

2025年01月24日

证券研究报告 | 财富生态专题报告

长线配置，穿越牛熊的优质工具-自由现金流ETF

财富生态报告

分析师：卫以诺

分析师登记编码：S0890518120001

电话：021-20321014

邮箱：weiyinuo@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《股混、非货规模表现分化，券商借力ETF增长放缓—2023Q4公募基金销售保有规模数据点评》2024-02-06

投资要点

④**自由现金流概述**：自由现金流最早是由美国学者于20世纪80年代提出的一个全新的概念。简单地讲，自由现金流量就是企业产生的在满足了再投资需要之后剩余的现金流量。2025年1月10日，华夏基金和国泰基金旗下分别跟踪国证自由现金流指数与富时中国A股自由现金流聚焦指数的自由现金流ETF获批，成为国内首批获批的自由现金流ETF。

④**自由现金流的特征**：自由现金流作为财务指标指导投资策略的一个新的品种，能成为华尔街和全球投资者关注的新宠一定有其特色的优势：1、自由现金是一家企业经营发展的护城河指标；2、自由现金流能相对真实地反映企业现金层面的财务健康状况与盈利能力；3、最后，“现金为王”，平均回报率下降的时代大背景下自由现金流是更具“获得感”的投资范式。

④**国内自由现金流指数产品**：国内自由现金流指数ETF由华夏基金和国泰基金率先推出，分别跟踪国证自由现金流指数和富时中国A股自由现金流聚焦指数。这些指数在编制上各有侧重，国证指数注重ROE稳定性和现金流质量，富时罗素则更关注质量因子和预期财务数据。两者均剔除了金融和房地产行业，成分股多为财务健康、现金流稳定的优质蓝筹股，适合长期配置，兼具抗跌性和稳健收益。

④**总结**：自由现金流作为稳定红利产生的前提，和其他分红和派息指标相比，不受会计方法的影响，受到操纵的可能性较小，可以在当前的时代背景下，有效刻画公司基于价值创造能力的长期发展潜力，或将成为新一轮市场资金的布局重点和资管机构策略安排的竞争新领域。

④**风险提示**：基金的过往业绩不代表未来表现；本报告根据历史公开数据及定期报告整理，不代表对基金未来资产配置情况的预测，不构成投资建议。本中指数成分股为客观列示，不做覆盖和推荐，仅供研究参考，不构成投资依据。

内容目录

1. 自由现金流 ETF 概述.....	3
1.1. 自由现金流 ETF 简介.....	3
1.2. 自由现金流 ETF 的特色.....	3
2. 国内自由现金指数及 ETF 介绍.....	4
3. 总结.....	7
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1: 自由现金的财务概念.....	4
图 2: 企业内在价值概念.....	4
图 3: 国证自由现金流指数行业分布.....	6
图 4: 富时自由现金流指数行业分布.....	6
表 1: 国证与富时罗素的自由现金流指数.....	5
表 2: 国证自由现金流指数前十大成分股.....	6
表 3: 国证自由现金流指数超额表现长期优异.....	6

1. 自由现金流 ETF 概述

1.1. 自由现金流 ETF 简介

自由现金流/自由现金流量（Free Cash Flow，简称 FCF）最早是由美国西北大学拉巴波特（Alfred Rappaport）、哈佛大学詹森（Michael Jensen）等学者于 20 世纪 80 年代提出的一个全新的概念。如今它在西方公司价值评估中得到了非常广泛的应用。简单地讲，自由现金流量就是企业产生的在满足了再投资需要之后剩余的现金流量。这部分现金流量是在不影响公司持续发展的前提下可供分配给企业资本供应者的最大现金额，顾名思义指企业在不影响自身持续发展的前提下可供其自由支配的最大现金额，是企业扣除自身正常运营所需的全部现金支出（例如：采购生产原材料、发放工资、支付办公场地租金等）之后剩余的现金额。

2025 年 1 月 10 日，华夏基金和国泰基金旗下自由现金流 ETF 获批，成为国内首批获批的自由现金流 ETF。两只产品均于 2024 年 12 月 16 日上报，跟踪指数分别为国证自由现金流指数与富时中国 A 股自由现金流聚焦指数，选股范围囊括沪深北交易所自由现金流水平较高且稳定性较好的上市公司。自由现金流 ETF 的国内首次获批，标志着我国指数投资工具箱的进一步扩容，填补了 Smart Beta 领域自由现金流因子的空白，有助于引导市场资金流向财务质量良好的优质上市公司，同时也为投资者长线配置 A 股市场提供了一种新型优质工具。

1.2. 自由现金流 ETF 的特色

自由现金流作为一个财务指标概念，2024 年以前国内应用场景大部分在上市公司财务分析领域，但纵观全世界资本市场，尤其是在美国和欧洲，自由现金流量概念普遍应用在财务咨询、信用评级以及资管机构的策略投资等方面，尤其是在美股的上市公司，其年报中常常披露自由现金流量指标。此外，自由现金流选股已经是一个比较成熟的 ETF 策略。诸如在芝加哥期权交易所上市的 COWZ（Pacer US Cash Flows 100 ETF，中文称美国金牛 100ETF）为例，其 2016 年在美国上市后走势和规模不断上升，当前的规模已经超过 250 亿美元，其策略是主要通过筛选罗素 1000 指数中自由现金流收益率排名前 100 的公司来获得收益。

自由现金流作为财务指标指导投资策略的一个新的品种，能成为华尔街和全球投资者关注的新宠一定有其特色的优势，具体而言：

首先，自由现金流是一家企业经营发展的护城河指标。自由现金流，指企业在扣除自身正常运营所需的全部现金支出之后，在不影响自身持续发展的前提下可供其自由支配的最大现金额。自由现金流充足的企业，代表企业满足基本生存条件之余拥有的可自由支配资源充沛，可将其用于股东回报事业，例如支付股息、分红、回购股票等；也可用于企业自身战略投资，例如并购其他企业以扩展事业版图、增加研发投入以夯实自身护城河等，是企业拥有良好经营能力、成长潜力、股东回报能力与风险抵御能力的象征。

图 1：自由现金的财务概念

$$\begin{aligned}
 \text{自由现金流 (FCF)} &= \text{息税前利润 (EBIT)} - \text{税款 (Taxation)} \\
 &+ \text{折旧与摊销 (Depreciation \& Amortization)} \\
 &- \text{营运资本变动 (Changes in Working Capital)} \\
 &- \text{资本支出 (Capital expenditure)}
 \end{aligned}$$

资料来源：《财务成本管理》（作者：注册会计师考试辅导教材研究组），华宝证券研究创新部

其次，自由现金流能相对真实地反映企业现金层面的财务健康状况与盈利能力。传统财务会计中的净利润指标采用权责发生制，可能受到其他非现金因素的主观干扰，从而降低其反映企业经营情况的准确性与客观性，如调整非经常性损益即是企业操纵净利润的手段之一，再如存货、商誉等非公允会计科目的估值可能无法反映企业资产的真实价值。而现金流的确认采用收付实现制，更能体现权益所有人对现金资产的可支配程度，主观因素介入难度更大，数据更为真实客观。

最后，“现金为王”，平均回报率下降的时代大背景下自由现金流更具“获得感”的投资范式。投资一家上市公司，本质是投资其内在价值，即未来收益的当期折现，因此自由现金流折现法是评估企业价值的经典模型之一。在高速发展、全社会资本开支扩张的增量时代，高杠杆高收益类型的投资标的或许更符合大部分投资者在那个时代背景下不断被放大的野心，而在进入高质量发展、全社会平均回报率逐步下降的当下，企业在满足正常经营之余仍可自由支配的现金流才是其安稳抵御内外部风险的核心基石，也是能够为投资者带来“稳稳的幸福”，实现穿越牛熊、“落袋为安”的重要保障来源。

图 2：企业内在价值概念

$$\text{企业内在价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{第 } t \text{ 年自由现金流量}}{(1 + \text{折现率})^t}$$

资料来源：《基于自由现金流的企业价值评估方法研究——以国内 A 股上市公司为例》，华宝证券研究创新部

2. 国内自由现金指数及 ETF 介绍

自由现金流在国内仍属新兴策略，目前有三家指数机构进行编制，分别为国证指数、富时罗素和中证指数。其中，国证最早于 2012 年推出国证自由现金流指数，并于 2024 年优化指数编制方案；富时罗素于 2024 年推出富时中国 A 股自由现金流聚焦指数；而中证指数也于 2024 年推出了一系列自由现金流指数，分别在沪深 300、中证 500、中证 1000 等宽基指数的基础上进行自由现金流选股。

目前首批获批的两只自由现金流 ETF 就是分别跟踪国证与富时罗素的自由现金流指数，对比其编制方案存在一定差异。

1) 选股范围：国证综合考量市场流动性、ROE 稳定性、自由现金流、企业价值、经营活动现金流等正向指标，而富时罗素则更侧重质量因子、预期财务数据与股价稳定性等正向指标；

2) 打分体系：国证以自由现金流率作为单因子评分基准对上市公司进行排名，而富时罗素通过多因子打分体系排名，因子除自由现金流率之外还涵盖股利、估值等；

3) 其他：成分股数量、加权方式、调仓频率、权重上限等均有差异。

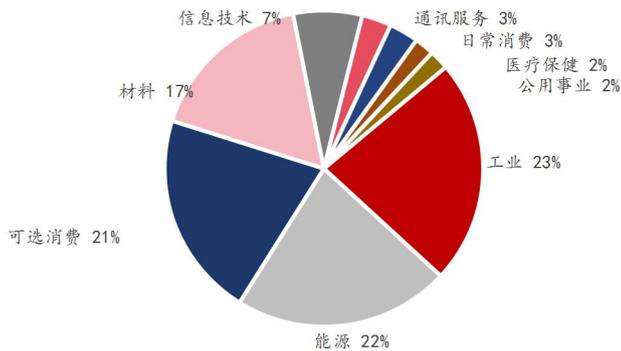
表 1：国证与富时罗素的自由现金流指数

指数名称	国证自由现金流指数	富时中国 A 股自由现金流聚焦指数
指数代码	980092.CNI	FCFQCD.FI
基日	2012 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
发布日期	2012 年 12 月 28 日	2024 年 7 月 29 日
跟踪产品	华夏国证自由现金流 ETF	富时中国 A 股自由现金流聚焦 ETF
样本空间	沪深北交易所上市 A 股和红筹企业发行的存托凭证	富时中国 A 股自由流通指数
样本筛选	1) 剔除近半年日均成交额排名后 20%； 2) 剔除国证行业分类标准下属于金融或房地产行业； 3) 剔除近 12 个季度 ROE 稳定性排名后 10%； 4) 选取近一年自由现金流、企业价值和近三年经营活动现金流均为正； 5) 剔除近一年经营活动现金流占营业利润比例排名后 30%；	1) 剔除近一年日均成交额排名后 20%； 2) 剔除质量因子排名后 20%； 3) 选取预期收益与预期销售均为正； 4) 剔除年化波动率排名前 50%；
排名指标	近一年自由现金流率从高到低排序 (自由现金流率=自由现金流/企业价值)	多因子打分体系，各因子（及其权重）分别为： 1) 自由现金流/总市值（40%） 2) 净收入/总市值（20%） 3) 账面价值/总市值（20%） 4) 股息收益率（20%）
样本数量	100	50
加权方式	自由现金流加权	自由流通市值加权
权重上限	10%	5%
调仓频率	每季度调仓	每半年调仓

资料来源：iFind、富时罗素官网、华宝证券研究创新部

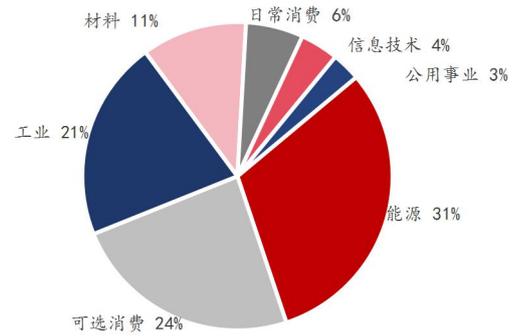
国证与富时罗素在行业分布方面共性较高，前四大行业均为工业、能源、可选消费、材料。另外，国证剔除了金融和房地产两个现金流波动规律更为复杂、与其他板块存在显著差异的行业，使行业分布相对均匀稳定。富时罗素在编制方案中虽未披露行业筛选规则，但在实际行业分布上也并未包含金融和房地产。

图 3：国证自由现金流指数行业分布



资料来源：iFind、华宝证券研究创新部，截至 2024 年 12 月 31 日

图 4：富时自由现金流指数行业分布



资料来源：富时罗素官网、华宝证券研究创新部，截至 2024 年 12 月 31 日

得益于编制方案纳入自由现金流因子、ROE 稳定性等企业长期基本面正向指标，自由现金流指数成分股均为财务质量与股东回报能力良好的“蓝筹股”，指数也因此体现出优异的长期超额业绩表现。其十大流通股也覆盖较为全面，以国证自由现金流指数为例，2014-2024 年累计收益率 401.54%，大幅跑赢上证指数 343.13%；区间年化收益率 15.79%，大幅跑赢上证指数 11.52%。细分来看，在 2014、2019、2020 年等牛市阶段，国证自由现金流指数年度收益落后上证指数 1% 至 8%，但在 2015-2016 年、2018 年、2022-2024 年等市场下行期，国证自由现金流年度超额收益可达 5% 至 25%，甚至自 2019 年起连续每年录得正收益，表明自由现金流策略在牛市阶段弹性相对较小，但在市场震荡与下行期间具备良好的抗下跌能力与风险抵御能力，是“牛市跟得上、熊市守得住”的长期配置策略。

表 2：国证自由现金流指数前十大成分股

股票名称	股票代码	权重	总市值 (亿元)	申万一级行业
中国海油	600938.SH	10.87%	8696.72	石油石化
美的集团	000333.SZ	10.34%	5705.58	家用电器
潍柴动力	000338.SZ	6.56%	1225.67	汽车
中国铝业	601600.SH	5.99%	1203.74	有色金属
中兴通讯	000063.SZ	5.57%	1810.59	通信
中煤能源	601898.SH	5.29%	1371.61	煤炭
上海电气	601727.SH	3.93%	976.06	电力设备
长安汽车	000625.SZ	2.91%	1111.41	汽车
上海建工	600170.SH	2.87%	220.37	建筑装饰
中海油服	601808.SH	2.49%	592.45	石油石化

资料来源：iFind、华宝证券研究创新部。成分股权重截至 2024 年 12 月 31 日，市值截至 2025 年 1 月 20 日
注：指数成分股为客观列示，不做覆盖和推荐

表 3：国证自由现金流指数超额表现长期优异

	国证自由现金流指数	上证指数	超额收益
2014	51.52%	52.87%	-1.35%
2015	14.93%	9.41%	5.52%

	国证自由现金流指数	上证指数	超额收益
2016	-4.25%	-12.31%	8.06%
2017	29.17%	6.56%	22.61%
2018	-17.54%	-24.59%	7.05%
2019	13.56%	22.31%	-8.75%
2020	9.12%	13.87%	-4.75%
2021	43.81%	4.80%	39.01%
2022	1.53%	-15.13%	16.66%
2023	21.87%	-3.70%	25.57%
2024	28.07%	12.67%	15.40%
区间累计收益率	401.54%	58.41%	343.13%
区间年化收益率	15.79%	4.27%	11.52%

资料来源：iFind、华宝证券研究创新部。统计期间 2014 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日

3. 总结

随着投资者越来越注重稳定的复合回报，高质量、可持续股息的公司将变得更有价值，特别是在低利率时代下，手握现金资产的公司成为投资者进行交易投资的首要判断条件。前期，国内市场上的红利、低波以及高股息等策略，由于拥有较好的防御能力和优秀的业绩表现，受到资金市场和投资者的青睐。但综合分析下来，无论是分红派息还是利润回报这些会计和财务指标，其背后的本质，就是在寻找防御性强、拥有健康自由现金流并能转化为高股息分配的企业及投资标的。自由现金流作为稳定红利产生的前提，和其他分红和派息指标相比，不受会计方法的影响，受到操纵的可能性较小，可以在当前的时代背景下，有效刻画公司基于价值创造能力的长期发展潜力，或将会成为新一轮市场资金的布局重点和资管机构策略安排的竞争新领域。

4. 风险提示

基金的过往业绩不代表未来表现；本报告根据历史公开数据及定期报告整理，不代表对基金未来资产配置情况的预测，不构成投资建议。本中指数成分股为客观列示，不做覆盖和推荐，仅供研究参考，不构成投资依据。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。