

博时基金王冠桥：

追求可持续长期复利 锚定胜率赔率效率

□本报记者 张韵



王冠桥，曾任兴业证券汽车行业首席分析师，中信保诚基金研究部制造组组长。扎根研究近10年时间，期间主要覆盖汽车、新能源、机械等领域。2022年加入博时基金，覆盖科技、周期领域研究，2023年7月起任博时裕益灵活配置混合基金经理。

先定行业 再选公司

在投资操作上，王冠桥偏好“先定行业、再选公司”的流程，通过分仓管理保持相对稳健的风险收益比。在他看来，中期维度基于经济结构、产业趋势的判断，选好行业后在此基础上挑选个股，有望实现事半功倍的效果。科技、出海、低估值的高现金流类资产是其较为看好的三大方向。

他认为，科技对全球经济和资产价格的影响已经占据重要权重，是投资中无法回避的领域。AI对各行各业的改造方兴未艾，未来有无限可能，但也要注意产业发展和股价预期的匹配性。近期科技行情明显回调，波动放大，市场对AI未来资本开支和创收能力有所担忧，需要大模型能力进步打开更大的商业空间。“我在这个问题上无法获得比市场更高的胜率，也没有更超前的看法。”他坦言，倾向于保持低于同行的适当仓位，侧重捕捉结构性机会，更关注国产算力和终端应用方向。

出海是他颇为青睐的领域。“如果说科技是全球经济的贝塔，出海则是国内独有的阿尔法。”他分析，许多制造企业已具备全球竞争力，成本和规模效应优势明显，部分传统企业多年的海外布局已经形

成相对成熟的经营模式，出海正成为它们重要的新利润增长点。叠加估值普遍跌到历史低位水平，投资性价比已经凸显，胜率、赔率、效率都较为可观，是其愿意分配更多仓位的方向。

他认为，社会投资回报率下行、低利率的环境下，高现金流类资产的估值中枢具备上行动力。由于这类公司大多分布在建材、化工、消费、金融等传统行业，市场对经济增长的预期不高，交易情绪和估值也处在较低位置，短期趋势性上涨动力稍显不足，但长期胜率相对占优、安全边际较为充足、赔率具备一定性价比，因此愿意牺牲一些短期投资效率，坚持左侧布局。但低估值高自由现金流类资产分布在多个行业，需要自下而上“翻石头”。

除了行业配置上的分仓管理外，王冠桥在基金整体仓位管理上也有自己的见解。在他看来，仓位调整有一定必要性，如果进入低迷行情通道，再怎么精挑细选可能也难以回避整体下行带来的压力。不过，回顾过往行情，可能三到五年才会需要做一次大的仓位调整，市场的顶部和底部都会出现明显的信号，而且是多信号交叉验证，识别并不难、难在克服贪婪与恐惧。

偏好能够创造价值的标的

基于价值成长风格，选定行业后，落实到选股上，王冠桥偏好能够创造价值且具备一定成长性的标的。

所谓创造价值，就是企业最终能获得较高的ROE（净资产回报率）和自由现金流。他认为，纵观市场，拉长来看，能够持续创造高现金流的公司其实非常有限，“之前做汽车分析师多年，亲身见证过很多公司经营和股价的起伏，行业有几百家上市公司，但拉长时间回头看，很多股票只贡献了波动率，并没有收益率，能最终赚取巨大利润和股东回报的股票是稀缺的”。这背后往往意味着公司拥有较好的商业模式和产业链地位，处在相对良性的竞争格局之中，从事的是一门好生意。

成长性，是指拥有再投资能力和空间。如果一家企业ROE很高，但再投资空间疲弱，就容易变成类债券的股息资产，成长性有所不足。而他偏爱的是未来三年时间里有望实现翻倍增长、兑现置信度较高的标的。他分析，三年一倍的向上空间，对应年化约25%的个股潜在收益率，再结合约60%的整体胜率，以期实现15%左右的年化收益目标。这也正是他所希望能在基金管理中达成的目标。

此外，估值是其决定个股仓位比例和买卖的重要因素。他表示，一般而言，满足

价值成长选股标准的公司，估值回落至较低水平时会触发买入。估值是安全边际的第一层保护。当然，长期来看低估值虽通常对应更高的相对胜率，但需要避免低估值陷阱。成长性安全边际的第二层保护，高成长可以支撑适当的高估值。胜率越高，赔率、效率越可观的股票，所占的仓位也就越高。

当标的基本达到预期市值时，便会考虑卖出，即便其可能看起来涨势仍在。“在涨势正好时离场确实有些反人性，很多股票卖了以后又涨了50%–100%。我也在反思能否做得更好，优化交易节奏。但如果一个股票市值超出了我的理解范围，还是很难重仓持有。”王冠桥认真地说，如果确定了价值投资的路径，那就需要严格遵守交易纪律，贵了就应该卖，便宜了就应该买。此外，当发现对行业周期或公司经营的研判太过乐观，而公司基本面不可挽回地恶化时，也会及时卖出。

“不犯大的错误，避免资金永久性损失风险的同时追求长期回报最大化”是王冠桥在整个专访过程中提及不止一次的话。他坦言，安全边际永远是放在首位的，短期可能会跑得慢一些，但长期更可能会走得稳一些。“慢就是快，这是我入行时一位前辈对我说过的话。”

聚焦价值成长风格

知己知彼，尝试后坚守，前行与驻足兼顾，这是王冠桥身上透露出的投资特点。

“知己”体现在其对个人投资的条分缕析方面。提取自己的全部交易数据，分析每一笔投资的胜率赔率情况，对过往业绩进行归因，对失误进行总结。在采访现场，他通过一张张图表呈现了其投资收益的行业来源：过去三年，投资覆盖过约20个细分行业，收益贡献最大的电子行业占净值增长的20%；其次是新能源，贡献超过10%；然后是化工、机械、汽车、有色……亏损影响最大的为金融和轻工制造行业，对净值的损耗在1%–2%之间。“尽力把握住能力圈内的机会、提高胜率，在不熟悉的领域保持好奇心，多注意风险、降低犯错的损耗。”他说。

“知彼”在于注重观察分析同行基金经理的投资策略。在他看来，所有股票投资都需要回答三个问题：胜率、赔率、效率。胜率是决策正确的概率，赔率是涨跌的收益风险比，效率是收益兑现的时间。基金的投资收益就是这些因素集合的结果。有些基金注重效率，对市场热点、行业轮动的把握做得好；有些基金注重赔率，对新技术、远期空间的感知能力更强。而他更注重胜率，注重安全边际，追求以合理的价格买入低估的优质资产，兼顾赔率、不苛求效率。

“前行与驻足”则体现在其决策的进退之间。既不断向前寻找未来投资机会，也时而驻足剖析自身过往投资得失；既积极拥抱产业大趋势前景，也遵守交易纪律，在估值达到预期时止盈退出；既持续前行拓展能力圈，也在最终将更多精力驻足于深度研究。据介绍，他挑选股票使用“2%+20%双层漏斗”，全市场上市公司超过5500家，第一层筛选后只剩不到2%，符合其选股标准的60–80家公司进入核心池长期跟踪；第二层筛选，根据行业和公司的周期、估值等因素，进一步筛选15–20家公司进入持仓组合，占核心池的约20%。

“管理产品以来的三年多时间里，一共买过446只股票。其中，获得收益的大概270只，对应胜率在60%左右。最赚钱的股票贡献了净值近5%的增长，最亏钱的带来净值约2%的下跌，这是我的赔率。”专业投资者对于其每一笔交易成败的重视彰显无遗。

近日，博时裕益灵活配置混合的基金经理王冠桥在接受中国证券报记者专访时表示，胜率、赔率、效率是其投资框架的三个核心要素。围绕三个要素的不同权重选择，构成行业内基金经理多元框架和产品不同的风险收益结果。于他而言，胜率是投资尤为在意的先决条件。

“只有先减少犯错，降低犯错的损耗，才能在市场上活得更长久”“先为不可胜，以待敌之可胜”。基于“胜率优先、兼顾赔率、适当关注效率”的逻辑，他倾向于选择具备安全边际、预期收益率有望三年一倍以上的股票构建投资组合，追求可持续的长期复利。效率关注股价何时上涨，对此，其倾向于左侧买入等待，而不是比拼短跑，“有时候短期的高效率，可能带来长期的低效率，慢就是快”。