

东方阿尔法刘明:

以超越市场的深入研究捕获超额收益

□本报记者 余世鹏



能力圈的三层涵义

刘明是中国资本市场的早期参与者之一，完整经历了资本市场的整体发展过程。早在1992年时他就已经入市，参与过认购证、原始股买卖等早期市场交易。他对记者回忆说道，他于1992年时投入几千元参与认购证交易，并通过差价交易在半个月实现了十几万元的盈利。“在当时，十几万元的盈利已然是一笔很可观的数目。但如果我能继续坚持下去，这笔交易的盈利将会突破一百万元。我事后总结认为，十几万元的盈利已基本达到能力圈边界了。实际上，当时我对资本市场的认知和经验还远远不够，这样的认知基础并不能支撑我实现更高的投资回报。但是，这些早期的经历，使我认识到自己对资本市场的兴趣，并决定全身心投入进去。”

随后，刘明进入证券公司，期间操盘自营业务。当时，恰逢日本蜡烛图引入中国，K线分析成为早期市场交易者的主要分析方法。刘明说，当时他的市场分析也偏向技术分析，综合股票的量价图形进行走势分析。但从投资实践来看，刘明认为，脱离个股基本面的技术分析，难以形成一个体系化、可复制、逻辑自洽的投资框架。因此，在进一步的投资探索中，他逐渐进入到基本面分析中来，基于企业内在价值形成一套分析框架，逐步走上价值投资轨道。

从2004年开始，刘明进入公募基金行业，并着手管理封闭式产品。在这期间，刘明先后担任大成基金首席投资官、副总经理，还兼任过投委会主席、基金经理、社保组合经理等职务。以2011年成为社保理事会管理人为标志，刘明建立起一套完善的基本面价值投资体系。“进入公募行业后，在更大的平台上接触

到更多的市场资源，个人投资框架在持续完善的同时，能力圈也在不断扩大。特别是在管理社保基金之后，个人基于基本面选股和风险控制的价值观投资理念已趋于成熟，组合管理也慢慢地进入游刃有余的状态。”2015年，刘明离开大成基金进行自主创业，创立东方阿尔法基金管理公司，并取得公募基金牌照。

基于上述经历，刘明对能力圈形成自己独到的理解。他说道，从认知层面来看，投资能力圈有着逐渐递进的三层涵义：一是能力圈大小，二是能力圈评估，三是能在能力圈的动态变化中，持续地维持住这种相对准确的评估。

刘明具体分析指出，每个人都可以透过研究、交易、有针对性学习等实践来建立个人能力圈。但与构建能力圈相比，准确评估自身能力圈的大小更为重要。刘明直言，准确评估自身能力圈，需要具备“自知之明”的品质。“古语云，‘人贵有自知之明’，但从历史或古人流传的智慧来看，似乎并没说到如何实现‘自知之明’。我个人认为，某种程度上‘自知之明’这种品质是天生的，很难通过后天习得。更何况，能力圈并不是一成不变的，会随着所在平台赋能情况、自身积累、社会进步等因素而出现变化。因此，要在持续变化中评估能力圈，难度就更大。”

“虽然这种看法显得有点扎心或悲观，但能力圈依然是阐述投资方法论绕不过去的话题。从中外过往的投资历史来看，对自身能力圈认识不够，是投资人投资失败或退出市场的重要原因之一。因此，在个人能掌握的范围去巩固并扩展能力圈，是伴随投资生涯的重要功课。”刘明说。

中国资本市场的发展只有30年，但早期下海弄潮并持续踏浪前行的那群人，大多已成为本土价值投资践行者，其中就包括东方阿尔法基金总经理兼投资总监刘明。中国证券报记者在与刘明的独家对话中获悉，刘明最初是一名技术分析拥趸者，走上价值投资之路后，他不仅开启了券商自营操盘手、公募基金经理、社保基金管理人、公募基金创始人等精彩历程，也沉淀出对能力圈、价值、安全边际等关键问题的独到洞见。

更为重要的是，作为东方阿尔法的掌门人，刘明还把这些洞见有秩序地落地，形成一套逻辑自洽、可复制、可验证的投资纪律。“超额收益来自超越市场的深入研究这一投资理念，是这一整套投资纪律的最高准绳。”刘明一言以蔽之。正是基于这一投资理念，东方阿尔法基金公司成立以来，在刘明的率领下，搭建了一支注重研究深度、高效、精干的投研团队，公司各项业务一年上一个台阶，走上了一条稳健前行的道路。

刘明，东方阿尔法基金公司创始人，现任公司总经理、投资总监，拟任东方阿尔法招阳混合型证券投资基金的基金经理。曾于2004年至2015年任职大成基金，先后担任投资部副总监、投资部总监、首席投资官、投资决策委员会主席、公司副总经理，并兼任社保组合基金经理，2010年任中国证监会第十二届主板发审委委员。

价值投资有两个关键内核

刘明介绍，东方阿尔法基金自成立以来就以主动权益投资为主打方向，在产品线布局上坚持精品化策略，目前已在各个细分赛道积累了相应的研究力量。从3月8日起，由刘明拟任基金经理的新基金东方阿尔法招阳混合型证券投资基金正式公开发行。该基金投资组合中股票资产投资比例为基金资产的60%-95%；其中对港股通标的股票（包括沪港通股票及深港通股票）的投资比例不超过股票资产的50%。

“在现在的投研框架下，我们是基于对企业价值的判断进行交易的。概括来讲，这种价值投资有两个关键内核，一是基于基本面的价值评估，二是以一定安全边际进行买入。在资本市场的参与过程中，如果‘准确估值’和‘打折买入’这两个动作做出来了，应该都属于价值投资范畴。”刘明说。

刘明具体分析道，首先，个股价值评估存在多种方法，在具体方法上可以不必做过多局限。拉长时间来看，不同估值方法背后的逻辑都是相通的，只要企业价值的求证过程有着体系化的逻辑，都应该接受；其次，在正确估值基础上，以何种安全边际买入个股，则与资金属性有着密切关系。包括公募基金在内，资产管理公司的主要责任，就是根据资金属性设计出合适的产品卖给合适的持有人。不同来源的资金，会对投资人提出不同的风险收益特征。因此，基于资金属性去衡量安全边际，应是投资者和持有人、渠道等多方充分沟通的结果。

“基于这样的价值投资理念，我们就开始搭建投资框架。在这个过程中，我们始终认为，超额收益来自超越市场的深入研究。”刘明告诉记者，东方阿尔法基金投研团队对重点关注股票的研究深度，要超越市场上专业机构投资者的平均水平（前50%）。“团队不会仅仅因为一个公司很多人说

好，而不做深入研究就去投资；也不会仅仅因为一个公司没有人关注，或不被别人看好就盲目否定。超越平均水平的深入研究，是投研团队研究要求的最高准绳。”

为做到这一点，刘明设定了定性和定量“双重筛选机制”。刘明指出，其投研团队先是定性分析上市公司盈利模式，并确认其是否在能力圈范围内。“如果不在基金经理能力圈范围内，则需要评估基金经理在研究团队的帮助下，能否建立起能力圈，如果不能就放弃该标的。”在定量分析上，刘明对估值水平的首选指标是动态PEG小于1。“这是一个很好的跨行业选股的指标。此外，还会结合近期涨幅及其他估值指标等选出留足安全边际的股票。”

在上述筛选基础上，刘明还对标的进行二次深入研究。“重点考察三大方面：一是考察财务状况、定价能力和治理结构等方面；二是对公司的行业地位和定价能力进行横向对比；三是研究公司股东、董事会及管理层的结构及诚信、口碑、激励约束机制等。这三项要素同等重要，缺一不可。选出来的股票，实现超额收益的概率将会明显提升。”

落实到具体交易层面，刘明还为上述投资框架设定了四条买卖原则。买入的四条原则是：第一，只买自己熟悉并经过深入研究的行业及公司，研究深度要超越行业平均水平（50%原则）；第二，在股价相对低估的时候买入；第三，敢于进行大投入，只要买入理由没有变，越跌越买；第四，每次买人都坚持以上三条原则。卖出的四条原则是：第一，千万不轻易卖，因为经过深入研究挑选出的标的大概率连续超预期；第二，持续动态研究跟踪，并保持超越市场的研究深入性和跟踪及时性，看错时及时果断卖出；第三，不断寻找新目标，有更优的目标时慢慢卖；第四，每次卖出都坚持以上三条原则。

布局牛年两大主线

展望牛年行情，刘明认为，未来半年到一年时间里，在整体经济复苏背景下，随着外部环境趋于缓和，以及疫苗的逐步推广上市运用，特别是在流动性边际收紧之下，市场风格会更为均衡些。除了必选消费、大科技等热门赛道，顺周期等板块也有投资机会。

首先，在疫情得以有效防控之后，2020年四季度国内GDP增速达到6.5%（全年增速2.3%），比市场预期的6%还要好。可以预计，2021年宏观经济依然会维持温和复苏态势，这是A股全年行情的重要前提。在这一背景下，企业的盈利将会逐步改善，绩优标的中长期向好发展的趋势依然维持不变。

其次，随着经济持续复苏，流动

性也在边际收紧，但适度宽松的流动性环境，仍会在一段时间内维持。并且基于经济结构优化和高质量发展目标，流动性的结构性适度宽松，也能提高对实体经济精准直达效率。在这一流动性背景下，A股当前的平均PE（TTM）大约是23倍，与历史水平相比虽有所偏高，但依然处于相对合理位置。随着流动性回归常态，部分前期估值较低的行业或得到一定程度的估值修复；流动性的边际变化会带来市场估值结构上的阶段性再均衡。

基于此，刘明认为，2021年的权益投资可遵循“内需”和“科技”两大主线，挖掘具有超额收益的价值标的。一方面，具有业绩确定性的内需消费板块，具有较好的中长期价值投

资机会，可选消费和制造业等细分赛道值得关注；另一方面，作为第一生产力，无论是中短期经济复苏或长期的结构转型，科技依然是经济发展的主要抓手，政府、企业仍会不遗余力地投入，这将为科技创新带来层出不穷的投资机会。可重点关注军工、新能源、计算机、电子等科技细分赛道。

谈及港股时，刘明说道，香港市场是个区域性的市场，港股里的各路资金基本是在扮演跨境投资的角色。近年来，随着以国内公募基金为代表的机构投资者不断壮大，以及对港股研究能力的不断提高，将会有更多的外溢资金涌向港股市场，尤其会持续追逐以腾讯等一批大市值公司为代表的互联网科技标的，这有望为市场带来新的中长期资金。