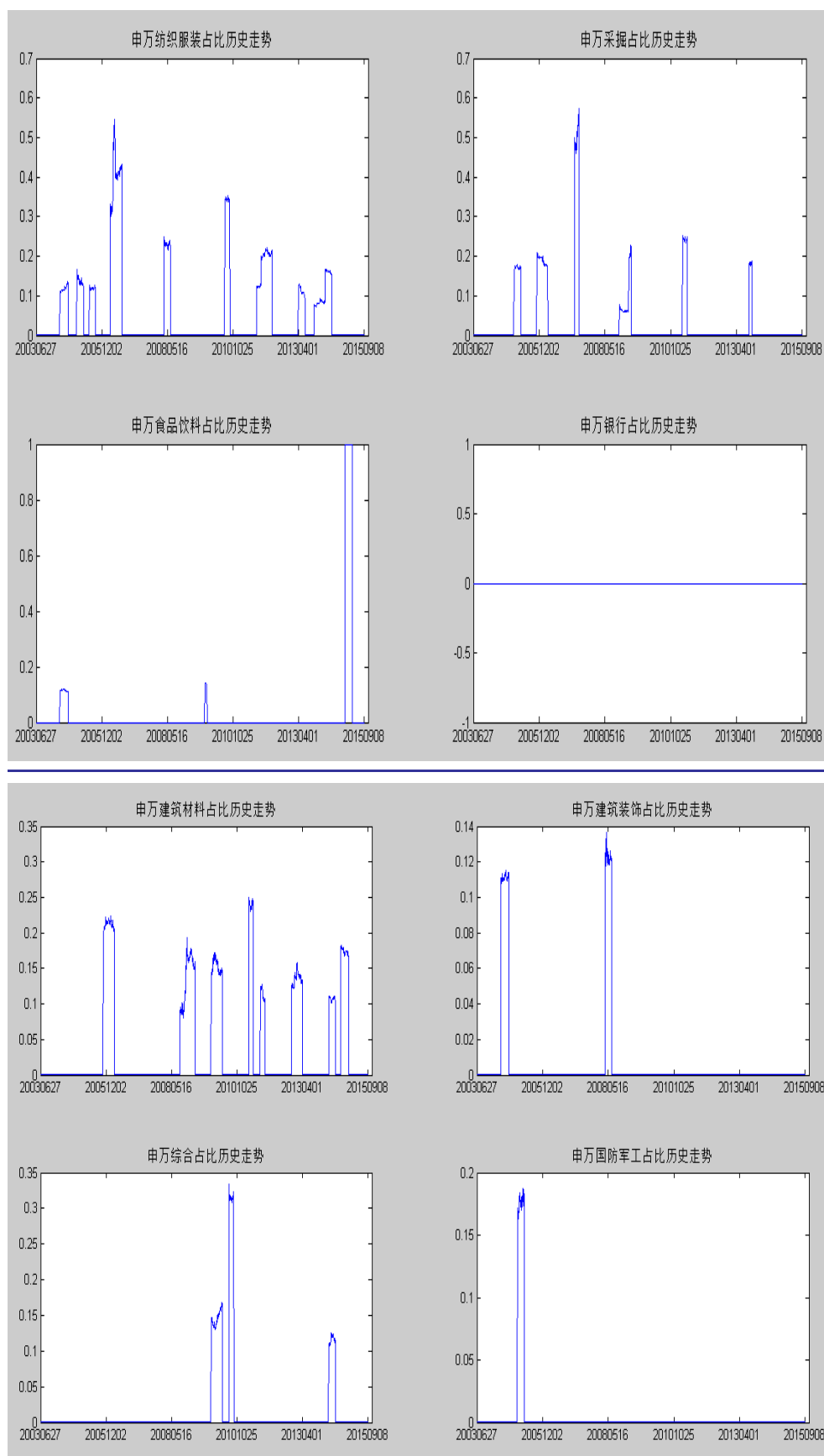
3.2.5 行业分布

图 5：麦克·劳尔集中价值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。由于本选股方法选股准则对估值的限制非常严格，即使在经过适当调整之后，在最新一期，即 2015 年第一季报发布之后仍然无法选出符合条件的股票。最新成分股暂时空缺。

四、麦克·劳尔集中价值选股法则总结

麦克·劳尔集中价值选股法则，是其在接受《Stock Market Wizards: Interviews with America's Top Stock Traders》作者 Jack D. Schwager 的采访中，阐述的投资理念提炼而成的选股准则。其从三个角度对投资标的进行要求，分别是合理的估值，健康的财务状况和一定的动量条件。

麦克·劳尔集中价值选股法则是目前选股方法中要求最为严格的。麦克·劳尔在自身操作中，也是在美国近一万个股票中选择其中的 15 个股票。如此严格的要求，导致在中国市场中会出现无法选出股票的情况（例如最近一期）。

围绕这三个角度，提出了 8 个具体的选股准则，用市现率、股价/营业收入、市净率来衡量估值水平，要求股票的价格尽量“便宜”，并通过董监事会持股比例的变化来确定安全边际；用速动比率和负债/股东权益限制公司的财务杠杆，要求企业具备健康的财务状况；用 1 个月动量和 12 个月动量来衡量动量水平，要求满足一定的动量条件。

从中国 A 股 2003 年以后的回测结果来看，麦克·劳尔集中价值选股法在中国的适应性较弱，收益相较其他大师策略比较低。从选股效果来看说明麦克·劳尔的方法在中国市场应用中表现一般，但值得注意的是其严苛的估值限制使得策略成功地规避了近几个月 A 股市场的轮番调整，值得我们沿着这八条准则所体现的思路作进一步的优化和探索。

在绝对收益和相对收益方面，麦克·劳尔集中价值选股法也出现了大幅回撤。其一、在 2008 年出现过长达 188 天，幅度为 76% 的回撤；其二、策略相对基准的相对强弱波动较大，仅在 2008 年、2013 年后体现出一定的相对优势，而在其他时间或者没有相对优势，或者出现了大幅跑输指数的情况。

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。