

数量选股投资策略之一

2009 年 2 月 11 日

从大师选股看成长股与价值股的关键因子

- 我们的研究共分五个部分，本文主要是介绍第一部分，后续报告将介绍其余部分。第一部分是研究 85 个国际知名投资大师的选股法则，了解成长股与价值股选股法则的驱动因素。第二部分通过因素分析找出在不同市场环境下影响我国股价的关键因子。第三部分是通过实证分析国外成长与价值基金在不同经济周期下的表现。实证研究包括两个部分，是结合大师选股总结出来的驱动因素与因素分析结果来构建成长股与价值股的数量化选股模型。第四部分根据各个因子对股票的相对投资价值选股。第五部分是根据各因子的绝对价值选股，通过绝对投资价值进行仓位控制。考察其在我国不同市场环境下的表现与风格轮动。
- 成长股策略包括典型成长股策略和非典型性成长股策略。典型成长股策略关注公司历史和未来收入与盈利的成长性（或者盈利预测上调或盈利惊喜）、盈利能力（股东权益报酬率）、资产负债率，多数采用 PEG 等相对估值指标来作为判断买卖时机的指标，对于成长性较好的公司，允许市盈率相对较高，对于相对高涨的市场也能买入一定股票。非典型成长股策略会增加现金流、分红以及更长的历史优良业绩来增加公司的投资价值，主要是为了保证成长股的稳定性和降低风险。在买卖时机上，运用市盈率、市现率等绝对指标较多，有点偏向价值选股策略。
- 传统的价值股策略的关键因子包括（1）相对基本面足够低的价格，比如非常低的市盈率、市净率、市现率和市销率等；（2）对资产负债的要求也比成长股策略严格，不仅要求资产负债率相对较低，而且对流动比率、速动比率等也有较多要求。（3）要求有良好的现金流和分红率，这些因素能够促进公司的可持续性发展，并保证投资能够获得分红的回报，这是投资价值的重要保证。（4）有些价值股策略对公司的历史盈利和成长性没有要求，但也有一些价值股选股策略对公司业绩有要求，但相比成长股策略而言，仍然有较大区别。

相关研究

国际大师选股法则在我国证券市场的运用	2008.7
基金组合与股指期货的阿尔法策略的运用	2007.3
马尔科夫过程在股指期货上的运用	2007.8
基于股指期货结算价预测的套利策略	2008.6
B-L 模型在我国行业资产配置上的运用	2008.6

金融工程首席分析师

娄静

电话：021-23219450
Email: loujing@htsec.com

金融工程助理分析师

张峰

电话：021-23219370
Email: zhangfeng@htsec.com

研究大师选股法则，最重要的是要了解大师选股的眼光与其投资理念，并结合我们的国情进行运用，期望对实际的投资起到一定的借鉴作用。下面我们在这方进行一些尝试。

我们的研究共分五个部分。

第一部分是通研究 85 个国际知名投资大师的选股法则，了解成长股与价值股选股法则的驱动因素，也就是通过大师的眼光，寻找影响成长股与价值股股价变动的关键因子。

第二部分通过因素分析找出在不同市场环境下影响我国股价的关键因子。

第三部分是通实证分析国外成长与价值基金在不同经济周期下的表现。

实证研究包括两个部分，是结合大师选股总结出来的驱动因素与因素分析结果来构建成长股与价值股的数量化选股模型，包括价值股选股模型，成长股选股模型以及成长兼价值选股模型。

第四部分根据各个因子计算股票的相对投资价值进行排序，时刻满仓投资，即通过股票的相对投资价值来选股，考察其在我国不同市场环境下的表现与风格轮动。

第五部分是根据各因子设定选股的绝对价值标准，通过对绝对投资价值的判断进行仓位控制。考察其在我国不同市场环境下的表现与风格轮动。

这五部分内容的分析，贯穿了数量化选股的逻辑、国内外运行比较，希望对未来的数量化投资基金起到一定帮助作用。本文主要是介绍第一部分，后续报告将介绍后续部分。在我们收集的国际知名投资大师的 85 个选股法则中，有 26 个是标榜成长型的投资法则，31 个是标榜价值型的投资法则。不同的大师都有其成功的。关于成长股策略和价值股策略国内外都没有明确的定义，我们通过研究国外投资大师的成长与价值策略的关键因子，以此来分析成长股与价值股策略的投资逻辑。

1. 海外主要的成长股策略的关键因子

国外成功的成长股策略有很多细分子策略，有的是传统成长股策略，重视公司的成长性，有的则在成长的基础上参杂价值因素的考虑；有的是要求高成长性的，有的则偏好一般成长性。见表 1:

我们把成长股策略分为传统的成长股策略、大中型成长股策略、中小型成长股策略，科技成长股策略，积极成长股策略，稳定成长股策略、低知名度成长股策略，收益成长股策略，长期成长股策略。

(1) 传统的成长股策略主要关注历史与未来的公司营业收入、盈利的成长性、公司的盈利能力以及公司的资产负债情况，通常以 PEG 来作为把握买卖时机的标准，使得这些成长股策略在市场高涨的时候也能选到部分股票。对于资产负债率有的成长股策略有考虑，有的没有考虑。

(2) 科技成长股策略除了考虑上述成长性与盈利能力之外，还会额外考虑公司的研发能力和专利情况，这主要是为了保证科技股成长性的可持续性。

(3) 大中型成长股策略相对传统成长股策略主要增加了对股票市值的考虑。

(4) 中小型成长股策略除了传统的成长性、以及市值要求之外，还对管理

层的特殊优势等进行了要求，可能考虑到中小企业成长股需要一个强有力的管理层来保证成长的稳定性。

(5) 积极成长股更侧重对未来成长性的把握，对历史成长性要求不多，这说明积极成长股愿意选择那些过去盈利成长性一般，但预估成长性较好的公司。

(6) 低知名度成长股策略侧重选择成长股中低风险的股票，要求公司历史成长性较好，未来成长性并不要求特别高，但对市盈率的要求严格，并且运用绝对的市盈率限制股票的买卖，这会导致在高涨的市场买不到股票，体现出一定的偏价值策略的成份。

(7) 稳定成长策略偏好采用公司预估盈利的变化来选择公司，也就是盈利预测上调或者盈利预喜，并且把股价现金流作为把握买卖时机的重要指标，与传统成长性投资策略相比，股价现金流比更加保守，因为它的数值是绝对价值，当股价现金流比较高的时候，可能选不到股票，而 PEG 是相对值，当公司的成长性较高的时候可以选择相对市盈率较高的股票。

(8) 收益成长策略除了对公司盈利成长性和盈利能力的要求之外，还对公司的现金流、股利回报率、公司的信用评级和公司的成本控制能力提出了一些要求，这些原则保证公司能够提供一些长期的收益和稳定性，在某些方面偏向价值选股策略。

(9) 长期成长策略偏向价值选股策略，侧重相对基本面数据较低股价的股票，市盈率、市净率、市销率和市现率较低的股票。

总体而言，成长股策略包括典型成长股策略和非典型性成长股策略，典型成长股策略关注公司历史和未来收入与盈利的成长性（或者盈利预测上调或盈利预喜）、盈利能力（股东权益报酬率）、资产负债率，多数采用 PEG 等相对估值指标来作为判断买卖时机的指标，对于成长性较好的公司，允许市盈率相对较高，对于相对高涨的市场也能买入一定股票。非典型成长股策略会增加现金流、分红以及更长的历史优良业绩来增加公司的投资价值，主要是为了保证成长股的稳定性和降低风险。在买卖时机上，运用市盈率、市现率等绝对指标较多，有点偏向价值选股策略。我们把成长股的关键因子总结见图 1，深蓝色表示传统成长股策略，淡蓝色表示成长兼价值的策略。

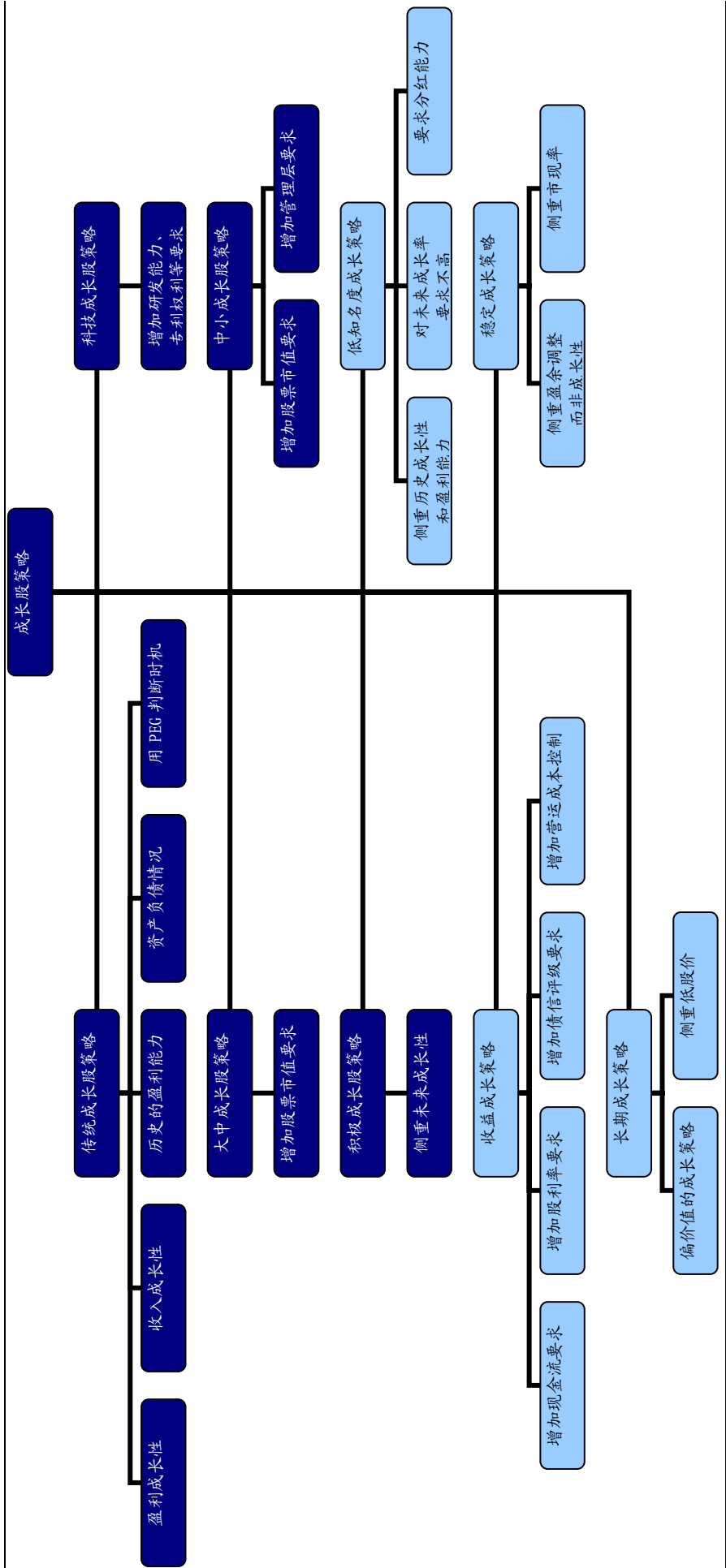
表 1 海外较为成功的成长投资策略

成长策略	代表人物	策略内容	业绩表现	点评
一般成长股策略	詹姆斯·欧沙那希	1. 去年股东权益报酬率>18% 2. 5年期平均股东权益报酬率 18% 3. 最近一年盈余市盈率<18 4. 预估市盈率<18 5. 5年期净值(账面价值)平均成长率 15% 6. 5年期平均盈余成长率>15% 7. 5年期资本支出平均成长率>10%	---	一般的成长策略方法,主要是考虑股票的历史及预估成长性(盈利成长率、营业收入成长率或者净价值成长率),盈利能力(股东权益报酬率)
大中型成长股策略	查尔斯·韩德森	选股标准:选择总市值高于 20 亿美元的大型公司。 1. 五年平均营收成长率高于 S&P500 样本公司平均值。 2. 五年平均营业利益成长率高于 S&P500 样本公司平均值。 3. 五年平均及最近一年股东权益报酬率高于 S&P500 样本公司平均值。 4. 五年平均每股盈余波动率低于 S&P500 样本公司平均值。 5. 长期负债相对总资产比率低于 S&P500 样本公司平均值。 买进标准: 1. 预估市盈率/预估盈余成长率(PEG) < 1	自 1994 年查尔斯·韩德森开始为航行者资产管理公司负责投资事宜,至 2001 年 6 月底止,航行者资产管理公司的大型成长权益(Large Cap Growth Equity)及中型成长权益(Mid Cap Growth Equity)的投资组合年平均报酬率达 19.34%及 17.95%,分别超越同期 S&P500 指数表现现达 3.8%及 2.41%,绩效表现非常优异	大中型成长股属于典型的成长股投资方法,主要考虑股票的历史及预估成长性(盈利成长率和营业收入成长率),盈利能力(股东权益报酬率)和资产负债率,并运用 PEG<1 为买进标准
中小型成长股策略	詹姆斯·卡里纳	以中小型股(市值介于 5000 万美元至 20 亿美元)为标的: 1. 公司必需具备特有的优势。 2. 营收及盈余成长超过 20%。 3. 增加的市场占有率。 4. 高于平均值的营业利益率或股东权益报酬率。 5. 有能力的管理团队。 买进标准: 预估市盈率 / 成长率比值(PEG Ratio: PER/Growth rate)低于 0.66。	1994 年开始管理普南上柜新兴成长基金(Punam OTC Emerging Growth Fund),1995 年以 55.94%的报酬率超越 S&P500 指数表现现达 18 个百分点,1996 年被罗伯森史蒂芬斯投资管理公司(Robertson Stephens Investment Management)挖角,开始管理当时绩效表现不佳的 RS 新兴成长基金(RS Emerging Growth Fund),至 1999 年底为止,RS 新兴成长基金在晨星公司(Morningstar Inc.)基金数据库绩效评比中,不论以三年或五年为期间,皆排名第一,如此优异的成绩,使 RS 新兴成长基金的管理资产,由 1996 年的 2.1 亿美元成长至 1999 年的 35 亿美元,1999 年更因为 182.56%的年报酬率,使詹姆斯·卡里纳获得晨星公司给予年度最佳经理人(Manager of the Year 1999)的殊荣	中小型成长股也属于典型的成长股投资方法,同样考虑股票的成长性(盈利成长率和营业收入成长率),盈利能力(股东权益报酬率),并运用 PEG<0.66 为买进标准。与中大型成长股投资策略的区别在于,中小型投资法会增加对管理团队公司在中小型企业投资的要求,这或许是为了增强中小股票投资的安全性。
高科技股投资方法	斯蒂夫·谢斯拉斯	1. 营收成长率必须在两位数以上。 2. 盈余成长率 15%-20%或更高。 3. 高于平均的获利率。 4. 高股东权益报酬率。 5. 低于平均的负债。 6. 优异的管理能力。 7. 强大的研发能力。 8. 独特的市场竞争力。 买进标准: 市盈率低于市场平均值的 80% 或 市盈率 / 成长率比值低于 1.00。	斯蒂夫·谢斯拉斯为第一个客户立顿工业(Litton Industries)管理的退休基金,至 1999 年 10 月止的 30 年中,年平均报酬率达 16.4%,超越 S&P500 指数绩效达 3.3 个百分点,累积报酬率达 105 倍,是 S&P500 指数两倍。	高科技股很多都具有很强的成长性,除了考虑传统成长股的成长性(盈利成长率和营业收入成长率),盈利能力(股东权益报酬率)和负债情况之外,一般对研发能力或者专利技术有一定要求,也采用 PEG 等来做为买进标准。
积极成长股	福斯特·佛莱斯特	1. 获利成长率超过 20%,通常会要求更高 2. 高获利能力 3. 健全的资产负债表 4. 正面的盈余惊喜	1985 年发行白兰地基金(Brandyvine Fund),至 2000 年止的 15 年间,白兰地基金年平均年报酬率超出 S&P500 指数达 2.24%,累积报酬率达 11.33 倍,且 15 年之中只有一年小幅亏损 0.65%	积极成长策略与传统成长策略相比比较类似,也考虑盈利成长率、盈利能力和资产负债率等因素,所不同的是积极成长策略对未来成长性的关注比历史成长性更

稳定成长策略	杰克·布拉希	5. 高质量的盈余水平 6. 公司正面的内部动力 7. 独立的产业基本面研究(分成5个研究小组, 每组三人) 8. 市盈率低于16倍 1. 选择总市值大于10亿美元且排名在前100名以外的公司。 2. 次年度盈余预测调高。 3. 最近一季有盈余惊喜。 4. 股价现金流量比低于产业平均值。 5. 股价动能高。	--	多, 也就是说积极成长策略愿意关注那些过去成长性不好, 但未来成长性较好的公司。
收益成长策略	威廉·瑞弗斯	1. 公司拥有大量自由现金流量。 2. 未来几年流通在外股数明显减少 3. 管理层拥有大量股票部位。 4. 未来获利成长率高于产业平均值。 5. 净值占总资本比例接近50% 6. 良好的债信评等。 7. 好的股东权益报酬率, 至少在11.5~12%之间。 8. 成本控制改进中, 特别是营运费用(扣除油费)占营收的比重。 9. 产能及产能利用率。 10. 无法带来经济效益的被限制资产状况, 如高于市场成本的合约或被法令限制的资产。	管理史壮美国公用事业基金(Strong American Utilities Fund), 1993年7月至2001年6月平均年报酬率达14%, 大幅超越同期李柏公司公用事业基金指数(Lipper Utilities Fund Index)及美国公用事业基金指数(American Utilities Index)的表现分别达4%及1.11%, 在李柏公司(Lipper Inc.)公用事业基金数据库中排名第二, 并以三年平均12.05%的报酬率, 获得著名基金评等机构晨星公司(Morningstar Co.)给予五颗星的评价。	与传统成长策略相比, 稳定成长策略认为预估盈余更正比盈余成长率本身重要, 而在股价评价时, 更看重股价现金流量比(P/CF)而不是市盈率。
长期成长投资策略	杰若米·道森	巴纳赛斯基金投资目标是长期资本成长, 投资策略是以反向投资为主, 以市场不青睐、价值低估、具财务强度及盈余成长作为选股法则, 以下为杰若米·道森所使用的财务指标: 1. 市场/账面价值(即股价净值比)比愈低愈好, 最高可接受程度为两倍。 2. 股价与过去五年最高价相比不可高于最高价的70%。 3. 股价/营收比不得大于0.4。 4. 市盈率15倍以下。 5. 计算十年可自由支配现金流量折现, 若高于目前市值达35%以上, 股价即属低估。	杰若米·道森是巴纳赛斯基金的创始人兼经理人, 1984年创立巴纳赛斯基金, 至1990年, 巴纳赛斯基金五年投资报酬率, 在197支长期成长型基金中排名第187名, 但是到1995年的8月, 巴纳赛斯基金竟攀升至第十名, 至1999年底, 年平均报酬率达16.12%, 2000年3月底, 根据基金评等机构李柏公司(Lipper Inc)统计, 以一年、三年、五年及十年平均报酬率计算, 巴纳赛斯基金在李柏中型价值基金中分别排名第三、第四、第十六及第三。表现甚为优异, 而且在2000年第一季, 美国成长型高科技股的大幅震荡中, 巴纳赛斯基金更以26.5%的报酬率, 大幅击败S&P500指数达24个百分点, 成为华尔街的焦点, 到2000年底为止, 巴纳赛斯基金以10年平均年报酬率19.84%的表现, 超越同期S&P500指数达2.4%。	长期成长投资法虽然称之为成长股投资策略, 但与传统的成长型投资方法有较大区别。主要是采用反向投资法, 挖掘跌幅较大, 市净率、市盈率、市销率等较低的股票, 接近于价值型投资方法。
低知名度成长股投资策略	约翰·奈夫	1. 预估成长率为12到20%。 2. 市盈率为个位数, 达盈余的6至9倍。 3. 在明确的成长领域中, 居主宰或举足轻重的地位。 4. 容易了解的行业。 5. 历史盈余成长记录完美, 达两位数。 6. 股东权益报酬率突出 7. 资本雄厚、纯益高、机构投资者人会考虑投资。 8. 大部份情况中, 收益率为2至3.5%。 9. 华尔街有人注意, 但此点不见得必要。	约翰·奈夫1964年成为先锋温莎基金(Vanguard Windsor Fund)投资组合经理人, 1995年退休, 31年间, 先锋温莎基金总投资报酬率达55.46倍, 而且累积31年平均年复利报酬达13.7%的记录, 在基金史上尚无人能与其匹敌。	低知名度成长股策略侧重选择成长比较明确的股票, 因此对历史成长性和盈利能力要求较高, 对预估成长率的要求并不高, 而且要求一定的分红率, 属于成长股中偏价值的投资策略

资料来源: 海通证券研究所

图 1: 成长股策略的关键因子



资料来源：海通证券研究所

2. 海外主要的价值股策略的关键因子

海外成功的价值股策略也有许多子策略，比如价值低估策略，企业主投资策略，大中型价值股策略等等，但主要选股原则很类似，见表 2。

首先是相对基本面足够低的价格，比如非常低的市盈率、市净率、市现率和市销率等，比如要求盈余价格比率是 3A 公司债收益率的两倍以上，市净率基本都要求在 1 以下甚至更低的水平，阈值比成长股策略要严格得多（成长股策略一般市盈率要求不超过 20 倍，或者不高于平均水平，对于市净率成长股策略很少有要求），这会使得价值股选股策略在股市高涨的时候无法选到合适的股票。

其次，对资产负债的要求也比成长股策略严格，不仅要求资产负债率相对较低，而且对流动比率、速动比率等也有较多要求。

第三，要求有良好的现金流和分红率，这些因素能够促进公司的可持续性发展，并保证投资能够获得分红的回报，这是投资价值的重要保证。

第四，有些价值股策略对公司的历史盈利和成长性没有要求，但也有一些价值股选股策略对公司业绩有要求，但相比成长股策略而言，仍然有较大区别，一是价值股策略以考察历史业绩为主，而成长股策略兼顾历史业绩与预估业绩；二是价值股策略在考察业绩时运用的年限比成长股长，甚至要求 10 年以上；三是价值股策略对公司历史盈利能力和成长性的要求的阈值相对较低，例如有的价值股策略只要求有盈利或者有成长，并不象成长股对股东权益报酬率以及盈利成长率通常要求 2 位数以上。

最后，有不少价值股选股策略对管理层持股比例有较多要求，这一指标是管理层对公司的信心的表现，也体现出公司长期的投资价值。

草根选股策略兼顾成长与价值，一方面，草根选股策略也要求非常低的资产负债率、较好的现金流，并要求现金流超过长期负债，并且要求市现率低于 10，这些都是价值股策略的体现；另一方面草根选股策略要求公司具有良好的经营效率，存货成长率小于营收成长率，也就是要求公司的经营效率比较高，存货的增长不能超过营业收入的增长，否则可能意味公司的存货周转率下降，存在滞销情况。并且要求长期盈余成长率+股息率/市盈率 ≥ 2 ，盈余成长率是反映公司成长的指标，而股息率是反映公司价值的指标，草根选股策略运用两者之和与市盈率的比值作为判断买入时点，反映出这个策略兼顾考虑成长和价值。

相对价值投资策略也同样是兼顾价值和成长，与传统价值策略类似的是考虑较低的价值，但只要求低于产业平均或者历史平均水平，是一个相对概念，并不要求低于某一特定水平，这就使得相对价值投资策略在市场高涨的时候能够选到股票，与传统成长策略比也考虑了盈利成长性，但对盈利成长的要求明显低于成长股投资策略的要求。

我们把价值股策略的关键因子总结见图 2，灰色表示传统价值股策略，淡蓝色表示成长兼价值的策略。

表 2 海外较为成功的价值投资策略

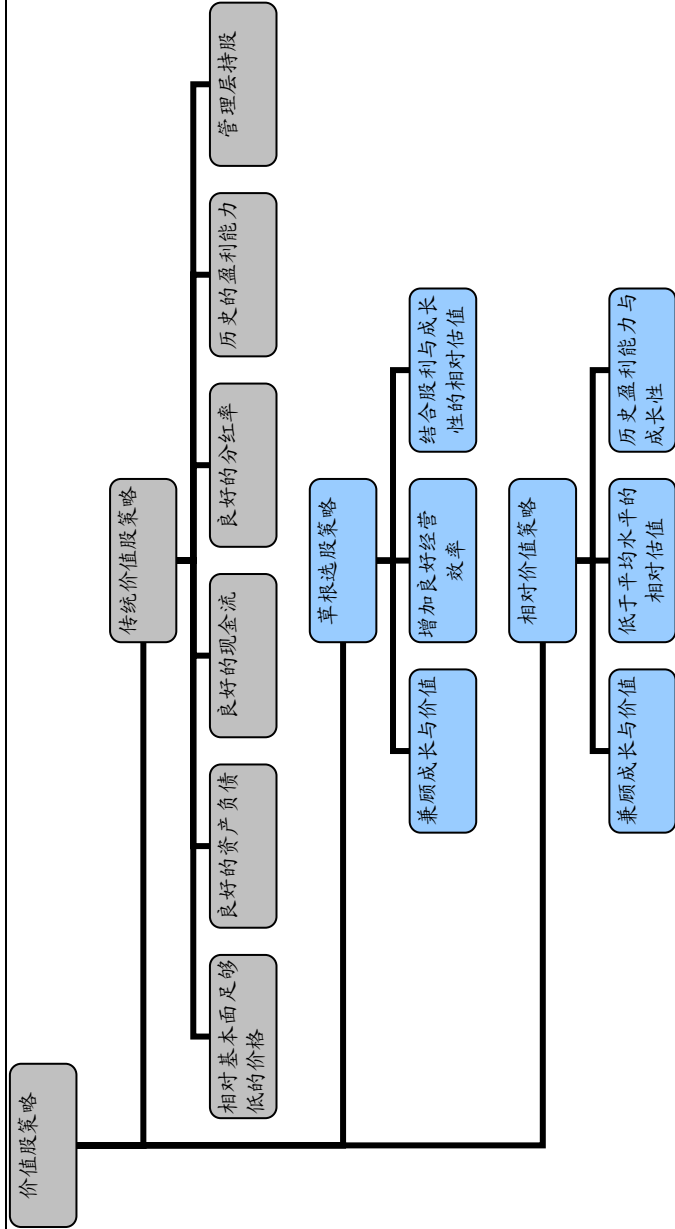
成长策略	代表人物	策略内容	业绩表现	点评
传统价值 选股策略	班杰明； 葛拉汉	葛拉汉认为只要同时符合价值五法及安全五法中的任一项，即可视为投资标的。 价值五法： 1. 盈余价格比率是三 A 级公司债的两倍以上。 2. 市盈率低于近五年市场最高市盈率的 40%，(或市盈率低于市场平均市盈率 10%以下)。 3. 股利获利率至少是三 A 级公司债的三分之二以上。 4. 股价是有形账面价值的三分之二以下。 5. 股价是可立即变现净值(流动资产-总负债)的三分之二以下。 安全五法： 1. 总负债低于有形账面价值。 2. 流动比率>200%。 3. 总负债小于可立即变现净值。 4. 获利率近十年达 200%(或十年内每年盈余成长率平均 7%以上) 5. 近十年盈余成长率为负 5%以上年度不得超过两年。	--	价值选股策略要求较高的股利获利率(至少是三 A 级公司债的三分之二以上)，与公司基本面相比足够低的价格(股价是有形账面价值的三分之二以下，盈余价格比率是三 A 级公司债的两倍以上)，良好的资产负债率和经营效率指标(流动比率)，长期的盈利能力(十年内每年盈余成长率平均 7%以上)，长期的盈利成长性(近十年盈余成长率为负 5%以上年度不得超过两年)。与成长策略相比，价值策略在盈利能力与成长性上也有一定的要求，区别在于价值策略要求的历史时间更长，对盈利和成长性的阈值要求更低。
	史帝芬·路佛	1. 股价净值比低于 S&P400 平均值的 80%且小于 1.5 倍。 2. 以五年平均盈余计算之市盈率低于 S&P500 平均值的 70%且小于 12 倍。 3. 每股现金至少是股价的 15%。 4. 股息收益率不低于 S&P500 平均值且不低于 3%。 5. 股价现金流量比低于 S&P500 平均值的 75%。 6. 长期借款如未提拨退休金负债占总资本比率低于 50%。 7. 充沛的财务强度。	史帝芬·路佛(Steven C. Leuthold)是路佛威登资本管理公司(Leuthold Weeden Capital Management)的创办人兼董事长，也是路佛核心投资基金(Leuthold Core Investment Fund)的基金经理人，至 2001 年 3 月 22 日止，路佛核心投资基金以 5 年、3 年、1 年及 3 个月报酬率皆打败 S&P500 指数的优异表现，获得晨星公司(Morningstar Inc.) 美国本土混合型基金类(Domestic Hybrid)五颗星的评价。	相对基本面较低的价格，较好的现金流，较好的股息率，良好的资产负债情况
	查尔士·布兰帝	1. 强大的资产负债表(Companies with Strong Balance Sheets)。 2. 相对低的市盈率、股价现金流量比、股价净值比。(Companies with comparatively low price/earnings, price/cash flow, and price/book value ratio) 3. 公司经营阶层具诚信且持股够多。 4. 股价低于公司真实价值(Intrinsic Value)的三分之二。	查尔士·布兰帝所管理的布兰帝全球权益基金过去 20 年的年投资报酬率达 17.91%，超越摩根史坦利世界指数(MSCI World Index)的表现达 5.8%，最近一年更以 23.32%的投资绩效，大幅打败摩根史坦利世界指数达 48.42%，即使是替 ACF 基金集团管理的 ACF 国际价值基金(ACF International Value Fund)，10 年平均报酬率亦达 16.62%，在所有国际型基金中排名第一。	查尔士·布兰帝也是侧重资产负债情况，与基本面相比足够低的价格，管理层持股足够多等因素
	班杰明； 葛拉汉	葛拉汉认为企业投资者可用较为简单的选股法则： 1. 拟出一张市盈率率较低的股票名单，最好低于 9 倍。 2. 选择流动资产至少为流动负债的 1.5 倍，且借款不超过企业净流动资产 1.1 倍的私人企业。 3. 近五年皆有获利 4. 在这些股票中选择目前有发放现金股利的公司。 5. 选择去年的盈余高出三年前盈余的公司。 6. 再由选出股票中，选出股价低于有形资产净值 1.2 倍的公司。	--	关注与基本面相比足够低的价格，较好的现金股利，历史的盈利情况与盈利增长，良好的资产负债情况。
	麦克·普莱斯	麦克·普莱斯是典型的价值投资者，他认为只要做对下列三件事，价值投资即可成功： 1. 股价低于资产价值	1976 年开始成为共同股份基金(Mutual Shares Fund)的基金经理人，当时基金管理资产只有 500 万美元，至 1996 年为止，麦克·普莱斯所管理的四支基金(另有 Mutual Qualified、Mutual	与其他价值选股策略类似，麦克·普莱斯注重资产负债、管理层持股以及相对基本面足够低的价格

量化研究. 选股策略

		2. 公司经营阶层持股越高越好。 3. 干净的资产负债表，负债愈少愈好	Beacon 及 Mutual Discovery 等三支基金) 资产达 130 亿美元，20 年间成长了 2600 倍，而旗舰基金 - 共同股份基金在 20 年间平均年报酬率达 20%，比同时期 S&P500 指数的表现高出 5 个百分点，并超越美国成长及收益型基金表现的平均值达 7 个百分点 (1985 年成立湾岸基金 (Sound Shore Fund)，近 15 年来每年平均报酬率达 15.09%，绩效表现优异，获得著名基金评等机构晨星公司给予五颗星的评等，虽然在 1998 及 1999 年美国股市的情况非常不利于价值型的投资者，2000 及 2001 年美股又大跌，至 2001 年 3 月底为止，湾岸基金 10 年平均年报酬率达 16.19%，5 年平均年报酬率达 16.06%，最近一年投资报酬率亦达 12.45%，超越 S&P500 指数表现达 25.56%)。	关注市值较大、与基本面相比比较低的价格 (市盈率、市净率、市销率、市现率) 等。
草根调查 选股法则	哈瑞. 伯恩	1. 在 8000 家公司中选出总市值最高的 1250 家公司。 2. 以未来一年盈余 (Expected earnings) 计算之市盈率最低的 20% 公司。 3. 预估市盈率相对于过去 15 年平均市盈率最低的 20% 公司。 4. 股价营收比、股价净值比及股价现金流量比表面上有利可图 (appears on the surface to be of interest). 5. 个别公司的研究分析。 彼得. 林奇的投资哲学特色是利用已知的事实做投资，重点在于草根调查，投资偏好成长兼具价值，任何一种类别股及产业，只要是好的公司，价格合理皆可能成为投资标的，而不需判断市场的时机，以下是彼得. 林奇在选股时所使用的数量化指标： 1. 负债比例 $\leq 25\%$ 2. 现金及约当现金-长期负债 > 0 3. 股价/每股自由现金流量 < 10 4. 存货成长率/营收成长率 < 1 5. (长期盈余成长率+股息率)/市盈率 ≥ 2 ，愈大愈好 彼得. 林奇在选股上，对股票的特性进行分类是必要的过程，如缓慢成长股、稳定成长股、循环股、快速成长股、资产股、及起死回生股，其在财务上所注重的特点皆有所不同，上面提到的指标是彼得. 林奇所提到有明确标准的部份而非全部，有部份彼得. 林奇有使用，但无明确标准。	1977 年 5 月转任麦哲伦基金 (Magellan Fund) 的基金经理人，至 1990 年 5 月卸下基金经理人的职务为止的 13 年间，基金的管理资产由 2000 万美元成长至 140 亿美元，基金投资人超过 100 万人，成为富达的旗舰基金，并且是当时全球资产管理金额最大的股票型基金，其投资绩效也名列第一，13 年间的年平均复利报酬率达 29%	良好的资产负债，较好的现金流，良好的经营效率 (存货成长率/营收成长率 < 1)，较低的股价 (长期盈余成长率+股息率)/市盈率 ≥ 2)，彼得. 林奇的投资方法兼顾成长和價值
相对价值 选股法则	戴维·凯兹	1. 总市值大于 5 亿美元的公司。 2. 股价与过去一年每股收益比低于 25 倍 3. 负债/股东权益比低于 50%。 4. 预估盈余成长率高于 2%。 5. 三至五年预估盈余成长率高于 10%。 6. 股东权益报酬率高于市场平均值。 7. 市盈率低于产业平均及历史平均股价市盈率。 8. 股价营收比低于产业平均及历史平均股价营收比。 9. 股价净值比低于产业平均及历史平均股价净值比。 10. 股价低于以获利能力估计的公平价值的四分之三或三分之二。	戴维·凯兹 1996 年才发行可供一般投资人投资的矩阵顾问价值基金 (Matrix Advisors Value Fund)，至 2001 年 6 月底止，1 年、3 年及 5 年平均报酬率分别为 6.64%、13.82% 及 15.33%，皆超越同期 S&P500 指数的表现，且 5 年之内，每年投资报酬皆为正数，即使 2000 年美股大跌，当年投资报酬仍有 7.96%，如此杰出的表现，当然获得晨星公司给予五颗星的评价，并被彭博个人理财选为 21 世纪的 21 个基金 (21 Funds for the 21st Century) 之一，也受到 www.fundz.com 网站推崇为表现最佳的中型价值基金。	相对价值选股时传统价值策略与成长策略的融合，与传统价值策略类似的是考虑较低的价值，但只要求低于产业平均或者历史平均水平，是一个相对概念，并不要求低于某一特定水平，与传统成长策略相比也考虑了盈利成长性，但对盈利成长的要求并不是很高。

资料来源：海通证券研究所

图 2: 价值股策略的关键因子



资料来源：海通证券研究所

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy @htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈嵘嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
数量助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com