

【策略专题】

高屋建瓴：自由现金流对比红利

——自由现金流资产系列 9

❖ 自由现金流与红利指数概况对比：高弹性、高集中度、高频调仓，剔除金融地产

1) 自由现金流策略展现高成长性，红利策略凸显稳健收益特征。

2) 自由现金流指数集中度更高、放大优质企业权重。

3) 自由现金流指数调仓频率更高，定期审核次数均为每年四次。

4) 自由现金流指数完全剔除金融地产，具备行业定向偏离特征。

❖ 自由现金流&红利指数权重分布：大市值风格、行业侧重家电&石化&有色

大小风格：自由现金流指数更偏好大市值。自由现金流指数的成分权重显著倾向于大市值个股，其中总市值千亿以上成分权重占比来看，国证、中证分别为 52%、60%，而红利指数则普遍为 30%-40%。

行业配置：自由现金流指数较红利侧重家电&石化&有色。1) 自由现金流整体侧重家电、石化、有色，较红利指数的平均配比分别高出 11、9、8pct；2) 相对应的自由现金流低配行业为银行、交运，较红利指数配比分别 -28、-8pct。而就国证、中证自由现金流指数内部差异来看，国证相对高配汽车、通信，中证相对高配煤炭、交运、饮食。

❖ 自由现金流指数剔除金融地产逻辑：自由现金流概念失效与波动较大，或使得回报模式存在周期脆弱性。

1) 行业特性使得自由现金流在金融行业中概念失效、地产行业中波动较大。

2) 从股东回报持续性视角分析，单纯依赖权益乘数扩张的回报模式存在周期脆弱性。如地产行业在中证红利权重配比曾在 18-21 年高达 15%，但随着地产周期下行，基本面风险不断累积，从而使得股东回报能力也在业绩转向亏损中丧失。而自由现金流指数通过锚定企业经营活动产生的真实现金流创造能力，优秀商业模式带来的持续现金流造血功能，不仅能够有效对冲资产负债表波动风险，更为股东回报的可持续性提供了底层支撑。

❖ 自由现金流较红利的全面性：评估股东回报潜在能力、涵盖不同的股东回报方式、跟踪基本面周期

1) **自由现金流指数成分即使当下股东回报水平一般，但潜在提升空间显著。**

如作为自由现金流指数权重股、但非红利指数成分的中国海油、美的集团、中国铝业，均存在自由现金流水平远优于股东回报的表现。此类企业在自身商业模式保证自由现金流创造能力的背景下，随着未来改善净营运资本管理、资本开支效率，股东回报力度的提升空间显著。

2) **自由现金流指数可以反映出回购+分红全面的股东回报能力。**较为成熟的资本市场中，回购同样是股东回报的重要实现方式。如美股的微软历史上股东回报方式中回购与现金分红大约各占一半，而苹果自 18 年以来约有 80%-90% 的股东回报金额为回购方式；港股中腾讯自 22 年以来回购金额不断上升，目前回购：现金分红已达 7:3。

3) **自由现金流视角策略可敏锐捕捉企业业绩周期。**如煤炭行业指数相对全 A 走势已创下 22 年以来新低。而如果统计行业整体自由现金流创造规模，则自由现金流持续下滑或早已对股价跑输有所表征。而对应红利指数来看，由于分红相较于业绩周期往往存在刚性，叠加指数的低频调仓，共同影响之下使得中证红利中煤炭行业权重在 23-24 年反而逆基本面周期大幅上行，由 10% 升至近 20%，这也对红利策略 24 下半年以来的整体跑输市场起到一定拖累。

❖ 风险提示：

宏观经济不及预期；宏观及行业政策、监管环境发生重大变化，使得行业发展逻辑根本性改变；组合策略基于历史数据回测，不保证未来数据的有效性；历史经验不代表未来。

华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com

执业编号：S0360522120004

证券分析师：林昊

邮箱：linhao@hcyjs.com

执业编号：S0360523070007

相关研究报告

《【华创策略】地方两会产业配置图谱》

2025-02-21

《【华创策略】四部门的勾稽关系&政策效力——资产负债表修复系列 4》

2025-02-14

《【华创策略&电子联合】“纯粹”的 AI——广发上证科创板人工智能 ETF 投资价值分析》

2025-02-07

《【华创策略】四类基金画像：加仓、减仓、调仓、极致风格——24Q4 基金季报专题研究》

2025-01-25

《【华创策略】何谓低估——烟蒂股系列 2》

2025-01-18

免费领报告



扫一扫二维码 关注公号 回复"报告"

1、每日社群分享6份最新报告；

2、每日社群分享咨询简报

3、行业报告均为公开版，权利归原作者所有，七点行业报告仅分发做内部学习；

目 录

一、自由现金流与红利指数概况：高弹性、高集中度、高频调仓，剔除金融地产 .	4
二、自由现金流行业风格权重分布：大市值风格、行业侧重家电&石化&有色	6
三、自由现金流较红利策略的全面性.....	10
(一) 现金流能力隐含股东回报能力的潜在提升空间	10
(二) 现金流能力不仅涵盖现金分红、也包括回购	12
(三) 自由现金流视角可敏锐捕捉业绩周期	13

图表目录

图表 1 红利指数、自由现金流指数编制方案对比	5
图表 2 国证&中证自由现金流累计收益大幅跑赢红利指数	6
图表 3 自由现金流指数大市值公司权重占比过半、100-500 亿中小市值公司接近 3 成	7
图表 4 国证、中证自由现金流指数行业权重分布	8
图表 5 富时 A 股自由现金流指数权重分布为能源 30%、可选消费 24%、工业 21%....	9
图表 6 地产行业的股东回报属性随行业基本面周期大幅波动	9
图表 7 自由现金流是股东回报的根基所在	10
图表 8 中国海油上市以来 FCFF/EBITDA 平均为 45% 较优	11
图表 9 中国海油股东回报水平占自由现金流水平不到一半	11
图表 10 美的集团自由现金流多数年份表现优秀	11
图表 11 美的集团股东回报仅占用自由现金流较少部分	11
图表 12 中国铝业多数年份自由现金流水平较优	12
图表 13 中国铝业利润分配比例中，自由现金流水平远远大于股东回报水平	12
图表 14 微软回购与现金分红并重	12
图表 15 苹果接近 90% 的股东回报规模由回购实现	12
图表 16 腾讯 22 年以来回购为股东回报主要方式	13
图表 17 美股市场回购较现金分红因子更为有效	13
图表 18 煤炭自由现金流表现早于股价相对市场走势表现下滑	13
图表 19 煤炭行业周期下行过程中，红利指数煤炭权重却逆势上行	14

引言：首批自由现金流 ETF 产品已成立，投资者可投工具箱进一步丰富。相较于认可度较高的红利策略指数，自由现金流策略指数有何差异度、优势何在？本篇报告进行详细分析。

核心结论：

- 1、自由现金流&红利指数概况对比：收益高弹性且收益风险综合视角下也表现更优；编制方案决定自由现金流指数持股集中度更高、调仓频率更高。
- 2、自由现金流&红利指数行业风格权重分布对比：前者体现大市值风格，行业配置较红利更侧重家电&石化&有色。自由现金流指数内部差异来看，国证相对高配汽车、通信，中证相对高配煤炭、交运、饮食。
- 3、自由现金流指数剔除金融地产逻辑：金融行业自由现金流概念失效、地产自由现金流波动较大，或使得回报模式存在周期脆弱性。
- 4、自由现金流视角较红利的全面性：
 - 1) 潜在分红能力：现金流能力隐含股东回报能力的潜在提升空间；
 - 2) 不同股东回报方式：现金流能力不仅涵盖现金分红、也包括回购；
 - 3) 跟踪基本面：自由现金流视角策略可敏锐捕捉企业业绩周期。

一、自由现金流与红利指数概况：高弹性、高集中度、高频调仓，剔除金融地产

1) 自由现金流策略展现高成长性，红利策略凸显稳健收益特征。A 股自由现金流指数股息率基本位于 3%-5% 区间，红利指数股息率基本位于 6% 水平及以上，如港股通央企红利股息率高达 7.4%。而从全收益指数 15-24 年间十年年化收益率来看，自由现金流指数均在 10% 以上，中证、国证自由现金流指数高达 16%，显著领先红利指数的 5%-10% 水平。

2) 自由现金流指数集中度更高、放大优质企业权重。国证、中证、富时自由现金流指数前十大权重股权重之和的平均为 56%，而选取的五只红利指数前十权重占比平均仅为 22%，最高也仅为港股通央企红利的 32%。个股的自由现金流规模及回报率较分红指标的更大差异性显著体现在了指数权重集中度上，从而使得策略加权放大优质企业占比。

3) 自由现金流指数调仓频率更高，敏锐捕捉基本面&市场变化。自由现金流指数定期审核次数均为每年 3、6、9、12 月四次，相比之下红利指数中仅红利低波 100 调仓频率持平，国有企业红利两次、中证红利&红利低波&港股通央企红利仅一次。现金流指数更高的调仓频率能够更为敏锐的捕捉到个股基本面的改善与风险，以及市场估值带来自由现金流回报率性价比的变化。

4) 自由现金流指数完全剔除金融地产，具备行业定向偏离特征。红利指数中金融地产成分往往占据重要地位，尤其银行更是长期以来高股息行业代表。但三大自由现金流指数在样本筛选均直接剔除了金融地产整体行业，对于期望股东回报策略同时有特定行业配置要求的投资者来说，自由现金流产品一定程度上是较红利产品更优的选择。

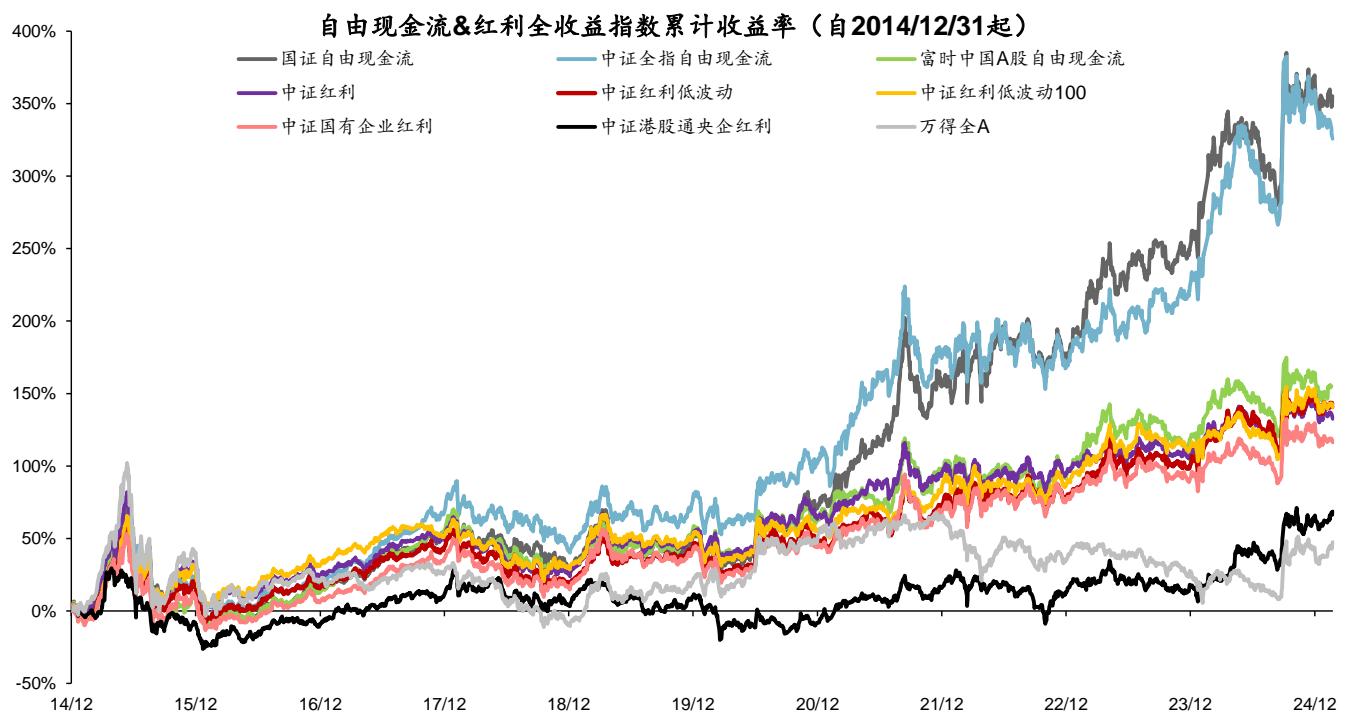
图表 1 红利指数、自由现金流指数编制方案对比

指数名称	红利指数					自由现金流指数			万得A
	中证红利	中证红利派息	中证红利指数100	中证国有企业红利	中证港股通央企红利	国证自由现金流	中证全指自由现金流	富时中国A股自由现金流	
发布日期	2008/5/26	2013/12/19	2017/5/26	2012/7/20	2017/6/28	2012/12/28	2024/12/11	2024/7/29	2004/12/13
基期	2004/12/31	2005/12/30	2005/12/30	2009/6/30	2014/11/14	2012/12/31	2013/12/31	2013/12/31	1999/12/30
样本空间	中证全指指数	中证全指指数	中证全指指数	中证全指指数	中证港股通综合指数	A股和红筹企业发行的存托凭证	中证全指指数	富时中国A股自由现金流指数	-
样本空间概念	1) 过去一年日均市值排名在前80%; 2) 过去一年日均成交金额排名在前80%; 3) 过去三年连续现金分红且过去三年股利支付率的均值和过去一年股利支付率均大于0且小于1。 1) 过去3年连续现金分红且每年的税后现金股息率均大于0; 2) 对样本空间内证券按照过去三年股利支付率排序，选取排名在前80%; 3) 过去一年内日均股利倒数排名，剔除排名在前80%; 4) 过去三年连续现金分红且每年现金股息率均大于0的证券。	1) 实际控制人为国务院国资委、财政部、地方国资委、地方政府、地方国有企业、中央企业; 2) 过去一年日均市值排名在前80%; 3) 过去一年内日均股利倒数排名，剔除排名在前80%; 4) 过去三年连续现金分红且每年股利支付率均大于0且小于1。	计算每月的日接手率中位数作为月接手率，剔除过去3个月平均月接手率不及0.1%的证券，除非该证券过去一年日均成交金额大于5000万港元。	1) 非ST、*ST证券; 2) 科创板证券、北交所证券上市时间超过1年，其他证券上市时间超过6个月; 3) 公司最近一年无重大违规、财务报告无重大问题; 4) 公司最近一年经营无异常、无重大亏损; 5) 考察期内证券价格无异常波动。	1) 剔除金融、地产行业; 2) 剔除自由现金流TTM或企业价值为负个股; 3) 剔除位于样本空间前80%的公司质量因子排序后30%; 4) 剔除低波因子排序前30%; 5) 剔除下一财年每股收益、每股销售预期增速为负个股。	全部A股			
成分筛选条件	按照过去三年平均现金分红收益率由高到低排名，选取排名前的100只上市公司证券作为指数样本。	1) 对样本空间内证券，计算其过去一年的红利支付率和过去三年的每股股利增长率，剔除支付率过高或者增长率为负的证券; 2) 对样本空间内证券，计算每高：支付率排名在样本空间内股票的股息率和过去一年前5%；剔除增长率非正的证券，股息率分子为过去三年平均现金分红且过去三年股利支付率的均值和过去一年股利支付率的均值和过去三年的平均股利支付率的波动率; 3) 对上述税后现金股息率和过去一年前300名证券，选取排名靠前的300名证券作为指数样本。	1) 对于样本空间内符合流动性筛选条件的证券，剔除行业中类企业实际控制的上市公司证券; 2) 选取过去三年连续分红且过去三年股利支付率均大于0且小于1的上市公司证券作为待选样本; 3) 在上述待选样本中，按照过去三年平均股息率由高到低排名，选取排名靠前的50只证券作为指数样本。	1) 剔除最近半年日均成交金额排名后20%的证券，剔除所属行业分类标准下属于金融或房地产业别的证券，剔除过去12个季度ROE稳定性排名后10%的证券; 2) 选取过去一年自由现金流、企业价值不高于金融或地产行业; b. 计算样本空间自由现金流收益率和企业价值均为正的证券，选取排名前50个股东自由现金流净额为正; d. 盈利质量由高到低排名位于样本空间前80%; 2) 将待选样本按照自由现金流净额由高到低排名，选取排名前100的证券作为指数样本。	1) 对于样本空间内符合可投资性筛选条件的证券，选取同时满足以下条件的上市公司证券作为待选样本: a. 按照中证一级行业分类，不高于金融或地产行业; b. 计算样本空间自由现金流收益率和企业价值均为正(由自由现金流TTM/企业止); c. 连续5年经营活动产生的现金流量净额为正; d. 盈利质量由高到低排名位于样本空间前80%; 2) 将待选样本按照自由现金流净额由高到低排名，选取排名前100的证券作为指数样本。	全部公司			
加权方式	股息率	股息率	股息率/过去一年波动率	股息率	股息率	自由现金流	自由现金流	自由现金流收益率	自由流通市值加权
成分定期调整	12月	12月	3、6、9、12月	6、12月	12月	3、6、9、12月	3、6、9、12月	3、6、9、12月	-
定期调整权重上限 (%)	10	15	二级行业20	10	10	10	10	10	-
成分数量	100	50	100	100	50	100	100	50	5390
股票TTM (X)	6.3	6.3	5.9	6.2	7.4	3.3	4.8	4.8	2.4
15-24年平收益年复合收益率 (%)	9.4	9.6	9.7	8.6	5.2	16.6	16.4	10.1	0.1

资料来源: Wind, 华创证券 注: 数据截至 25/2/21

收益风险综合来看，自由现金流优于红利指数。15年以来截至 25/2/21，国证、中证自由现金流年化收益为 17%、16%，相较各红利指数不到 10%的水平普遍高出约 8pct。其中，国证自由现金流近 3、5 年夏普比率 1.0、1.2 大幅领先，中证全指自由现金流近 3、5 年夏普比率 0.7、0.9 同样表现强势。富时中国 A 股自由现金流收益性较弱、但波动性较低，22% 年化波动率、43% 最大回撤表现均优于国证&中证，看收益风险综合表现来看，更接近于红利指数。

图表 2 国证&中证自由现金流累计收益大幅跑赢红利指数



自由现金流/红利 相关指数		年化收益 率(%)	年化波动 率(%)	最大回撤 (%)	年化夏普	年化夏普 近3年	年化夏普 近5年	年化夏普 近10年
自由 现金流	国证自由现金流	17	24	-50	0.8	1.0	1.2	0.8
	中证全指自由现金流	16	24	-44	0.7	0.7	0.9	0.7
	富时中国A股自由现金流	10	22	-43	0.4	0.4	0.5	0.4
红利	中证红利	9	21	-46	0.5	0.3	0.5	0.5
	中证红利低波动	9	21	-42	0.5	0.6	0.6	0.5
	中证红利低波动100	9	20	-39	0.5	0.5	0.6	0.5
	中证国有企业红利	8	21	-43	0.4	0.4	0.5	0.4
	中证港股通央企红利	5	21	-44	0.3	0.5	0.4	0.3
万得全A		4	25	-56	0.2	-0.1	0.2	0.2

资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券 注: 指标统计区间为 14/12/31-25/2/21

二、自由现金流行业风格权重分布: 大市值风格、行业侧重家电&石化&有色

大小风格: 自由现金流指数更偏好大市值。自由现金流指数的成分权重显著倾向于大市值个股，其中总市值千亿以上成分权重占比来看，国证、中证分别为 52%、60%，而红利指数则普遍为 30%-40%。说明以红利属性来看，大小上市公司差异可能并不明显，如中证红利成分位于 100-500 亿区间的权重高达 55%、公司数量高达 52 家，中小市值公司股息率表现突出、股息率加权后权重领先。而以自由现金流视角筛选成分，还原了红利背后自由现金流创造能力的投资价值，大市值公司数量虽然不多，但基于自由现金流规模/回报率被赋予的权重则较红利指数更大。

图表 3 自由现金流指数大市值公司权重占比过半、100-500 亿中小市值公司接近 3 成

成分市值数量权重分布 (家数, %)		10000亿以上 数量 权重		5000-10000亿 数量 权重		1000-5000亿 数量 权重		500-1000亿 数量 权重		100-500亿 数量 权重		100亿以下 数量 权重	
自由 现金流	国证自由现金流	1	10	1	10	6	31	4	8	34	27	54	14
	中证全指自由现金流	1	10	2	20	5	29	3	6	44	27	45	7
红利	中证红利	5	5	5	5	18	20	8	8	52	55	12	6
	中证红利低波动	7	14	3	5	11	23	7	15	17	33	55	9
	中证红利低波动100	6	5	7	7	20	19	11	11	46	48	10	10
	中证国有企业红利	6	6	4	5	16	19	9	9	53	52	12	9
	中证港股通央企红利	7	15	3	8	14	32	9	15	12	21	55	9

资料来源: Wind, 华创证券 注: 数据截至 25/1

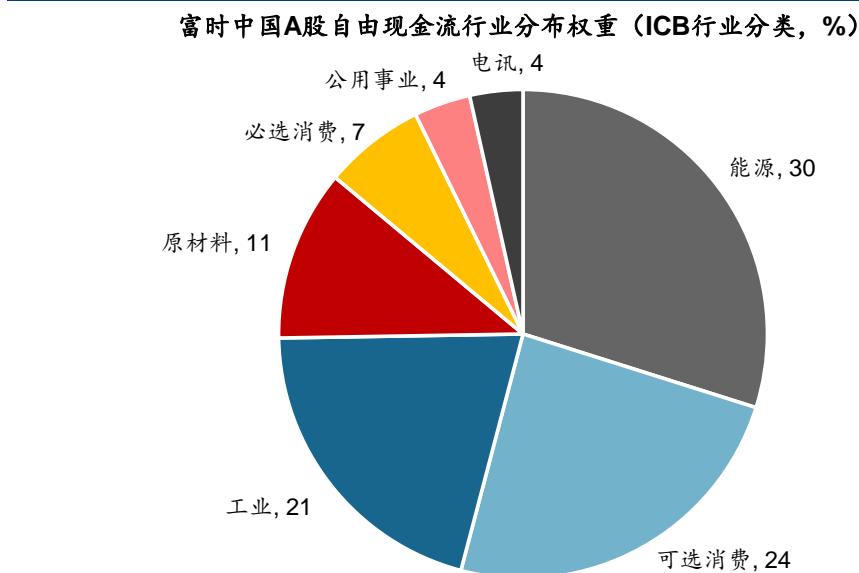
行业配置: 自由现金流指数较红利侧重家电&石化&有色。计算国证&中证自由现金流指数行业权重平均与红利指数行业权重平均的差异, 可以看出: 1) 自由现金流整体侧重家电、石化、有色, 较红利指数的平均配比分别高出 11、9、8pct; 2) 相对应的自由现金流低配行业为银行、交运, 较红利指数配比分别-28、-8pct。如前文所述, 自由现金流指数由于在样本筛选阶段便直接剔除了金融地产, 使得以往红利、股东回报属性突出的银行业在指数策略中天然无配置, 转向对自由现金流剩余空间——即剔除现有股东回报水平的自由现金流累积能力——更高的行业高配, 体现在消费类的家电、以及资源品。而就国证、中证自由现金流指数内部差异来看, 国证相对高配汽车、通信, 中证相对高配煤炭、交运、饮食。

自由现金流指数剔除金融地产逻辑: 自由现金流概念失效与波动较大, 或使得回报模式存在周期脆弱性。**1) 金融行业:** 自由现金流概念失效。一方面金融行业现金流即体现了资产负债表操作, 吸收存款(经营现金流入→负债增加)与发放贷款(经营现金流出→资产增加)是同一经营活动的两个侧面, 现金流变动直接重构资产负债表, 利润仅体现为存贷利差的计量结果; 另一方面, 银行发放贷款的资金来源于负债端存款, 其“自由”现金流实质是监管资本约束下的剩余流动性。**2) 房地产行业:** 自由现金流波动较大。从行业特性层面, 房地产开发商需要持续投入巨额资本完成土地购置、项目开发及市场营销等环节, 其投资活动现金流(如土地竞拍保证金支付)与筹资活动现金流(如开发贷融资)往往呈现超常规波动, 而销售回款与土地支出存在周期错配, 导致自由现金流呈现“脉冲式波动”。**3) 从股东回报持续性视角分析,**单纯依赖权益乘数扩张的回报模式存在周期脆弱性。当企业资产负债结构与宏观周期形成强共振时(金融地产高杠杆属性), 其股东回报的波动性将显著加剧, 如地产行业在中证红利权重配比曾在 18-21 年高达 15%, 但随着地产周期下行, 基本面风险不断累积, 从而使得股东回报能力也在业绩转向亏损中丧失。而自由现金流指数通过锚定企业经营活动产生的真实现金流创造能力, 实质上构建了穿越周期的价值评估框架——优秀商业模式带来的持续现金流造血功能, 不仅能够有效对冲资产负债表波动风险, 更为股东回报的可持续性提供了底层支撑。这种基于现金流的评估范式, 在剔除非经常性资本运作干扰的同时, 更聚焦于企业核心竞争力的本质衡量。

图表 4 国证、中证自由现金流指数行业权重分布

截至 25/1 行业名称	现金流指数 行业分布权重 (%)		红利指数行业分布权重 (%)					自由现金流行 业权重平均- 红利行业权重 平均 (pct)
	国证自由现 金流	中证全指自 由现金流	中证红利	中证红利低 波动	中证红利低 波动 100	中证国有企 业红利	中证港股通 央企红利	
家用电器	14	11	1	4	4	0	0	11
石油石化	14	12	3	2	1	2	10	9
有色金属	8	11	1	2	0	2	1	8
汽车	15	3	3	0	4	2	0	7
电力设备	7	4	0	0	1	0	0	5
煤炭	9	20	18	5	6	19	4	4
食品饮料	0	9	1	0	6	0	0	3
医药生物	3	4	2	0	4	0	2	2
轻工制造	2	1	0	2	0	0	0	1
商贸零售	1	2	3	0	1	1	0	1
农林牧渔	0	2	0	2	1	1	0	1
美容护理	1	0	0	0	0	0	0	1
电子	1	0	0	0	0	0	0	1
计算机	1	0	0	0	0	0	0	0
社会服务	0	1	0	0	0	0	0	0
通信	6	0	0	2	2	0	10	0
国防军工	0	0	0	0	0	0	0	0
综合	0	0	0	0	0	0	2	0
传媒	3	1	4	4	0	5	0	-1
机械设备	2	0	1	0	2	1	5	-1
基础化工	3	3	4	2	10	2	1	-1
钢铁	4	1	6	3	4	4	0	-1
公用事业	0	1	1	0	5	2	1	-1
环保	0	0	1	0	2	2	1	-1
纺织服饰	1	2	6	4	3	1	0	-1
建筑材料	0	0	3	0	4	1	2	-2
非银金融	0	1	2	2	2	1	10	-3
房地产	0	0	2	2	2	5	4	-3
建筑装饰	3	0	2	8	4	5	9	-4
交通运输	2	11	15	10	13	18	17	-8
银行	0	0	22	47	21	26	21	-28

资料来源: Wind, 华创证券 注: 数据截至 25/1

图表 5 富时 A 股自由现金流指数权重分布为能源 30%、可选消费 24%、工业 21%


资料来源：富时罗素，华创证券 注：截至 25/1

图表 6 地产行业的股东回报属性随行业基本面周期大幅波动


资料来源：Wind, 华创证券

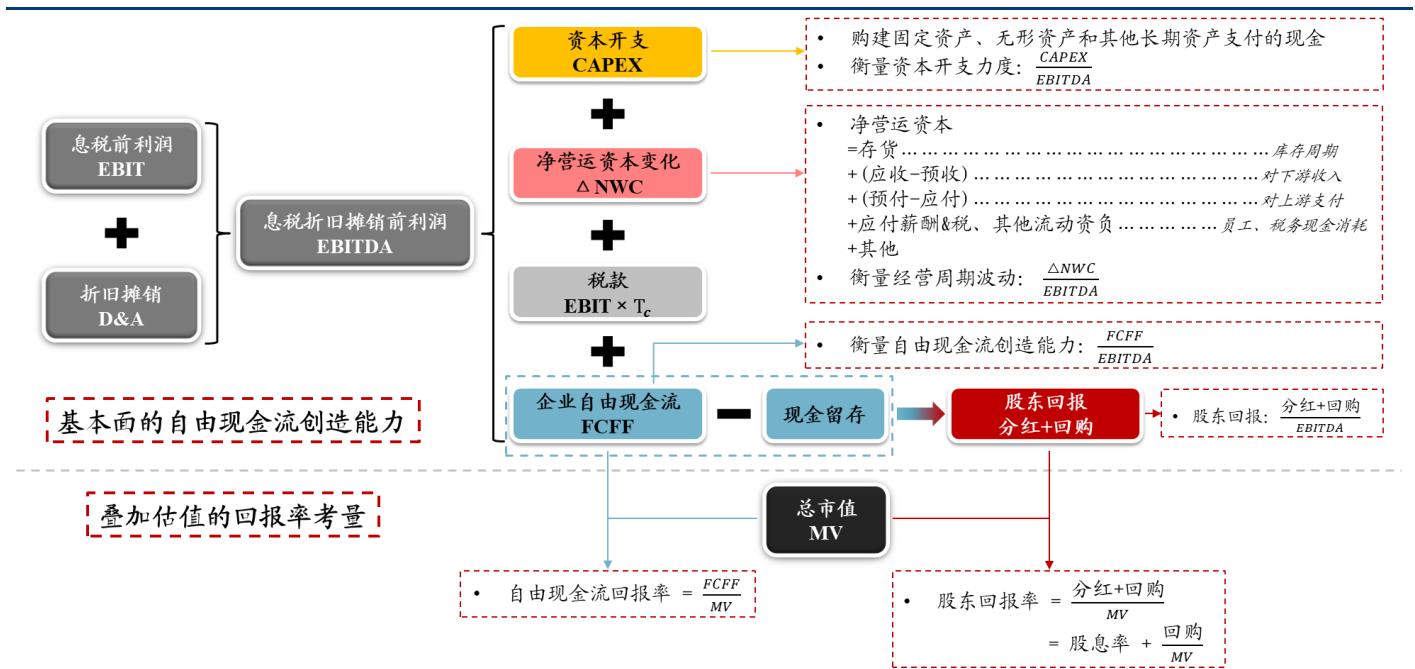
三、自由现金流较红利策略的全面性

(一) 现金流能力隐含股东回报能力的潜在提升空间

股息率背后更要看自由现金流回报。由于盈利能力是权责发生制的会计概念，在公司的偿付能力和流动性方面，盈利能力与自由现金流量的多少概念不同，企业可能是财务盈利但实际没有多少现金可用。由于股息以现金支付，因此评估股息的来源和可持续性十分重要，即拥有充足现金流量的公司有更好的机会维持和扩大业务，同时支付持续或不断增长的股息。

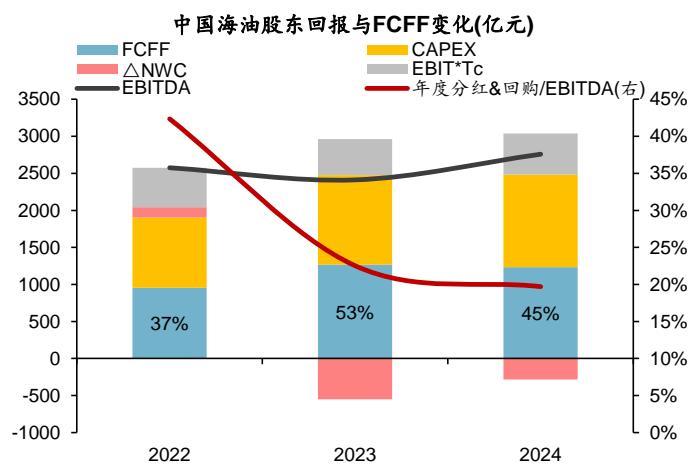
自由现金流指数成分即使当下股东回报水平一般，但潜在提升空间显著。如作为自由现金流指数权重股、但非红利指数成分的中国海油、美的集团、中国铝业，均存在自由现金流水平远优于股东回报的表现，对比 FCFF/EBITDA、年度分红&回购/EBITDA 平均水平：中国海油 22-24E 分别为 45%、28%；美的集团 13-24E 分别为 78%、43%；中国铝业 13-24E 分别为 64%、1%。此类企业在自身商业模式保证自由现金流创造能力的背景下，随着未来改善净营运资本管理、资本开支效率，股东回报力度的提升空间显著。

图表 7 自由现金流是股东回报的根基所在



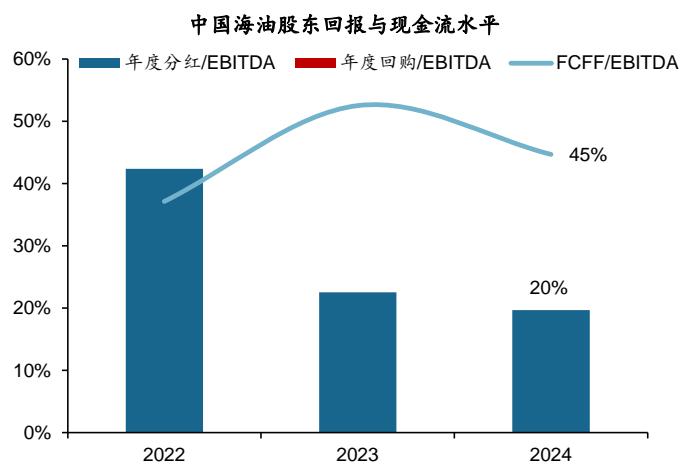
资料来源：Wind, 华创证券

图表 8 中国海油上市以来 FCFF/EBITDA 平均为 45% 较优



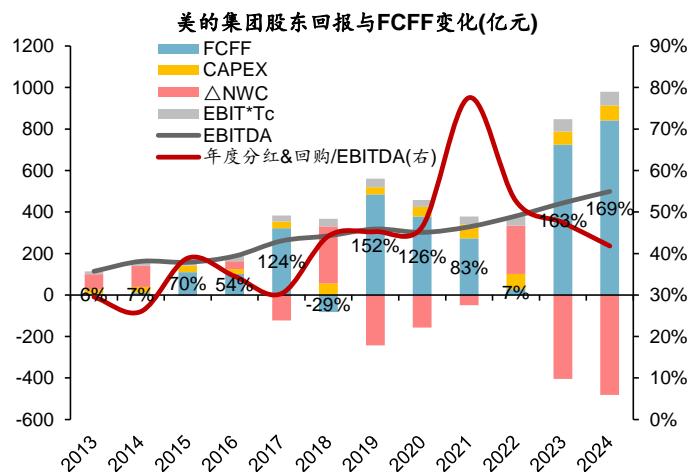
资料来源: Wind, 华创证券 注: EBITDA、EBIT 的 24E 取 Wind 一致预测, CAPEX、△NWC 取 24Q3TTM 值, 下同

图表 9 中国海油股东回报水平占自由现金流水平不到一半



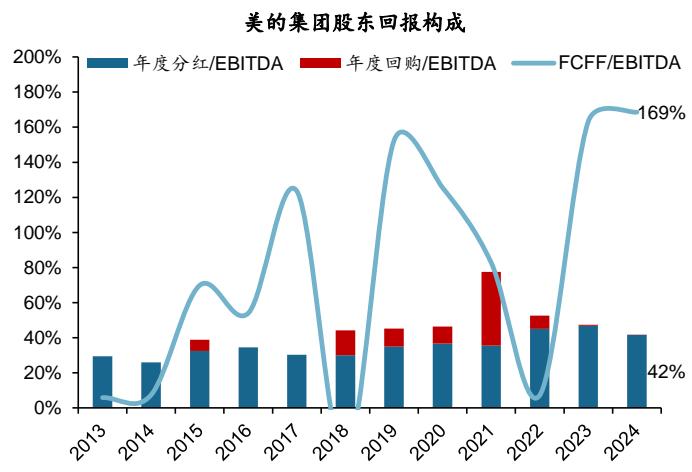
资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 美的集团自由现金流多数年份表现优秀



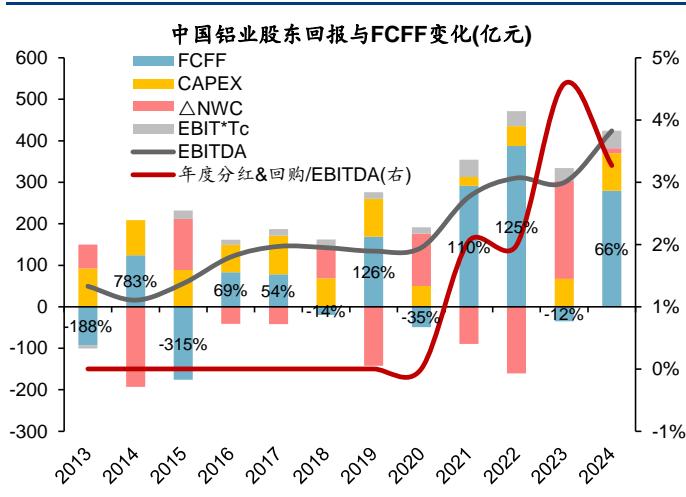
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 美的集团股东回报仅占用自由现金流较少部分



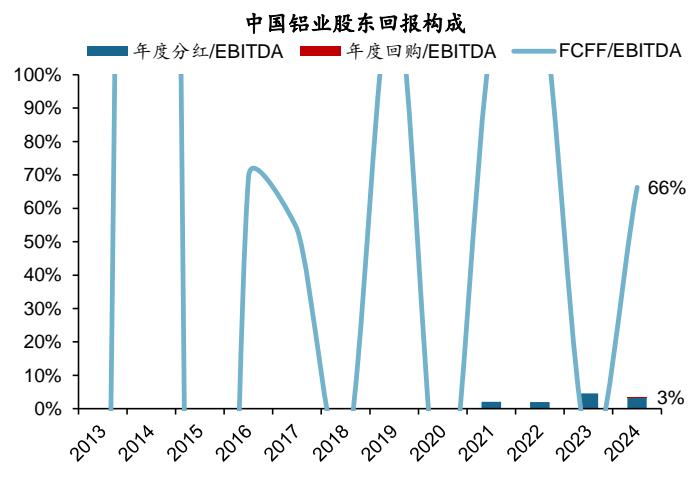
资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 中国铝业多数字年份自由现金流水平较优



资料来源：Wind, 华创证券

图表 13 中国铝业利润分配比例中，自由现金流水平远远大于股东回报水平

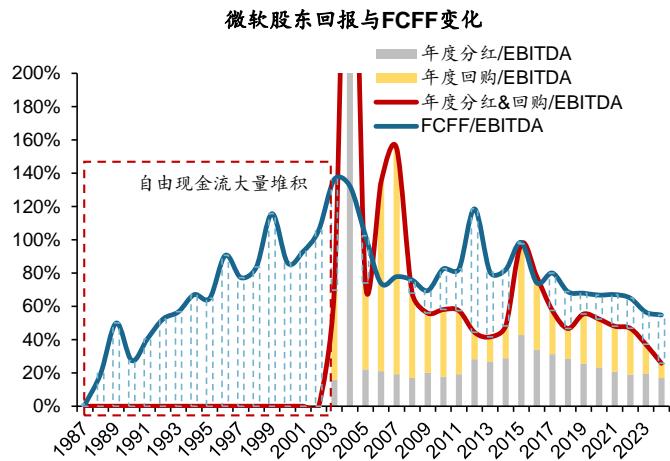


资料来源：Wind, 华创证券

(二) 现金流能力不仅涵盖现金分红、也包括回购

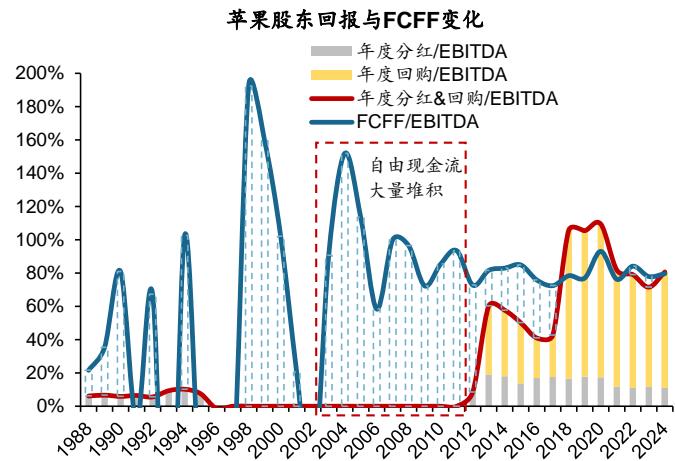
自由现金流指数可以反映出回购+分红全面的股东回报能力。虽然A股上市公司股东回报方式多数采取现金分红，以及监管对于股东回报也以现金分红为主要导向，但较为成熟的资本市场中，回购同样是股东回报的重要实现方式。如美股的微软历史上股东回报方式中回购与现金分红大约各占一半，而苹果自18年以来约有80%-90%的股东回报金额为回购方式；港股中腾讯自22年以来回购金额不断上升，目前回购：现金分红已达7:3。同时对比美股中回购率与股息率因子的有效性，可以看出标普500回购全收益指数94年以来年化收益率为14%，高于高股息指数的10%；同时两种股东回报率因子若叠加自由现金流回报率因子后，有效性均有进一步增强，反映出具备现金流创造能力的公司在股东回报优秀的同时也能维持规模扩张、实现较强的资本市场定价。

图表 14 微软回购与现金分红并重



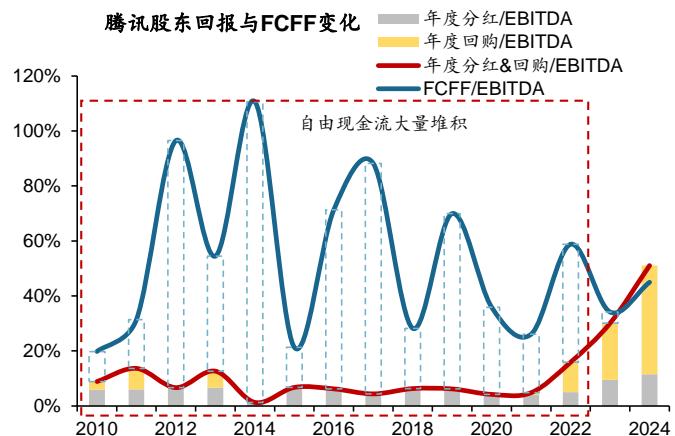
资料来源：Bloomberg, 华创证券

图表 15 苹果接近90%的股东回报规模由回购实现



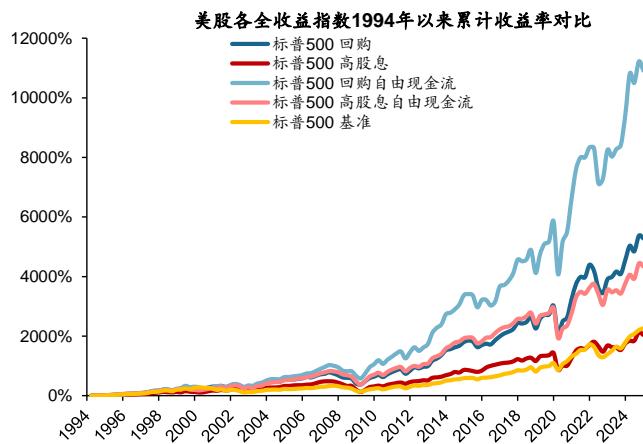
资料来源：Bloomberg, 华创证券

图表 16 腾讯 22 年以来回购为股东回报主要方式



资料来源：Wind，华创证券

图表 17 美股市场回购较现金分红因子更为有效

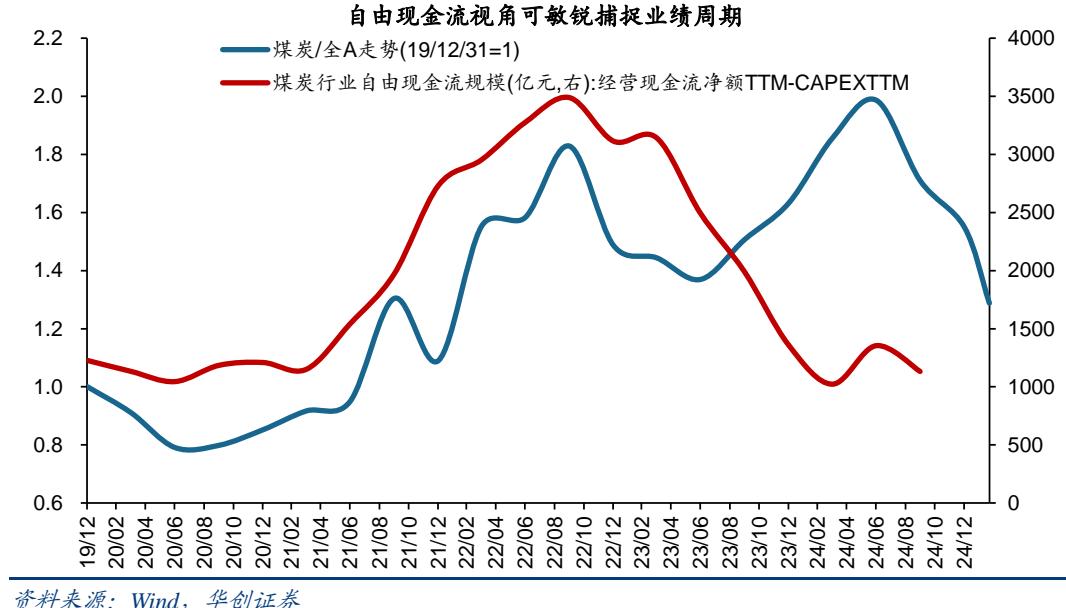


资料来源：Bloomberg，华创证券

(三) 自由现金流视角可敏锐捕捉业绩周期

自由现金流视角策略可敏锐捕捉企业业绩周期。如煤炭行业指数相对全 A 走势来看，24 下半年以来已持续跑输，相对走势已创下 22 年以来新低。而如果统计行业整体自由现金流创造规模，则可发现自 23 年以来已由 3000 亿以上持续下滑至 24 年 1000 亿水平，内需不足的基本面背景下，煤价持续下行不断拖累煤企前端业绩，进而影响自由现金流创造能力。自由现金流的持续下滑或早已对股价跑输有所表征。而对应红利指数来看，由于分红相较于业绩周期往往存在刚性，叠加指数的低频调仓，共同影响之下使得中证红利中煤炭行业权重在 23-24 年反而逆基本面周期大幅上行，由 10% 升至近 20%，这也对红利策略 24 下半年以来的整体跑输市场起到一定拖累。

图表 18 煤炭自由现金流表现早于股价相对市场走势表现下滑



资料来源：Wind，华创证券

图表 19 煤炭行业周期下行过程中，红利指数煤炭权重却逆势上行



风险提示

- 1、宏观经济不及预期；
- 2、宏观及行业政策、监管环境发生重大变化，使得行业发展逻辑根本性改变；组合策略基于历史数据回测，不保证未来数据的有效性；
- 3、历史经验不代表未来。

策略组团队介绍

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员之一。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

策略分析师：丁炎晨

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，2023年4月加入华创策略团队，曾任东吴证券策略研究员。目前专注于政策跟踪、个股特征等方面的增量研究。

策略分析师：林昊

华东师范大学统计学硕士，金融工程学士，曾任职于德邦证券。2023年加入华创证券研究所，主要覆盖流动性、主题研究等。

助理研究员：蔡雨阳

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023年加入华创研究所。

助理研究员：朱冬墨

上海财经大学经济学学士、硕士，2024年加入华创研究所。

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	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾钢蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		chevizhe@hcyjs.com
	郑珺丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

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分析师在此作以下声明：

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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息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資目标、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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告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、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、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 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	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 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522

免费领报告



扫一扫二维码 关注公号 回复"报告"

- 1、每日社群分享6份最新报告；
- 2、每日社群分享咨询简报
- 3、行业报告均为公开版，权利归原作者所有，七点行业报告仅分发做内部学习；