

威廉·米勒中心价值成长投资法—— 华创金工大师系列综合型之三

威廉·米勒中心价值成长投资法

威廉·米勒(William H. Miller)是美国传奇性的经理人，1990年成为雷格梅森价值信托基金的主要经理人，这支基金在其后的十年中超越同期的S&P500指数5.48%，10年平均复利报酬率达到22.92%，因此取得美国基金业界认可，并于1998年荣获年度最佳基金经理人殊荣。

虽然雷格梅森是价值型基金，并曾因持有如戴尔电脑、美国在线等高成长公司而大获全胜。但其称自己并非固守价值，相对于现有资产价值，米勒更注重公司前景。米勒在1978年至1979年任美联储主席，曾出版过《美国人的管理挑战》(America's Management Challenge)，该书入选经理人书籍俱乐部。

回测结果

2013年5月4日至2017年12月12日，共计1126个交易日，威廉·米勒中心价值成长投资法在此期间的总收益为257.2%，平均年化收益率为22.30%，策略相对上证指数的年化超额收益率为13.1%。策略总体sharp率为0.96，beta值为0.73。策略期间最大回撤为48.8%，最大回撤时间65天，最大回撤期为：2015/06/12到2015/09/15。

策略最大持股数为154只，最小为0只，平均持股97只。

截止到计算日，2017年收益为2.52%，当期上证综指收益为5.70%，超额收益为：-3.18%。

策略除了2015年下半年的股灾外，其它时候表现非常稳健。策略不仅考虑财务指标，威廉·米勒中心价值成长投资法还看重公司成长性和长期经济价值，这是策略历史表现稳健的主要原因。

行业分布与最新成分股

由于策略要求较高资本报酬率和营运报酬率及合理的本益比，策略所持股票偏好大市值，并集中在化工、机械设备、医药生物等行业。最新成分股154只，已在报告最后列出。最新净值与更多资料请登陆华创金工服务平台浏览(master.hcquant.com)。

风险提示

策略基于历史数据的回测，不保证策略未来的有效性。

华创证券研究所



证券分析师：陈杰

执业编号：S0360517110002
电话：021-20572557-2609
邮箱：chenjie@hcjys.com



证券分析师：王小川

执业编号：S0360517100001
电话：021-20572557
邮箱：wangxiaochuan@hcjys.com



联系人：卢威

电话：021-20572537
邮箱：luwei@hcjys.com

相关研究报告

《柯林·麦克连成长价值优势投资法——华创金工大师系列综合型之一》

2018-01-31

《大卫·德瑞曼反向操作价值型选股法——华创金工大师系列综合型之二》

2018-02-09

目录

一、大师系列的写作思路.....	4
二、威廉·米勒的投资生涯.....	4
三、威廉·米勒中心价值成长投资法.....	5
3.1 策略说明.....	5
3.2 具体策略与量化实现.....	5
四、威廉·米勒中心价值成长投资法在中国市场回测.....	6
4.1 测试方法介绍.....	6
4.2 测试结果.....	6
4.3 行业分布.....	7
4.4 市值分布.....	8
五、威廉·米勒中心价值成长投资法策略总结.....	8
六、威廉·米勒中心价值成长投资法最新持仓.....	9
七、风险提示.....	13

图表目录

图 1	LEGG MASON 增值型基金近十年来的净值图.....	4
图 2	威廉·米勒中心价值成长投资法与上证指数对比图.....	6
图 3	威廉·米勒中心价值成长投资法与上证指数的相对强弱.....	6
图 4	威廉·米勒中心价值成长投资法的行业分布	7
图 5	威廉·米勒中心价值成长投资法持仓股票市值分布.....	8
表 1	威廉·米勒中心价值成长投资法最新持仓.....	10

一、大师系列的写作思路

华创证券研究所金融工程部计划利用金融工程手段与方法，将国内外投资大师的经典投资理论进行介绍、实现、验证与分析。我们的大师系列，不仅服务于量化投资者，同时也希望对主动投资者提供参考；不仅服务于基本面投资者，也希望对技术面投资者提供参考；不仅服务于资深量化投资者，也能给初入投资的朋友起到介绍与入门作用。

我们写作大师系列的目的在于：

一：向大师和经典策略学习。

复制国内外投资大师的策略本身就是一种学习的过程，这使得金融工程研究不再拘泥于单纯的数据挖掘与复杂的模型，而更关注具体的投资逻辑。能被市场认可为大师的投资前辈，必定在投资思想上有值得我们借鉴吸收之处；

二：验证和改良大师的经典策略。

海外市场与国内 A 股市场在体系、制度、投资者构成等方面存在着明显的不同，如何本地化大师策略，将大师投资思想与当前 A 股市场融会贯通，如何优化策略等，也是我们写作的目的之一。

在编写大师策略时，我们更关注于大师投资的逻辑与思路，尽量以量化指标还原大师的投资逻辑。但因为国内外市场环境不同，我们偶尔会用更适合中国市场的指标对原有大师策略进行替代与优化，我们推荐大师系列使用时切忌“刻舟求剑”，也并不推荐直接使用大师策略进行投资，因为从策略验证效果上看，许多大师策略在国内的复制效果并不理想。

二、威廉·米勒的投资生涯

威廉·米勒，毕业于美国华盛顿与李大学经济学系。1982年至1989年曾担任雷格梅森价值信托基金的共同经理人，1990年开始，米勒开始担任雷格梅森价值信托基金的主要经理人，并在其后的十余年时间里，雷格梅森价值信托基金长期跑赢 S&P500 指数。下图为其曾管理的雷格梅森公司增值型基金近十年来的净值图。

图 1 LEGG MASON 增值型基金近十年来的净值图



资料来源：LEGG MASON 公司

虽然他所管理的雷格梅森是价值型基金，并曾因持有如戴尔电脑、美国在线等高成长公司而大获全胜。但其称自己并非固守价值，相对于现有资产价值，米勒更注重公司成长性及前景。

三、威廉·米勒中心价值成长投资法

3.1 策略说明

威廉·米勒其投资风格在考察公司基本面的同时更关注公司的资本报酬率和营运报酬率的行业水平和增长情况，目标在于寻找拥有强大的长期经济价值的公司。

以下是威廉·米勒主要基本投资逻辑：

- A. 公司在业界必须是领导者。
- B. 长期而言，公司的资本报酬率必须高于平均值。
- C. 公司在不确定的经济、产业及个别情况下，都必须有强大的长期经济价值。
- D. 存货周转率比同业高，且有提升的现象。
- E. 营运报酬率比同业高，且有提升的现象。
- F. 本益比、股价净值比及股价现金流量比低，但以通货膨胀率及利率随时调整评价标准，其精神是指标输入值随时空环境而改变。
- G. 股价低于其内含价值，内含价值则以自由现金流量折现计算。

3.2 具体策略与量化实现

由于国内市场特性与美国市场有若干差异，且部分指标无法量化，因此，除揭示原威廉·米勒的选股标准外，亦整合以下客观、可量化的指标作为选股标准。

选股标准：

- A. 近四季资本报酬率 > 市场平均值。
- B. 近四季资本报酬率 > 一年期定存利率。
- C. 近四季资本报酬率 > 最近 5~8 季资本报酬率。
- D. 近四季营运报酬率 > 产业平均值。
- E. 最近四季营运报酬率 > 最近 5~8 季营运报酬率。
- F. 最近四季存货周转次数 > 产业平均值。
- G. 最近四季存货周转次数 > 最近 5~8 季存货周转次数。

买入条件：以下五个条件中符合其中三个及以上即符合买入条件

- A. 最近一季股价净值比 < 市场平均值的 2.0 倍。
- B. 最近四季本益比 < 1/一年期定存利率。
- C. 近四季资本益比 < 五年平均本益比。
- D. 最近四季股价自由现金流量比 < 1/通货膨胀率。
- E. 市值/10 年自由现金流量折现值 < 1.0。

注 1：自由现金流量基准点为五年平均自由现金流量，成长率为五年自由现金流量平均成长率，折现率为一年期国债利率。

注 2：为避免计算 10 年自由现金流量折现值误差过大，若该公司五年平均自由现金流量成长率 > 15%，将以 15% 为公司五年平均自由现金流量成长率，并以之计算 10 年自由现金流量折现值。

四、威廉·米勒中心价值成长投资法在中国市场回测

4.1 测试方法介绍

我们按照如下方法进行回测：

数据：2013年5月4日至2017年12月12日的历史上所有A股，包括后来退市的A股。

每年三次调仓，调仓日为5月、9月、11月的第一个交易日，考虑停牌、涨跌停对交易的影响。

资金在选出股票上平均分配，交易费用买卖各收千分之1.3。对比指数：上证综指。

4.2 测试结果

2013年5月4日至2017年12月12日，共计1126个交易日，威廉·米勒中心价值成长投资法在此期间的总收益为257.2%，平均年化收益率为22.30%，策略相对上证指数的年化超额收益率为13.1%。

图2 威廉·米勒中心价值成长投资法与上证指数对比图



资料来源：通联数据，华创证券

图3 威廉·米勒中心价值成长投资法与上证指数的相对强弱



资料来源：通联数据，华创证券

4.4 市值分布

图 5 威廉·米勒中心价值成长投资法持仓股票市值分布



资料来源：通联数据，华创证券

虽然威廉·米勒中心价值成长投资法对市值没有直接的要求，但对资本报酬率、营运报酬率以及本益比都有较高的要求，可以看出历年选择的股票比较偏向大市值股票。

五、威廉·米勒中心价值成长投资法策略总结

威廉·米勒中心价值成长投资法，是参考有关威廉·米勒的书籍以及威廉·米勒的访谈，提取其主要策略思想，在中国 A 股市场的具体实现。其从七个角度对投资标的进行要求，分别是较高的、并且处于增长中的资本报酬率、营运报酬率及存货周转次数，较低的本益比，合理的股价净值比和股价自由现金流量比以及市场价值要低于其估值。

针对这七个方面，参考威廉·米勒的说法，选取资本报酬率、营运报酬率、存货周转次数、股价净值比、本益比、股价自由现金流量比和市值/股权自由现金流量折现 7 个指标进行选股和买入。其中资本报酬率要大于上一年的资本报酬率，同时大于市场平均值和一年期定存利率，并且营运报酬率和存货周转次数均要高于去年和产业均值。满足上述条件的股票作为候选股。

关于买入标准，对于本益比的要求，考虑到股市并非无风险市场，因此合理的本益比应小于一年期定存利率的倒数，同时考虑到长期投资价值，做出本益比要小于五年前同期值和当前市值低于 10 年自由现金流量折现值的要求。另外，作为价值型投资与成长型投资的综合，我们自然需要对风险进行衡量，因此将股价净值比控制在市场平均值的 2 倍。最近四季的股价自由现金流量比也需控制在合理范畴，以小于通货膨胀率倒数为买入条件。当然，本策略所要求的买入条件着实过多，故在选股后只需满足五个买入标准中的三个即符合买入条件。

从中国 A 股 2013 年以后的回测分析结果来看，威廉·米勒中心价值成长投资法在中国市场仍具备良好的投资能力，年化收益 22.3%，超额收益 13.1%，最大回撤 48.8%，夏普率 0.68，信息比 0.82。策略除了 2015 年下半年的股灾外，其它时候表现非常稳健。策略不仅考虑价值，威廉·米勒中心价值成长投资法还看重其成长性，注重公司长期经济价值。关于资本报酬率、营运报酬率和存货周转次数均大于市场均值的条件即实现了从行业上等水平的公司中进行选择的限制。对本益比、股价净值比和自由现金流量折现值的要求基本实现了控制成长性的要求。策略在 2017 年选出的股票较多，达 154 只，并且主要集中在化工、机械设备、医药生物等市值较大的公司上。这些行业的公司发展模式更趋于稳中有升，更有砥砺前行之意。策略在 2017 年表现并不出色，相对上证综指超额收益为 -3.18%，我们认为，在“价值为王”的大风向下，对于成长性的要求可以适当放宽。但价值型公司必然起源于成长型公司，

策略更像是提前部署，“好雨知时节，当春乃发生”也是可期。

从长期来看，威廉·米勒中心价值成长投资法取得的效益十分稳定，但在市场风格偏好不尽相同的年份，策略表现的差异还是十分显著，因此目前我们所测试的选股法则仍有许多待完善之处。第一，策略要求公司必须处于业界上等水平，限制了很多有投资价值的潜力股。第二，在买入标准上，入选的公司上市时间大多已超过 5 年，这是因为我们对自由现金流量和本益比的限制，在一定程度上也会限制了我们的选择范围。第三，ROIC 指标不适用于金融行业，导致行业分布极差明显。

因此，我们建议从下面两个方向做出一些优化：一是适当调整成长性的评价指标，避免未达到足够长上市时间的优质成长型公司无法入选。二是考虑因子的行业适用性，避免因行业波动造成过大的非系统风险。

六、威廉·米勒中心价值成长投资法最新持仓

表 1 威廉·米勒中心价值成长投资法最新持仓

股票代码	股票名称	所属行业
000006.SZ	深振业 A	房地产
000007.SZ	全新好	房地产
000011.SZ	深物业 A	房地产
000030.SZ	富奥股份	汽车零部件
000036.SZ	华联控股	房地产
000037.SZ	深南电 A	电力
000060.SZ	中金岭南	基本金属
000096.SZ	广聚能源	石油天然气
000429.SZ	粤高速 A	公路
000501.SZ	鄂武商 A	零售
000513.SZ	丽珠集团	制药
000545.SZ	金浦钛业	精细化工
000565.SZ	渝三峡 A	精细化工
000573.SZ	粤宏远 A	房地产
000576.SZ	广东甘化	造纸
000631.SZ	顺发恒业	房地产
000637.SZ	茂化实华	化工原料
000681.SZ	视觉中国	文化传媒
000688.SZ	建新矿业	基本金属
000703.SZ	恒逸石化	化纤
000715.SZ	中兴商业	零售
000786.SZ	北新建材	建材
000789.SZ	万年青	建材
000790.SZ	泰合健康	制药
000818.SZ	方大化工	化工原料
000821.SZ	京山轻机	工业机械
000822.SZ	山东海化	化工原料
000885.SZ	同力水泥	建材

股票代码	股票名称	所属行业
000895.SZ	双汇发展	食品
000921.SZ	海信科龙	家用电器
000985.SZ	大庆华科	化工原料
002002.SZ	鸿达兴业	化工原料
002003.SZ	伟星股份	纺织服装
002043.SZ	兔宝宝	林业
002056.SZ	横店东磁	基本金属
002063.SZ	远光软件	软件
002067.SZ	景兴纸业	造纸
002068.SZ	黑猫股份	化工原料
002078.SZ	太阳纸业	造纸
002079.SZ	苏州固锝	半导体
002092.SZ	中泰化学	化工原料
002114.SZ	罗平锌电	基本金属
002120.SZ	韵达股份	陆路运输
002128.SZ	露天煤业	煤炭
002136.SZ	安纳达	精细化工
002148.SZ	北纬科技	互联网
002182.SZ	云海金属	基本金属
002233.SZ	塔牌集团	建材
002241.SZ	歌尔股份	电子元件及设备
002242.SZ	九阳股份	家用电器
002273.SZ	水晶光电	电子元件及设备
002279.SZ	久其软件	软件
002335.SZ	科华恒盛	电工电网
002352.SZ	顺丰控股	陆路运输
002354.SZ	天神娱乐	软件
002408.SZ	齐翔腾达	精细化工
002421.SZ	达实智能	软件
002427.SZ	尤夫股份	化纤
002434.SZ	万里扬	汽车零部件
002468.SZ	申通快递	陆路运输
002503.SZ	搜于特	纺织服装
002507.SZ	涪陵榨菜	食品
002511.SZ	中顺洁柔	造纸
002532.SZ	新界泵业	工业机械
002534.SZ	杭锅股份	工业机械
002536.SZ	西泵股份	汽车零部件
002559.SZ	亚威股份	工业机械
002581.SZ	未名医药	生物科技

股票代码	股票名称	所属行业
002597.SZ	金禾实业	化工原料
002608.SZ	江苏国信	电力
002626.SZ	金达威	制药
002636.SZ	金安国纪	电子元件及设备
002645.SZ	华宏科技	工业机械
002648.SZ	卫星石化	化工原料
002706.SZ	良信电器	电工电网
002713.SZ	东易日盛	建筑
300015.SZ	爱尔眼科	医疗保健
300072.SZ	三聚环保	环保
300088.SZ	长信科技	电子元件及设备
300112.SZ	万讯自控	工业机械
300114.SZ	中航电测	电子元件及设备
300121.SZ	阳谷华泰	精细化工
300136.SZ	信维通信	通信设备
300143.SZ	星普医科	医疗保健
300144.SZ	宋城演艺	餐饮旅游
300246.SZ	宝莱特	医疗保健
300274.SZ	阳光电源	发电设备
300327.SZ	中颖电子	半导体
300339.SZ	润和软件	软件
300341.SZ	麦迪电气	电工电网
300347.SZ	泰格医药	制药
300355.SZ	蒙草生态	建筑
600009.SH	上海机场	机场
600012.SH	皖通高速	公路
600097.SH	开创国际	农业
600105.SH	永鼎股份	通信设备
600160.SH	巨化股份	精细化工
600162.SH	香江控股	房地产
600167.SH	联美控股	电力
600173.SH	卧龙地产	房地产
600188.SH	兖州煤业	煤炭
600195.SH	中牧股份	生物科技
600230.SH	沧州大化	化肥农药
600231.SH	凌钢股份	钢铁
600255.SH	梦舟股份	基本金属
600270.SH	外运发展	陆路运输
600271.SH	航天信息	电子元件及设备
600326.SH	西藏天路	建筑

股票代码	股票名称	所属行业
600338.SH	西藏珠峰	基本金属
600345.SH	长江通信	通信设备
600346.SH	恒力股份	化纤
600348.SH	阳泉煤业	煤炭
600380.SH	健康元	制药
600383.SH	金地集团	房地产
600393.SH	粤泰股份	房地产
600395.SH	盘江股份	煤炭
600409.SH	三友化工	化工原料
600486.SH	扬农化工	化肥农药
600487.SH	亨通光电	通信设备
600493.SH	凤竹纺织	纺织服装
600507.SH	方大特钢	钢铁
600508.SH	上海能源	煤炭
600563.SH	法拉电子	电子元件及设备
600567.SH	山鹰纸业	造纸
600581.SH	八一钢铁	钢铁
600585.SH	海螺水泥	建材
600628.SH	新世界	零售
600633.SH	浙数文化	文化传媒
600637.SH	东方明珠	文化传媒
600641.SH	万业企业	房地产
600689.SH	上海三毛	纺织服装
600715.SH	文投控股	文化传媒
600720.SH	祁连山	建材
600782.SH	新钢股份	钢铁
600801.SH	华新水泥	建材
600818.SH	中路股份	休闲用品
600845.SH	宝信软件	软件
600873.SH	梅花生物	食品
600885.SH	宏发股份	电工电网
600887.SH	伊利股份	食品
600900.SH	长江电力	电力
601088.SH	中国神华	煤炭
601100.SH	恒立液压	工业机械
601225.SH	陕西煤业	煤炭
601231.SH	环旭电子	电子元件及设备
601233.SH	桐昆股份	化纤
601238.SH	广汽集团	汽车
601388.SH	怡球资源	基本金属

股票代码	股票名称	所属行业
601567.SH	三星医疗	电工电网
601636.SH	旗滨集团	建材
601666.SH	平煤股份	煤炭
601678.SH	滨化股份	化工原料
603018.SH	中设集团	商业服务
603288.SH	海天味业	食品

资料来源：华创证券

七、风险提示

策略基于历史数据的回测，不保证策略未来的有效性。

量化研究组团队介绍

首席分析师：陈杰

武汉大学金融工程硕士，CFA、FRM。2017年加入华创证券研究所。2010年新财富金融工程领域第二名，2011年新财富金融工程领域第三名，2014年新财富金融工程领域第四名，2015、2016年新财富金融工程领域第三名。

高级分析师：王小川

同济大学管理科学与工程博士，2017年加入华创证券研究所

研究员：卢威

厦门大学资产评估硕士，2017年加入华创证券研究所

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	资深销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500