

基于企业自由现金流的价值投资方法论

报告要点:

● 淡化传统估值指标，从企业自由现金流看股票性价比

巴菲特在其价值投资理念中，极为看重企业的盈利能力，他认为该指标能反映在公司的自由现金流这一数据上。企业自由现金流（Free Cash Flow to Firm）的具体算法由汤姆·科普兰（Tom Copeland）于20世纪90年代提出，他定义企业自由现金流为扣除营运资本增加值和资本开支后的经营现金流。现金流折现模型（Discounted Cash Flow, DCF）是根据企业自由现金流指标对证券定价的方法，是一种绝对估值法的估值模型。绝对估值法根据公司历史及当前的基本面，预期未来的经营状况，并对公司未来的现金流、利润、股利等指标折现进而得到公司目前的内在价值。绝对估值法相比相对估值法的横向比较更需要投资者对公司发展趋势精准的预判，但这也提升了估值的准确度，能更直观体现公司的内在价值，帮助投资者选出低估股票。若只关注市盈率、市净率等传统估值指标，可能会陷入投资中的低估值陷阱。

● 优选自由现金流性价比高的价值股能为组合带来长期的超额回报

自由现金流估值法是深度价值风格的投资方法论，我们也可以站在量化的角度用数据验证这一投资框架在A股市场的选股效果。基金经理对于企业价值的判断并不局限于已经公开的截面 TTM 数据，更多依赖的是其根据资深的经验与深度的研究对企业未来数年现金流的推演。从因子分组检验的统计结果来看，持有当年自由现金流性价比最高的 20% 的股票在 2017 年后能获得较为稳定的超额收益。2017 年之前大量企业借壳成为上市公司，发行人与壳的并购行为往往会大幅度抬升股价，因此许多绩差亏损股由其壳价值定价，股价与其基本面背离。2017 年后，随着监管政策的收紧和注册制的开放，绩差微盘股不再凸显壳价值，公司基本面重夺定价权，自 2016 年下半年开始，该指标的多空净值一路走高，年化多空收益率达到 4.79%，能看出现金流优质的企业在未来一年有更大的概率表现靠前。回测数据也显示，若基金经理对股票未来的自由现金流有超过一年的前瞻性预期并买入当前被低估的股票，能为投资组合带来更明显的超额收益。

● 浦银安盛杨岳斌经理——秉持自由现金流估值法的深度价值投资者

杨岳斌经理是一位深耕价值投资多年的基金经理，其长期以来通过自由现金流估值法精选盈利能力出色的优质个股。杨岳斌经理过往履历丰富，2007 年至 2017 年曾任职于兴全基金，曾先后管理兴全趋势投资、兴全绿色投资两只基金。杨经理于 2017 年 7 月加入浦银安盛基金后历任研究部副总监，当前担任价值投资部总经理并管理浦银安盛先进制造、浦银安盛 ESG 责任投资两只基金。

以杨岳斌经理当前管理时间最长的基金浦银安盛先进制造为例，基金经理长期秉持自由现金流估值法，深入挖掘盈利能力出色的优质个股。根据浦银安盛先进制造近三年年报和最新 2023 年一季度的持仓统计了组合整体的 P/FCFF，发现基金近三年的 P/FCFF 稳定在 40 倍以内，在全市场主动偏股型基金中排在较低的 5% 至 20% 左右的分位，价值属性在市场中排名靠前。根据最近两期定期报告（2022 年报和 2023 一季报），我们统计基金投资组合整体的自由现金流估值分位在全市场主动权益基金中已分别降至 11% 和 14%，持仓股票的现金流性价比相对 2021 年进一步提升，在以成长和抱团风格为主的权益市场中尤为难得。

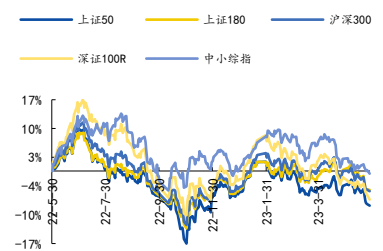
● 风险提示

本研究基于市场历史数据，基金的历史表现不代表未来表现，本报告仅供参考。

主要数据:

| | |
|---------|----------|
| 上证综指: | 3221.45 |
| 深圳成指: | 10822.09 |
| 沪深 300: | 3833.94 |
| 中小盘指: | 3975.26 |
| 创业板指: | 2203.84 |

近一年基金指数走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

| | |
|--------|-------------------------|
| 分析师 | 朱定豪 |
| 执业证书编号 | S0020521120002 |
| 邮箱 | zhudinghao@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |
| 联系人 | 张啸宇 |
| 邮箱 | zhangxiaoyu@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |

内容目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 基于企业自由现金流的价值投资方法论 | 4 |
| 1.1 从自由现金流看企业性价比——以巴菲特投资雪佛龙公司为例 | 4 |
| 1.2 自由现金流在 A 股市场的应用 | 9 |
| 2. 杨岳斌——秉持自由现金流估值法的深度价值投资者 | 12 |
| 3. 浦银安盛先进制造（007066.OF）投资价值分析 | 18 |
| 3.1 净值表现 | 18 |
| 3.2 行业板块配置 | 18 |
| 3.3 行业内选股能力 | 20 |
| 3.4 基金管理人 | 20 |
| 4. 风险提示 | 21 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：企业自由现金流计算公式 | 4 |
| 图 2：房地产行业（CI005023.WI）累计涨跌幅 | 5 |
| 图 3：雪佛龙公司企业自由现金流（亿美元） | 6 |
| 图 4：雪佛龙公司股价与巴菲特的增减持统计 | 8 |
| 图 5：雪佛龙公司与 WTI 原油价格对比 | 8 |
| 图 6：P/FCFF 图像（X 轴为 FCFF） | 9 |
| 图 7：FCFF/P 图像（X 轴为 FCFF） | 9 |
| 图 8：当年的 FCFF/P 因子分组净值 | 10 |
| 图 9：FY1 的 FCFF/P 因子分组净值 | 11 |
| 图 10：因子检验并未体现基金经理对未来数年现金流的预测，因此策略实际选股能力更强 | 11 |
| 图 11：中国移动相对恒生指数超额净值与浦银安盛先进制造建仓时点（红色箭头） | 14 |
| 图 12：2022Q4 浦银安盛先进制造的加权股息率 | 17 |
| 图 13：浦银安盛先进制造（007066.OF）相对指数的超额净值 | 18 |

| | |
|--|----|
| 图 14: 浦银安盛先进制造重仓板块配置比例 | 19 |
| 图 15: 浦银安盛先进制造重仓行业配置比例 | 19 |
| 表 1: 房地产行业各项估值指标对比 | 5 |
| 表 2: 雪佛龙公司估值指标对比 | 7 |
| 表 3: 雪佛龙公司 (CXV.N) 的分红指标 | 7 |
| 表 4: 浦银安盛先进制造 (007066.OF) 近三年组合整体 P/FCFF (自由现金流估值) | 12 |
| 表 5: 中国移动 (0941.HK) 自由现金流与股息率统计 | 13 |
| 表 6: 不同资金成本下中国移动 (0941.HK) 在 20210930 的 DCF 测算 | 13 |
| 表 7: 浦银安盛先进制造 (007066.OF) 2023Q1 前十大重仓股 | 14 |
| 表 8: 浦银安盛先进制造 (007066.OF) 2022Q4 前十大重仓股 | 15 |
| 表 9: 浦银安盛先进制造 (007066.OF) 2021Q4 前十大重仓股 | 15 |
| 表 10: 浦银安盛先进制造 (007066.OF) 2020Q4 前十大重仓股 | 16 |
| 表 11: 浦银安盛先进制造行业内选股收益 | 20 |

1. 基于企业自由现金流的价值投资方法论

1.1 从自由现金流看企业性价比——以巴菲特投资雪佛龙公司为例

巴菲特在其价值投资理念中，极为看重企业的盈利能力，他认为该指标能反映在公司的自由现金流这一数据上。企业自由现金流（Free Cash Flow to Firm）的具体算法由汤姆·科普兰（Tom Copeland）于 20 世纪 90 年代提出，他定义企业自由现金流为扣除营运资本增加值和资本开支后的经营现金流，具体公式为：

图 1：企业自由现金流计算公式

| | |
|---|---------|
| Earnings before interest and taxes (EBIT) | |
| - Taxes on EBIT | |
| + Deferred taxes | 息前税后利润 |
| + Increase in provisions | |
| = Net operating profit less adjusted taxes (NOPLAT) | |
| | + |
| + Depreciation | 折旧与摊销 |
| = Gross cash flow | |
| | - |
| Increase in working capital | (营运资本增加 |
| + Capital expenditures | + |
| + Investment in goodwill | 资本开支) |
| + Increase in other assets | |
| = Gross investment | |
| | = |
| Gross cash flow | |
| - Gross investment | |
| = Free cash flow from operations | 企业自由现金流 |

资料来源：《Valuation》Copeland T., 国元证券研究所

现金流折现模型（Discounted Cash Flow, DCF）是根据企业自由现金流指标对证券定价的方法，是一种绝对估值法的估值模型。绝对估值法根据公司历史及当前的基本面，预期未来的经营状况，并对公司未来的现金流、利润、股利等指标折现进而得到公司目前的内在价值。绝对估值法相比相对估值法的横向比较更需要投资者对公司发展趋势精准的预判，但这也提升了估值的准确度，能更直观体现公司的内在价值，帮助投资者选出低估股票。若只关注市盈率、市净率等传统估值指标，可能会陷入投资中的低估陷阱。以房地产行业为例，行业整体的市盈率及市净率长期处于低位，在 2017 年至 2021 年之间，行业市盈率最高时仅为 2017 年末的 16 倍，在此之后一直保持在 10 倍市盈率附近。市净率在 2017 年后也一直处于 2 倍估值以下，2022 年末行业已经整体破净，市净率低至 0.98。从 P/E 和 P/B 两个传统估值指标来看，房

地产在所有行业的横向对比中一直处于长期的低估值区间，但若考虑到房地产企业的自由现金流，则不难看出行业整体的经营状况并不具备市盈率和市净率反映出的超强的价值属性，2017年至2022年的六年间有五年的加权自由现金流估值指标为负。这也与房地产行业的属性有关，在地产公司取得营收后仍需要投入大量现金流用于工程、拿地、扩张，因此其看似较低的市盈率和市净率并无法体现行业整体真实的经营状况和股票的性价比。因此，仅参照传统估值指标容易陷入低估值陷阱，对企业现金流的分析是评估企业内在价值的重要方法论。

表 1：房地产行业各项估值指标对比

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------|--------|---------|--------|--------|-------|--------|
| 市盈率 | 15.97 | 8.97 | 10.07 | 8.95 | 13.17 | -21.77 |
| 市净率 | 1.99 | 1.30 | 1.47 | 1.18 | 1.02 | 0.98 |
| P/FCFF | -10.95 | -122.15 | -61.23 | -27.30 | 7.30 | -21.36 |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 2：房地产行业（CI005023.WI）累计涨跌幅



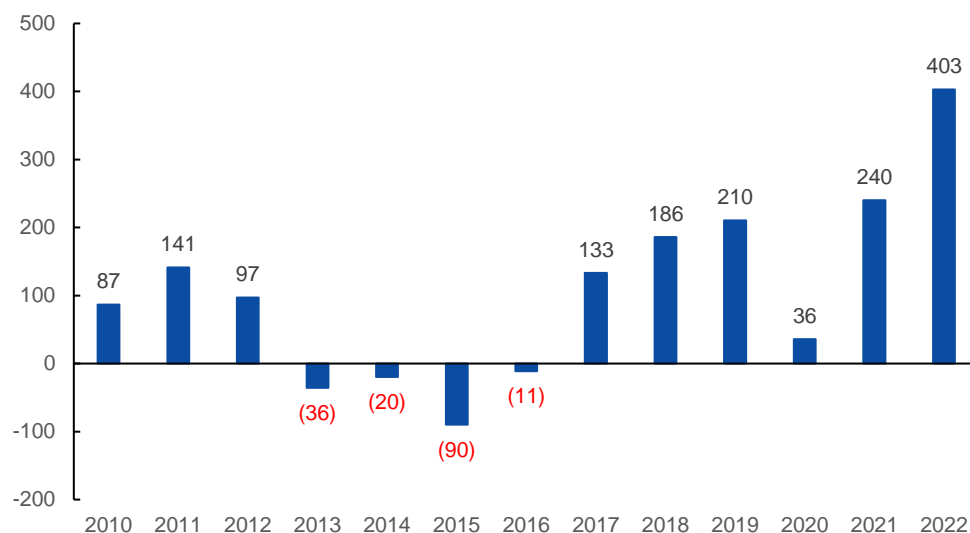
资料来源：Wind, 国元证券研究所

以伯克希尔哈撒韦当前的第三大重仓股雪佛龙公司为例，雪佛龙公司是美国知名的能源公司，主营业务覆盖石油及天然气产业，包括能源的开采、生产、运输、销售及石油化工产品的产销。雪佛龙公司在2013-2016年间经历了原油和天然气产出减少、油价震荡、采掘和炼油成本提升等多重打击，连续四年自由现金流跌至净流出。2017年起，企业盈利能力的改善，自由现金流转正后从2017年的133亿美元增长至2022年的403亿美元。2020年国际油价受到经济衰退、供需失衡的影响一度暴跌，巴菲特认为原油暴跌的黑天鹅正是建仓的时机，从预期的自由现金流来看性价比较高，便

在原油回升至 40 美元左右时开始了对雪佛龙公司的建仓,该季度巴菲特共买入 4800 万股,持仓市值约为 39 亿美元。2021 年三季度至 2022 年三季度,巴菲特每个季度都有增持行为,合计净买入 1.4 亿股。从 2021 和 2022 年雪佛龙的自由现金流数据来看,巴菲特的预期得到了验证,两年的自由现金流分别增长至 240 亿、403 亿美元。

在雪佛龙公司的案例中,我们可以对比自由现金流估值与 P/B 这一传统估值法的区别。在 2021 年和 2022 年,雪佛龙的市净率相较前一年均有提升,两年内从 1.23 增至 2.16,用传统的 PB 估值法来看该股票的性价比随着市净率的提高是越来越低的。然而,若我们从自由现金流性价比的角度来看,可能会得出另一种结论。2020 年末,由于企业现金流短暂受损,市值与自由现金流的比值高达 46,但巴菲特预期雪佛龙的自由现金流将在原油价格企稳后回归正常水平,确实在 2021 年该比例降至 9.44,而此时市净率升至 1.63,相比前一年有所提高。到 2022 年末,雪佛龙的市净率进一步升至 2.16,单从该指标来看股票性价比略有下降,但企业的市值与自由现金流比值再降至 8.53,从自由现金流的角度来看性价比却再度提升。况且,截面上的自由现金流估值并未纳入现金流的成长性,若考虑到雪佛龙公司未来现金流的增长,其可能比截面数据反映出的性价比更为低估。自 2020 年四季度初至 2023 年四月,雪佛龙股价涨幅已超 200%,直至目前巴菲特仍看好雪佛龙公司的现金流性价比,以较高的仓位持有其股票。巴菲特对雪佛龙企业自由现金流的估值法帮助巴菲特实现了一项成功的投资。

图 3: 雪佛龙公司企业自由现金流 (亿美元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

表 2：雪佛龙公司估值指标对比

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| P/FCFF | 17.87 | 11.13 | 10.78 | 45.61 | 9.44 | 8.53 |
| P/B | 1.61 | 1.34 | 1.57 | 1.23 | 1.63 | 2.16 |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

自由现金流衡量了企业在满足生产再投资需求后可以分配给股东和债权人的最大现金金额。通常来说，当企业账户内拥有充足的可自由分配给股东的现金时，上市公司会有更强的动力和充足的资金为**股东分配股利**，或在股价走低时**回购股票以支撑企业市值**、提升控制权，这些都是**上市公司保护股价下行空间**的手段，也能帮助投资者在市场震荡时以更小的代价减持、退出。另外，对于自由现金流充沛的上市公司来说，即使股价长期没有上涨行情，投资者也可以通过增持直至控股公司来掌握企业的自由现金流以收回本金并获取收益。当前中特估概念的火热也蕴含了相关的逻辑，A股上市的许多国央企都有充足的自由现金流，在监管提倡对国央企定价进行重估时，国央企可能会选择提高自由现金流的使用效率，如通过增加派息率等提高 ROE 的方式修复企业的估值以支撑股价。

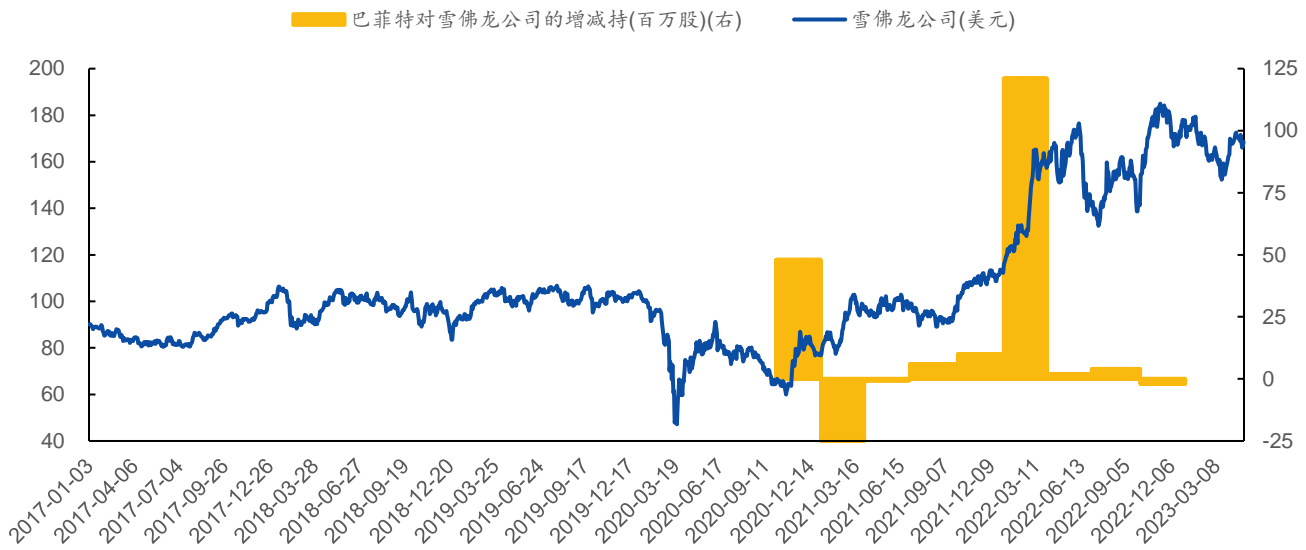
对于自由现金流健康的上市公司来说，一个重要特点是**股息通常较为稳定**，这也为股价在一定程度上封住了下行空间。同样以雪佛龙公司为例，该公司在 2014-2016 年间受到油价剧烈震荡的影响，净利润严重受损，在 2016 年时扭盈为亏，但从雪佛龙公司的分红数据来看，股票每年均有股息率在 3% 以上的稳定分红。可见，**自由现金流性价比高的公司可以通过分红的形式对股价有一定的支撑，抑制股价的下行空间。**

表 3：雪佛龙公司 (CXV.N) 的分红指标

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----|--------|--------|---------|-----------|--------|--------|---------|----------|--------|--------|
| 净利润 | 237.38 | 207.00 | 86.46 | (15.00) | 64.99 | 142.05 | 132.64 | (114.88) | 99.05 | 341.67 |
| 股息率 | 3.16% | 3.79% | 4.75% | 3.64% | 3.44% | 4.14% | 3.98% | 5.94% | 4.52% | 3.19% |
| 派息率 | 35.38% | 42.12% | 176.95% | -1639.58% | 67.57% | 58.22% | 316.16% | -176.32% | 65.86% | 32.43% |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

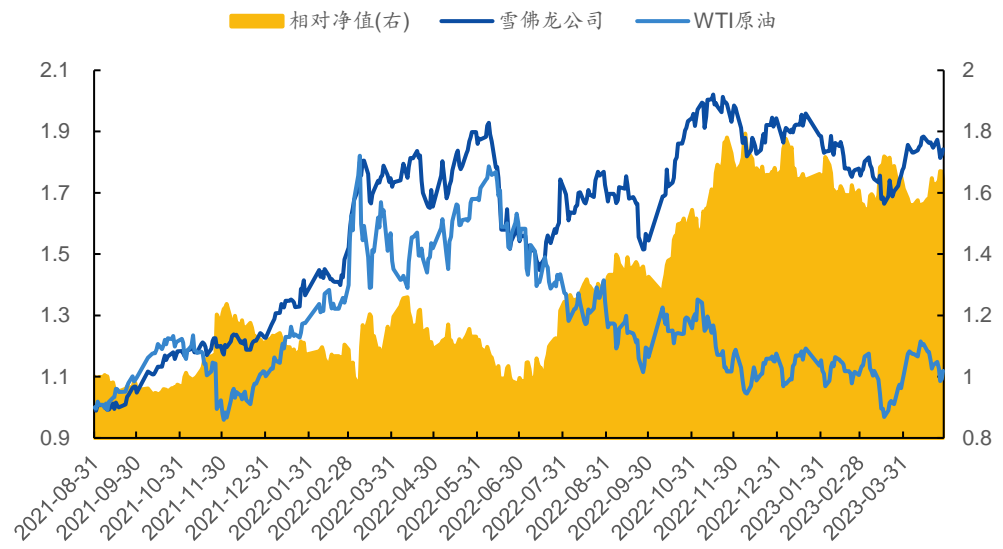
图 4：雪佛龙公司股价与巴菲特的增减持统计



资料来源：Stockcircle, Wind, 国元证券研究所

同时，雪佛龙公司以稳定的盈利能力、健康的现金流奠定其在行业内的领先地位，且公司未受近一年原油价格承压的影响，2022 年 3 月至今，NYMEX 原油价格跌近 40%，而雪佛龙公司股价不降反升，同期涨超 4%，可见拥有优良自由现金流的公司具有逆市中平滑投资组合波动的属性，对冲掉部分市场的不稳定因素。

图 5：雪佛龙公司与 WTI 原油价格对比



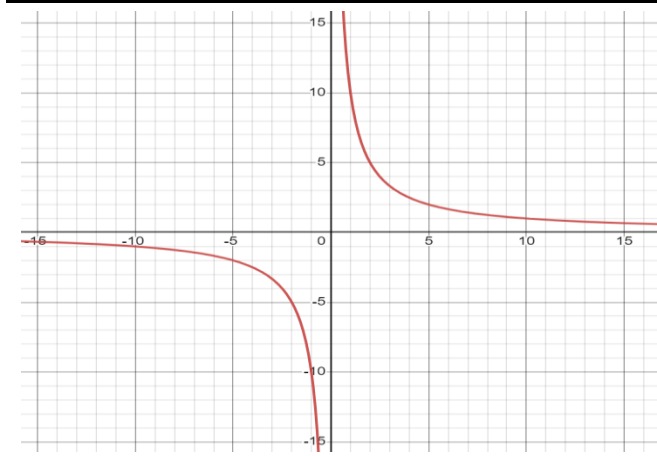
资料来源：Wind, 国元证券研究所

1.2 自由现金流在 A 股市场的应用

自由现金流估值法是深度价值风格的投资方法论，我们也可以站在量化的角度用数据验证这一投资框架在 A 股市场的选股效果。基金经理对于企业价值的判断并不局限于已经公开的截面 TTM 数据，更多依赖的是其根据资深的经验与深度的研究对企业未来数年现金流的推演。由于我们难以取得基金经理对企业现金流的内部估值模型，但我们认为优秀的基金经理对企业未来的现金流预测是较为准确的，因此基于此逻辑可以做出两个假设，①基金经理的模型可以预测股票未来一年至多年的现金流，也可在企业发布年报前提前推算出该年度的现金流，②基于自由现金流的 DCF 定价模型在截面上的选股难以用量化的形式回测，因此我们运用类似 PE^{2023E} 的指标，用股票当前的市值与股票未来的现金流计算股票当前的现金流性价比。

基于以上两个假设，首先回测当年自由现金流性价比的选股效果。A 股上市公司通常在次年 4 月底之前发布年报，根据假设①，我们可以假定基金经理在当年年底已经能提前预估次年 4 月底才会公开发布的自由现金流数据，那么若投资组合在年底买入该截面上自由现金流性价比最高的前 20% 的股票，基金能获取超额收益吗？值得注意的是，与市盈率、市净率等指标类似，若将股价和财务指标分别置于分子、分母，那么因子的大小与财务指标的变化并不是单调的趋势，因子并不好通过 P/FCFF 的大小直接进行分组检验。以下图为例，可以看出若将财务指标和股价分别置于分子、分母，那么 FCFF 的变化与因子值会存在严格的单调性，因此我们此处以 FCFF/P 作为自由现金流估值的因子，因子值越大说明股票在自由现金流维度上的性价比更高。

图 6: P/FCFF 图像 (X 轴为 FCFF)



资料来源: Desmos, 国元证券研究所

图 7: FCFF/P 图像 (X 轴为 FCFF)

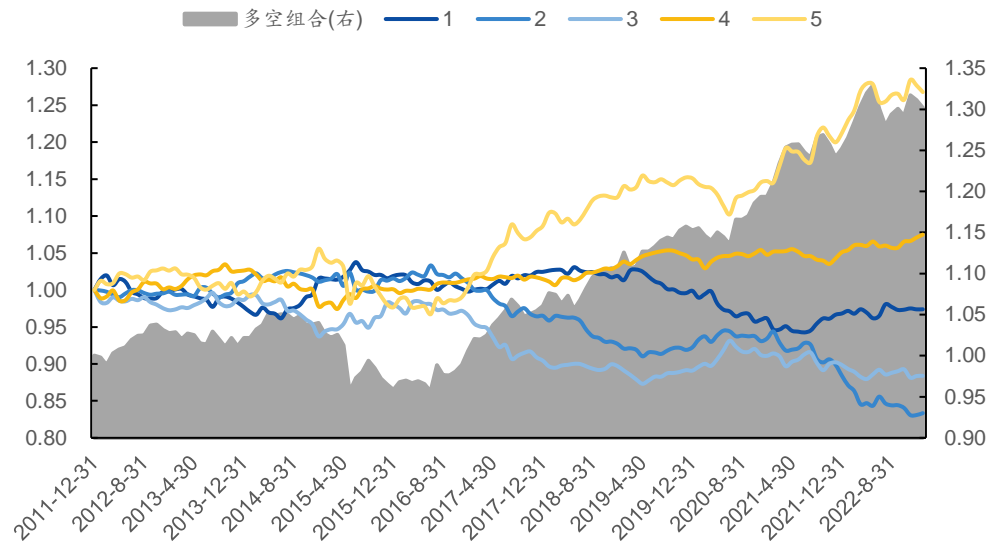


资料来源: Desmos, 国元证券研究所

从因子分组检验的统计结果来看，持有当年自由现金流性价比最高的 20% 的股票在 2017 年后能获得较为稳定的超额收益。2017 年之前大量企业借壳成为上市公司，发行人与壳的并购行为往往会大幅度抬升股价，因此许多绩差亏损股由其壳价值定价，股价与其基本面背离。2017 年后，随着监管政策的收紧和注册制的开放，绩差微盘股不再凸显壳价值，公司基本面重夺定价权，以企业自由现金流指标为例，因子在

2017 年之前并不能选出未来表现较好的股票，但自 2016 年下半年开始，该指标的多空净值一路走高，年化多空收益率达到 4.79%，能看出现金流优质的企业在未来一年有更大的概率表现靠前。

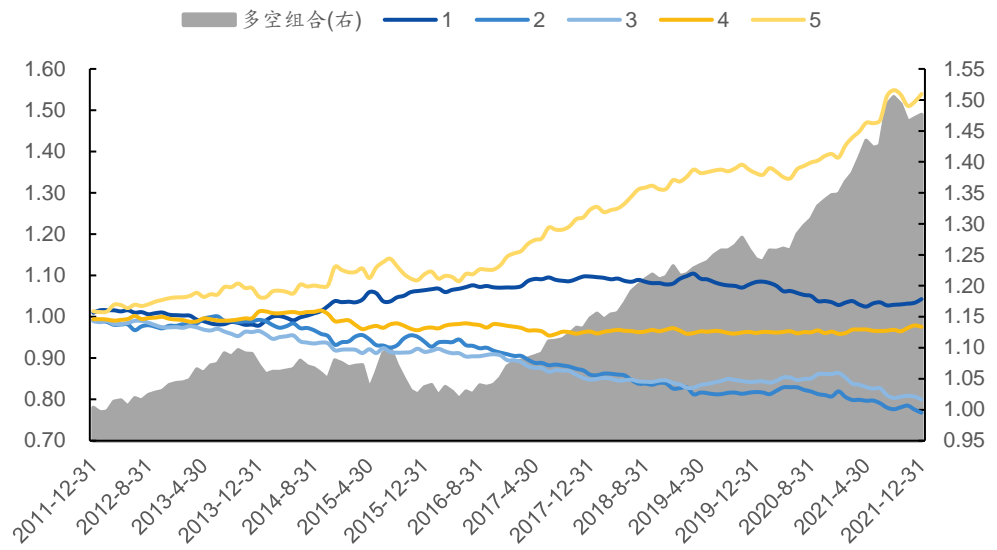
图 8：当年的 FCFF/P 因子分组净值



资料来源：Wind, 国元证券研究所

以上因子检验的假设是基金经理能提前于年报的发布推算出当年的自由现金流数据，并结合当年年底的股票市值判断其自由现金流性价比。那么我们**进一步假定基金经理可以在当年年底推算未来一年的自由现金流数据**，检验基金经理更具前瞻性的预期是否能选出超额收益更高的股票。我们根据基金未来一年的自由现金流数据将股票分为五组，现金流性价比最高的 20% 的股票相对性价比最低的股票年化多空收益高达 6.97%，高于用当年自由现金流性价比分组的 4.79%。这一显著优势也可以看出，**若基金经理对股票未来的自由现金流有前瞻性的预期并买入当前被低估的股票，能为投资组合带来明显的超额收益**。因此，自由现金流估值法在年频调仓的交易频率下都能有不错的选股效果，证明这一深度价值的投资方法论在 A 股行之有效，但仍依赖于基金经理对企业盈利质量和现金流稳定性的精准预期。

图 9：FY1 的 FCFF/P 因子分组净值

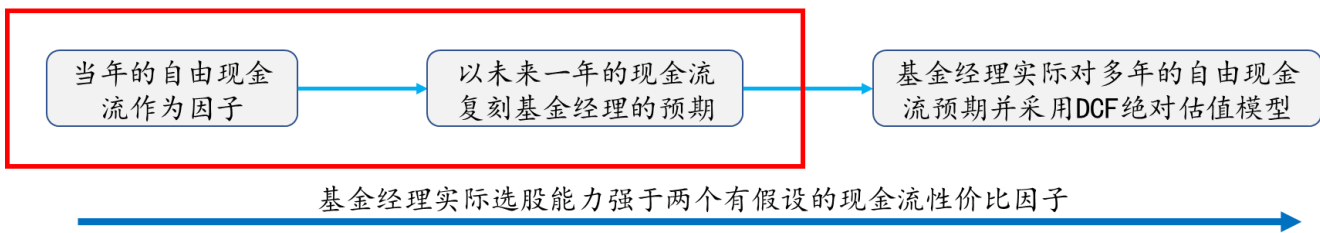


资料来源：Wind, 国元证券研究所

从上文构建的当年现金流性价比因子与 FY1 现金流性价比因子能看出基于自由现金流性价比选股的策略在 A 股中是有效的，且未来现金流的选股效果好于当前截面的现金流。部分优秀的基金经理在实际的投资运作中会预测股票未来多年的自由现金流并运用 DCF 绝对估值模型，实际选股能力更是强于上文因子检验中的多头收益。

图 10：因子检验并未体现基金经理对未来数年现金流的预测，因此策略实际选股能力更强

因子检验



资料来源：国元证券研究所

2. 杨岳斌——秉持自由现金流估值法的深度价值投资者

杨岳斌经理是一位深耕价值投资多年的基金经理，其长期以来通过自由现金流（FCFF）估值法精选盈利能力出色的优质个股。杨岳斌经理过往履历丰富，2007年至2017年曾任职于兴全基金，历任研究员、基金经理助理、基金经理，曾先后管理兴全趋势投资、兴全绿色投资两只基金。杨经理于2017年7月加入浦银安盛基金后历任研究部副总监，当前担任价值投资部总经理并管理浦银安盛先进制造、浦银安盛ESG责任投资两只基金。

以杨岳斌经理当前管理时间最长的基金浦银安盛先进制造（007066.OF）为例，杨经理长期秉持自由现金流估值法，深入挖掘盈利能力出色的优质个股。我们根据浦银安盛先进制造近三年年报和最新2023年一季度（根据年报填充）的持仓，结合上市公司年报统计了其组合整体的P/FCFF，发现基金近三年的P/FCFF稳定在40倍以内，在全市场主动偏股型基金中排在较低的5%至20%左右的分位，价值属性在市场中排名靠前。根据最近两期定期报告（2022年报和2023一季报），我们统计基金投资组合整体的自由现金流估值分位在全市场主动权益基金中已分别降至11%和14%，持仓股票的现金流性价比相对2021年末进一步提升，在以成长和抱团风格为主的权益市场中尤为难得。

表 4：浦银安盛先进制造（007066.OF）近三年组合整体 P/FCFF（自由现金流估值）

| | 2023Q1 | 2022Q4 | 2021Q4 | 2020Q4 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| P/FCFF | 38.258 | 29.875 | 36.067 | 17.598 |
| P/FCFF 分位 | 13.77% | 11.33% | 21.79% | 8.39% |

资料来源：Wind，国元证券研究所

从基金重仓股来看，杨岳斌经理深入分析上市公司的现金流以判断企业盈利质量，并不拘泥于投资机构抱团的大盘成长股和热门的消费、新能源赛道。杨经理观察到过去存在基金重仓股踩踏的现象，并加以重视和防范。基金主要以自下而上选股，坚持原有风格不漂移。基金经理指出，价值投资并不是低估值的代名词，成长一直是价值创造最重要的一部分。很多时候，市场将买入低估值、低增长传统蓝筹的风格划分为是价值投资，而买入高估值、高增长的新兴行业，尤其是科技类属性的行业，认为是成长风格。然而，根据他所认知到的经典价值投资定义，这样简单划分似乎不够准确。众所周知，价值投资认为，企业的价值是由企业全生命周期的自由现金流贴现来决定的，也就是DCF。价值投资中强调考察企业护城河，强调考察管理层是否优秀等公司治理问题，都是为了提高这种估值方法的确定性。因为，既然需要考虑企业全生命周期，当下观察到的企业自由现金流，有可能会因为企业护城河的变化，以及企业家如何进行企业管理、如何分配利润进行扩大再生产，如何对待股息、回购等资源运用等公司治理类问题，从而对企业长期的自由现金流的结果造成影响，进而对估值结果带来比较大的变化。

基金成功的投资案例是其早在2021年四季度便建仓中国移动港股（0941.HK），彼

时中国移动经历了国内运营商价格战、疫情爆发、中美贸易摩擦导致的投资禁令等股价下行阶段后，经营逐渐企稳，但自由现金流估值仍仅有 4.59 倍，处于严重低估区间。基金经理坚定看好中国移动未来稳定的现金流和股息率，在股价仍在横盘震荡时左侧布局了股票。在接下来 2022 年的熊市中，中国移动股价逆市上涨表现亮眼，显著跑赢沪港深三地市场，并在今年中特估和数字经济概念的行情中凭借其稳定的自由现金流、盈利能力和预期派息率提升等优势，在市场中跑出独立行情。直到现在，中国移动的自由现金流估值得到市场定价的修复，P/FCFF 倍数增长至 8.87，期间股价逆市上涨超 60%，同期沪深 300 指数跌近 20%，且当前以自由现金流数据来看该股仍处于低估区间。

表 5：中国移动（0941.HK）自由现金流与股息率统计

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 至 2022 年均值 |
|------------------|---------|----------|----------|----------|----------|-----------------|
| FCFF (亿元) | -528.47 | 1,674.38 | 1,094.55 | 1,708.39 | 1,376.90 | 1393.28 |
| 股息率 | 4.52% | 4.45% | 7.36% | 7.24% | 8.95% | |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

我们可以更直观地复刻基金经理在 2021 年三季度对中国移动的建仓，沿用本文 1.2 因子检验的设定，假设在 2021 年 9 月 30 日准确预期了中国移动 2021 年和 2022 年的自由现金流，并外推 2023 年的 FCFF 为 2020 年至 2022 年的均值，且保守假定 2023 年之后自由现金流每年的增长率为 1%。那么在 4% 至 12% 的资金成本下，中国移动在 20210930 的自由现金流折现估值为 14247 亿元至 47688 亿元，远超当时 8000 亿元的总市值，从自由现金流的角度来看处于极低估值的区间，因此基金经理对中国移动的建仓是成功的价值投资。

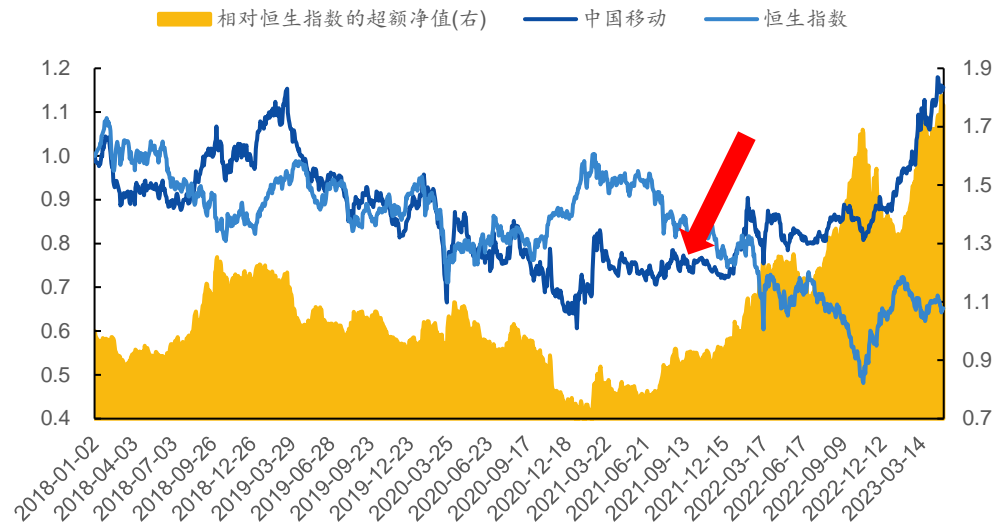
$$\begin{aligned}
 DCF_{20210930}(\text{亿元}) &= 1708 + \frac{1377}{1+WACC} + \sum_{i=1}^{\infty} 1393 * \frac{(1+1\%)^{i-1}}{(1+WACC)^{i+1}} \\
 &= 1708 + \frac{1377}{WACC} + \frac{1393}{\frac{(1+WACC)^2}{WACC-1\%}}
 \end{aligned}$$

表 6：不同资金成本下中国移动（0941.HK）在 20210930 的 DCF 测算

| WACC | 4% | 6% | 8% | 10% | 12% |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| DCF_20210930 (亿元) | 47688.43 | 29295.35 | 21412.62 | 17033.35 | 14246.55 |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 11: 中国移动相对恒生指数超额净值与浦银安盛先进制造建仓时点 (红色箭头)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

从浦银安盛先进制造近年的重仓股可以看出, 除中国移动外, 基金也运用这一有效的方法论成功挖掘出华鲁恒升、万华化学、益丰药房等稳健增长的优质个股, 为投资者选出盈利能力优异的上市公司, 并与其长期共同成长。

表 7: 浦银安盛先进制造 (007066.OF) 2023Q1 前十大重仓股

| 股票代码 | 股票简称 | 占股票市值比 | 总市值(亿元) | 自由现金流(亿元) | P/FCFF |
|-----------|------|--------|----------|-----------|-----------|
| 0941.HK | 中国移动 | 10.79% | 12,206.3 | 1,376.9 | 8.87 |
| 600161.SH | 天坛生物 | 10.55% | 409.0 | -0.3 | -1,238.94 |
| 3690.HK | 美团-W | 10.08% | 7,840.6 | -102.1 | -76.76 |
| 600426.SH | 华鲁恒升 | 8.68% | 748.5 | 6.2 | 120.39 |
| 002415.SZ | 海康威视 | 7.66% | 3,994.7 | 51.4 | 77.71 |
| 002180.SZ | 纳思达 | 7.64% | 634.7 | 3.0 | 213.24 |
| 603939.SH | 益丰药房 | 6.68% | 417.3 | 38.4 | 10.86 |
| 603882.SH | 金域医学 | 5.42% | 411.7 | 10.3 | 39.94 |
| 600309.SH | 万华化学 | 4.84% | 3,010.4 | 78.0 | 38.62 |
| 601877.SH | 正泰电器 | 4.03% | 601.3 | -60.6 | -9.93 |

资料来源: Wind, 国元证券研究所

表 8：浦银安盛先进制造（007066.OF）2022Q4 前十大重仓股

| 股票代码 | 股票简称 | 占股票市值比 | 总市值(亿元) | 自由现金流(亿元) | P/FCFF |
|------------------|-------------|--------------|------------------|-----------------|---------------|
| 600161.SH | 天坛生物 | 11.30% | 391.03 | -0.33 | -1,184.53 |
| 002180.SZ | 纳思达 | 9.91% | 734.79 | 2.98 | 246.88 |
| 0941.HK | 中国移动 | 8.95% | 11,271.98 | 1,376.90 | 7.17 |
| 603939.SH | 益丰药房 | 8.26% | 460.74 | 38.44 | 11.99 |
| 600426.SH | 华鲁恒升 | 7.04% | 703.88 | 6.22 | 113.22 |
| 002415.SZ | 海康威视 | 6.98% | 3,270.64 | 51.41 | 63.62 |
| 002518.SZ | 科士达 | 6.72% | 335.49 | 15.30 | 21.93 |
| 603882.SH | 金域医学 | 5.39% | 365.30 | 10.31 | 35.44 |
| 600309.SH | 万华化学 | 5.24% | 2,908.98 | 77.95 | 37.32 |
| 601877.SH | 正泰电器 | 4.47% | 595.54 | -60.59 | -9.83 |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

表 9：浦银安盛先进制造（007066.OF）2021Q4 前十大重仓股

| 股票代码 | 股票简称 | 占股票市值比 | 总市值(亿元) | 自由现金流(亿元) | P/FCFF |
|------------------|-------------|---------------|-----------------|-----------------|--------------|
| 603939.SH | 益丰药房 | 10.47% | 396.11 | 32.76 | 12.09 |
| 600161.SH | 天坛生物 | 8.72% | 397.67 | -1.67 | -237.85 |
| 002459.SZ | 晶澳科技 | 8.71% | 1,482.64 | 49.84 | 29.75 |
| 002415.SZ | 海康威视 | 8.53% | 4,884.49 | 83.69 | 58.37 |
| 0941.HK | 中国移动 | 8.02% | 9,582.53 | 1,708.39 | 4.59 |
| 000661.SZ | 长春高新 | 8.01% | 1,098.41 | 15.17 | 72.40 |
| 000636.SZ | 风华高科 | 5.88% | 266.78 | -10.31 | -25.87 |
| 603882.SH | 金域医学 | 5.83% | 518.52 | 12.11 | 42.82 |
| 601877.SH | 正泰电器 | 5.01% | 1,158.62 | -110.74 | -10.46 |
| 2380.HK | 中国电力 | 4.61% | 568.75 | 45.80 | 10.15 |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

表 10：浦银安盛先进制造（007066.OF）2020Q4 前十大重仓股

| 股票代码 | 股票简称 | 占股票市值比 | 总市值(亿元) | 自由现金流(亿元) | P/FCFF |
|------------------|-------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 600486.SH | 扬农化工 | 10.15% | 409.07 | 3.69 | 110.72 |
| 600031.SH | 三一重工 | 10.04% | 2,965.78 | 101.36 | 29.26 |
| 300012.SZ | 华测检测 | 9.87% | 455.75 | 2.13 | 213.49 |
| 600161.SH | 天坛生物 | 9.78% | 523.10 | 1.35 | 386.45 |
| 002600.SZ | 领益智造 | 8.63% | 844.54 | -0.40 | -2,112.54 |
| 603233.SH | 大参林 | 8.10% | 516.03 | 11.57 | 44.59 |
| 000661.SZ | 长春高新 | 7.92% | 1,816.83 | 3.27 | 556.20 |
| 3808.HK | 中国重汽 | 6.82% | 546.68 | 196.51 | 2.34 |
| 603939.SH | 益丰药房 | 6.09% | 479.38 | 4.22 | 113.60 |
| 600426.SH | 华鲁恒升 | 4.54% | 606.74 | 20.74 | 29.25 |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

自由现金流优质的企业盈利能力强且财务健康，通常会有充足的资金为股东分配股利，股东可以在不减持的情况下通过长期持有股票获得较为稳定的现金流。在当前经济复苏不及预期、流动性存量博弈的环境下，A股市场震荡加剧，能提供稳定现金流回报的权益资产尤为珍贵，此时高股息红利风格会具有一定的固收属性，相比高估值低股息的股票在震荡市和熊市中抗风险的特点更显著。对比债券资产来说，目前的10年期国债到期收益率已经低至2.8%，低于部分红利股票的股息率，且债券的定价由宏观利率、票息、企业信用等方面决定，一般不具备权益资产的成长性，因此低利率弱复苏的宏观环境更凸显了高股息权益资产的性价比。以杨岳斌经理的代表产品浦银安盛先进制造为例，基金当前持仓了中国移动、中国电信、万华化学等稳定分红的股票，根据2022年报计算，基金整体的加权股息率达到2.24%，在权益基金中排在20%的分位，而权益基金加权股息率的中位数仅有1.24%。结合前文可以看出，杨岳斌经理看重企业盈利质量，也重视企业为股东提供的现金回报，这些都为投资组合在低迷的市场中降低beta、控制回撤风险，帮助投资者选出适合长期持有的公司。

图 12：2022Q4 浦银安盛先进制造的加权股息率

| 股票代码 | 股票简称 | 占股票市值比 | 股息率 |
|-------------------|------|--------|-------|
| 600161. SH | 天坛生物 | 11.30% | 0.35% |
| 002180. SZ | 纳思达 | 9.91% | 0.19% |
| 0941. HK | 中国移动 | 8.95% | 8.95% |
| 603939. SH | 益丰药房 | 8.26% | 0.47% |
| 600426. SH | 华鲁恒升 | 7.04% | 2.41% |
| 002415. SZ | 海康威视 | 6.98% | 2.60% |
| 002518. SZ | 科士达 | 6.72% | 0.43% |
| 603882. SH | 金城医学 | 5.39% | 1.63% |
| 600309. SH | 万华化学 | 5.24% | 2.70% |
| 601877. SH | 正泰电器 | 4.47% | 1.43% |
| 基金加权股息率 | | 2.24% | |
| 基金股息率分位数 | | 20.27% | |
| 权益基金股息率中位数 | | 1.24% | |

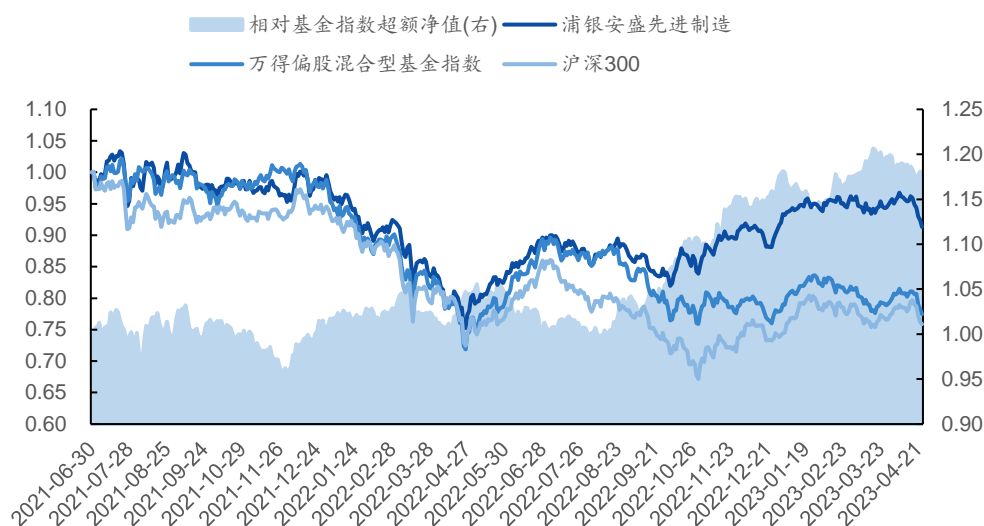
资料来源：Wind, 国元证券研究所

3. 浦银安盛先进制造（007066.OF）投资价值分析

3.1 净值表现

浦银安盛先进制造近两年业绩优异，在 2022 年 8 月后相对万得偏股型基金指数的超额收益明显。基金在淡化择时保持高仓位运作的前提下，2022 年逆市仅收获 7.64% 的跌幅，同期万得偏股型基金指数回调 21%。基金在熊市中表现稳健的主要原因是其以自由现金流估值法作为投资理念，投资组合整体在市场受挫时能稳住下行空间，相对主动股基和沪深 300 的超额收益在去年 8 月后的回撤中尤为明显。基金近一年绝对收益远超基金平均水平，从 2022 年 7 月 4 日市场的局部高点至 2023 年 4 月 25 日，沪深 300 和万得偏股型基金指数的区间涨跌幅分别为 -11.86%、-13.60%，浦银安盛先进制造却在同期低迷的市场中收获 1.46% 的绝对收益，其以自由现金流为核心的深度价值投资理念帮助基金获得在熊市中抗跌的优异属性。

图 13：浦银安盛先进制造（007066.OF）相对指数的超额净值



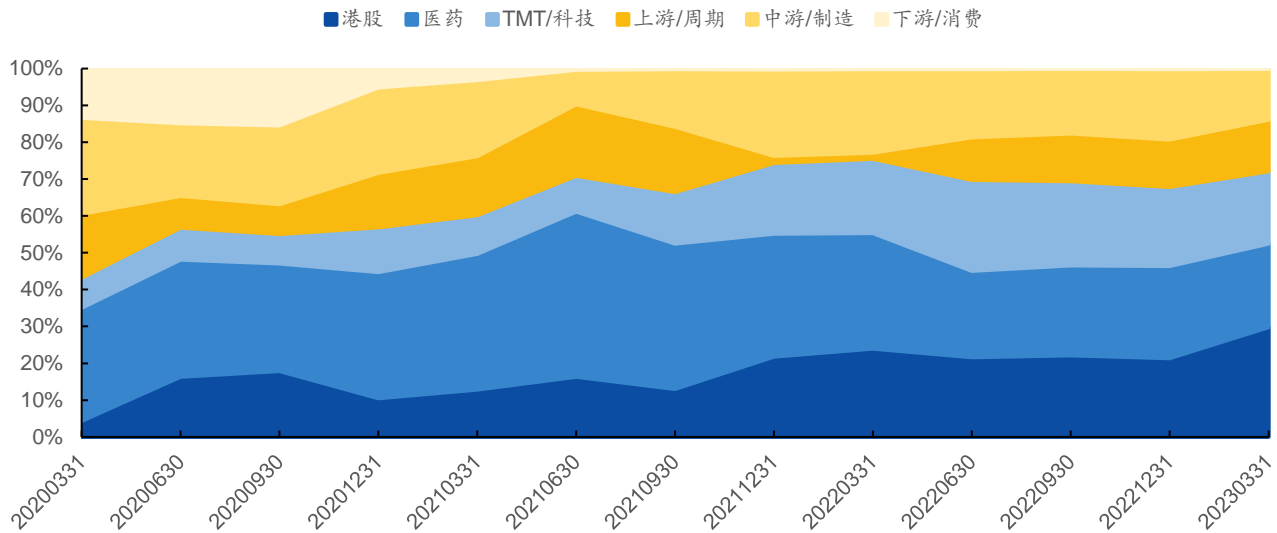
资料来源：Wind，国元证券研究所

3.2 行业板块配置

从浦银安盛先进制造的板块分布来看，对基金的 2023 年一季报做持仓填充后，基金重仓配置于港股、医药、TMT/科技、上游/周期、中游/制造等五个板块，分别占其股票仓位的 30%、23%、19%、14%、14%。虽然基金在板块配置较为分散，但实际在各板块内都仅重仓于单一行业，因此从行业配置来看实则比较集中。基金在 TMT/科技、上游/周期、中游/制造板块内的重仓行业分别为电子、基础化工、电力设备。同时，基金将接近 30% 的股票仓位配置于港股，其中美团、中国移动两只港股的配置比例便达到 21%。长期来看，基金在 2021 年二季度之前的行业配置稍有分散，除当前重仓的几大行业外还配置了机械、汽车、家电、食品饮料等行业，而自 2021 年 6

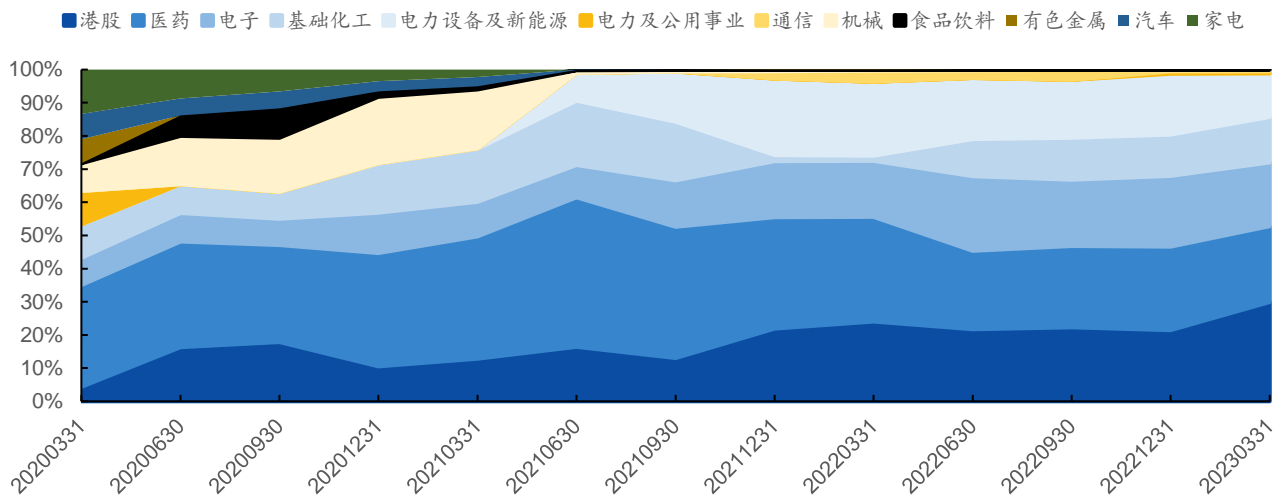
月开始，基金的前五大行业集中度基本在 95%以上，配置较为集中。从行业分布的变化来看，基金近期持续加仓港股和电子行业，并减少了医药和电力设备的配置。

图 14：浦银安盛先进制造重仓板块配置比例



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 15：浦银安盛先进制造重仓行业配置比例



资料来源：Wind, 国元证券研究所

3.3 行业内选股能力

我们以全市场权益基金为基准，计算了浦银安盛先进制造在各行业内的选股能力，发现基金近期在港股、基础化工、医药、电力设备等行业内的超额收益较高，这也说明基金偏好的行业与其能力圈相匹配。

表 11：浦银安盛先进制造行业内选股收益

| | 港股 | 基础化工 | 医药 | 通信 | 家电 | 汽车 | 食品饮料 | 机械 | 电子 | 电力设备 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 20200331 | -0.33% | -1.24% | 1.18% | 0.00% | 0.09% | -0.17% | 0.00% | -1.80% | -0.90% | 0.00% |
| 20200630 | -1.21% | -0.86% | -0.34% | 0.00% | 1.14% | -0.79% | 0.79% | 1.72% | 0.50% | 0.00% |
| 20200930 | -4.45% | 1.88% | -1.90% | 0.00% | 0.91% | -1.10% | 5.39% | 0.21% | -0.16% | 0.00% |
| 20201231 | 1.98% | -0.65% | -0.86% | 0.00% | -0.24% | 0.99% | -0.32% | 0.78% | -1.77% | 0.00% |
| 20210331 | -4.19% | -4.44% | -9.85% | 0.00% | -0.07% | -0.74% | -0.19% | -1.42% | -2.05% | -0.02% |
| 20210630 | 0.24% | -2.71% | 1.05% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | -0.60% | 1.67% |
| 20210930 | 0.48% | 0.03% | 4.33% | 0.00% | 0.00% | 0.02% | -0.02% | 0.03% | -1.14% | 1.76% |
| 20211231 | 3.87% | -0.07% | -3.93% | 0.05% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | -0.01% | 0.27% | -1.05% |
| 20220331 | -1.02% | 0.15% | 5.44% | -0.04% | 0.00% | -0.01% | 0.00% | -0.02% | -1.77% | 1.51% |
| 20220630 | 3.12% | 1.70% | 2.82% | 0.60% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | -0.01% | -0.44% | 1.42% |
| 20220930 | -1.82% | 1.59% | 3.27% | 0.23% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 3.03% | 2.94% |
| 20221231 | 3.49% | 0.66% | 0.54% | 0.12% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | -0.02% | -0.53% | -0.62% |

资料来源：Wind，国元证券研究所

3.4 基金管理人

浦银安盛基金管理有限公司成立于 2007 年 8 月，是一家中法合资银行系基金管理公司。公司总部设在上海，并设有上海分公司、北京分公司、深圳分公司。旗下拥有一家全资子公司——上海浦银安盛资产管理有限公司。公司中外方股东实力雄厚、品牌卓越，上海浦东发展银行股份有限公司持有 51% 的股份、法国安盛投资管理公司持有 39% 的股份、上海国盛集团资产管理有限公司持有 10% 的股份。

浦银安盛基金始终秉承“奋斗、自主、专业、协同”的企业文化，致力于成为领先的现代资产管理机构、多元化的财富管理平台和专家型的学习组织。经过多年沉淀，现已从单一的基金管理公司发展为业内领先的多资产管理专家，公司旗下公募基金、专户和子公司专项资产管理三大业务领域齐头并进。至 2022 年 12 月末，公司旗下公募基金规模超 2930 亿元，总资产管理规模超 5500 亿元。

目前浦银安盛基金业务多元发展，涵盖权益、固收、量化、另类等多领域的资产管理业务，提供一站式优质的产品与服务，塑造行业领先多资产管理专家的品牌形象。

浦银安盛基金的权益投资理念可以总结为“价值为基、成长为翼、逆向思考、战胜市场”，管理人深入研究企业基本面，结合产业趋势，把握市场脉络，精选优质个股。立足长远，追求风险与收益的匹配，始终以获得持续、稳定的投资收益为目标。

研究理念为守正出奇，把握市场脉络、把握优质赛道、把握行业主线、把握行业龙头。通过研究行业景气度变化以及行业比较，得出行业配置建议，获取 β ；立足长期，聚

焦龙头，寻找能“做大做强”的高质量企业，在任意时点，找出跑赢行业指数的优质企业，获取 α 。

公司建立了多元的投资策略与投资风格，权益投资与研究分组化管理。权益投资分设绝对收益、均衡策略、价值投资部与成长投资部四大投资策略部；权益研究平台重点设立消费组、科技组、医药组和周期组四大行业研究组，使投研体系更成熟化、系统化，重点行业实现多人覆盖。

4. 风险提示

本研究基于市场历史数据，基金的历史表现不代表未来表现，本报告仅供参考。

投资评级说明：

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|--------------------------------|------------|-------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：(0551) 62207952 | 传真：(021) 68869125 |
| | 电话：(021) 51097188 |