

追溯企业价值本源——华证自由现金流 100 指数

2024 年 6 月 19 日

摘要

- 企业自由现金流指的是在不影响企业持续经营的前提下可以用于分配债权人和股东的最大现金流，表现的是企业“已到手的利润”。在当前市场对红利的关注已经非常火热、相关策略产品的跟踪规模和交易拥挤度持续提升的背景下，我们不妨将视角稍作转移，从高分红的必要条件——能否产生充足的自由现金流的角度去尝试探索新的投资机会。
- 自由现金流的概念在海外市场指数的开发中已经有了非常丰富的应用。从对样本空间进行负面剔除到构建更为完善的财务质量因子，从改造传统基于净利润的财务衍生指标到直接利用自由现金流进行基本面加权，对自由现金流信息的使用，极大地丰富了相关策略指数的类型。
- 自由现金流与净利润相比有四大优势：（1）自由现金流对资本开支巨大且频繁的公司会给予惩罚；（2）自由现金流更能体现企业的回款能力；（3）自由现金流更能体现企业的存货管理能力；（4）自由现金流更少被“调节”。充裕的自由现金流不仅是高分红的必要条件，也有利于企业未来的经营和扩张，同时也是行业陷入低迷时的强力保障。
- 基于企业自由现金流这一核心指标，华证指数自主开发了华证自由现金流 100 指数（指数代码：995218.SSI）。其全收益指数 2011 年以来年化收益率为 10.43%，相对华证 A 指有 9%左右的年化超额收益，表现持续稳健。

风险提示：指数历史表现不代表未来；结论基于历史数据，在市场环境转变时模型存在失效的风险；宏观环境因素大幅度变化风险。



目录

| | |
|----------------------------|----|
| 1. 为什么要关注自由现金流..... | 4 |
| 2. 自由现金流在指数中的应用..... | 5 |
| 3. 自由现金流的计算..... | 6 |
| 3.1 定义法..... | 6 |
| 3.2 直接法..... | 8 |
| 4. 自由现金流与净利润的关系..... | 9 |
| 5. 不同行业自由现金流特征..... | 11 |
| 5.1 自由现金流的行业差异..... | 11 |
| 5.2 自由现金流在不同行业下的有效性测试..... | 12 |
| 6. 自由现金流策略指数..... | 12 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: Pacer US Cash Cows 100 指数编制流程..... | 5 |
| 图表 2: 自由现金流定义法计算公式..... | 7 |
| 图表 3: 上市公司分红金额与净利润或自由现金流平稳性检测结果..... | 10 |
| 图表 4: 各行业近 11 年自由现金流 (单位: 亿元) | 11 |
| 图表 5: 不同行业自由现金流有效性测试结果..... | 12 |
| 图表 6: 现金流 100 指数历史收益走势..... | 12 |
| 图表 7: 现金流 100 指数历年收益..... | 13 |
| 图表 8: 现金流 100 指数历史行业分布..... | 14 |
| 图表 9: 现金流 100 指数前 20 大权重股..... | 14 |
| 图表 10: FCFF 大盘基准指数历年收益 (未发布) | 14 |
| 图表 11: FCFF 中盘基准指数历年收益 (未发布) | 15 |
| 图表 12: FCFF 小盘基准指数历年收益 (未发布) | 16 |

报告正文

1. 为什么要关注自由现金流

2023 年以来，红利类指数的表现在 A 股市场中可谓一枝独秀，相关的投资方向也受到了全市场的高度关注。特别是今年四月份“新国九条”的出台，应该说是从更高的层级上对上市公司通过稳定现金分红等方式有效回馈股东，有效提升上市公司投资价值做出了明确的要求。随着跟踪红利策略的相关产品规模的不断增长，市场上关于红利的研究也逐渐从单纯的高股息率横向扩散到红利低波、红利质量甚至红利增长等方向。而在本篇报告中，我们将采用一种纵向的思考方式，聚焦于上市公司能够维持稳定现金分红能力的来源——自由现金流。

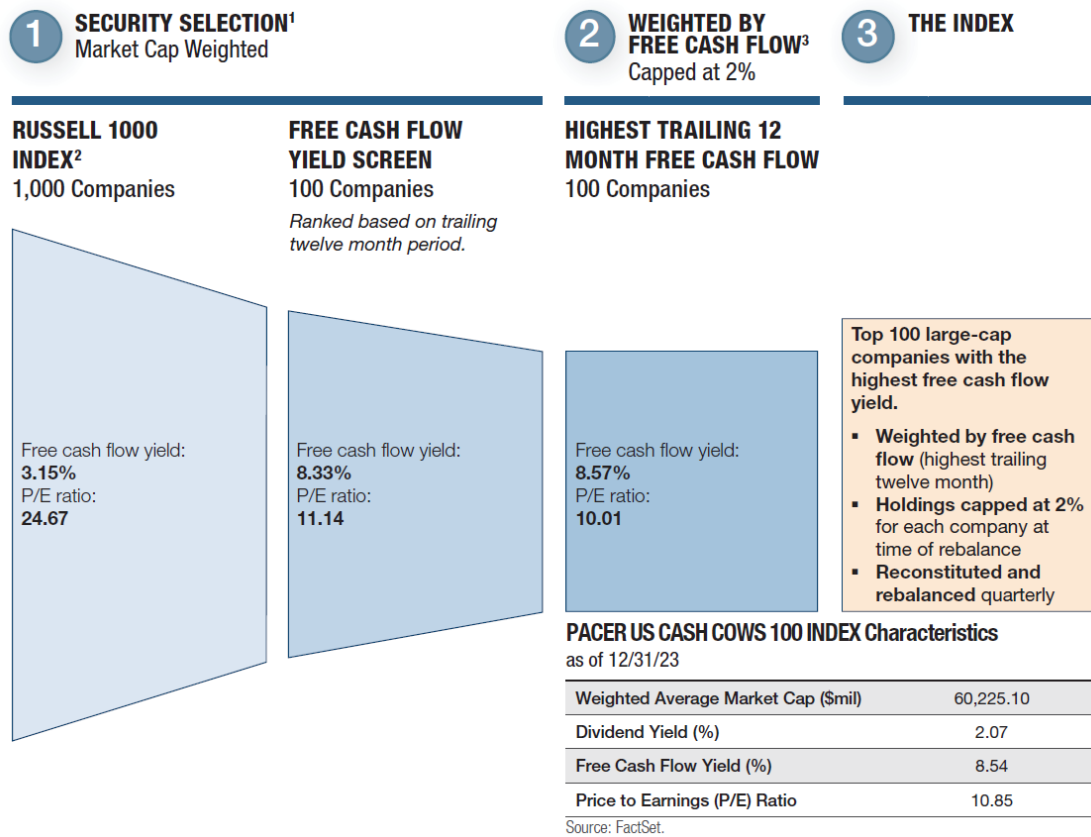
抛开近年来优异的二级市场表现，如果我们深入挖掘高股息股票的内在价值就不难发现，投资红利资产，其本质就是投资上市公司的未来自由现金流。聚焦于红利的投资者希望上市公司能够在未来的经营活动中产生可持续自由现金流，同时也愿意尽可能多的以现金股息的形式发放给自己。但如果站在公司管理者的角度，那就需要从一个更加宏观的全局视角出发来考虑自由现金流的分配方式了：除了维持公司日常经营的必要投入之外，要么进行再投资以进一步扩张商业版图，要么选择以现金股息的方式发放给股东。而且即便选择利用自由现金流来回馈股东，公司决策者也可以选择回购注销而不是分红的方式来达到相同的目的。由此可见，分红可能只是企业正常经营下的一种对自由现金流的处置方式。在当前市场对红利的关注已经非常火热、相关策略产品的跟踪规模和交易拥挤度持续提升的背景下，我们不妨将视角稍作转移，从高分红的必要条件——能否产生充足的自由现金流的角度去尝试探索新的投资机会。

上市公司虽然名义上是根据净利润来制定分红预案的，但事实上自由现金流是更重要的参考指标，这也是众多价值投资大师和企业家非常关注的指标。而进一步看，现金流优秀的企业，即便不分红，充裕的自由现金流也有利于未来的经营和扩张，同时在行业陷入低迷时也有足够的现金来保障度过难关。更有像巴菲特的伯克希尔哈撒韦，历史上几乎从未分红，而是选择将现金流投向回报率更高的资产或是直接回购注销自家股票，这些公司的股价表现也都远远优于全市场，让投资者获得了丰厚的资本利得回报。

2. 自由现金流在指数中的应用

在美股市场上，自由现金流的概念早已深入人心，基于自由现金流的指数产品也已经相当丰富。今年以来，**Pacer US Cash Cows 100 ETF** 成为了市场关注的焦点。其同名指数的编制方案清晰明了，其核心选股指标为自由现金流比率（自由现金流/企业价值），而加权方式采用了自由现金流加权。

图表 1: Pacer US Cash Cows 100 指数编制流程



资料来源: Pacer ETFs

截至 2024 年 6 月 15 日

富时 (FTSE) 也有数条以自由现金流为核心的指数。以美国市场为例，三条比较有特色的指数分别为 **FTSE US Risk Premium Free Cash Flow Yield Long Only Index**、**FTSE US Risk Premium Factor Free Cash Flow / Invested Capital Long Only Index** 和 **FTSE US Risk Premium Factor Free Cash Flow / Invested Capital Trend Long Only Index**。这三条指数的核心构建指

标分别属于价值风格、质量风格和成长风格。可见基于自由现金流，我们同样可以布局丰富的策略风格产品家族。

此外，Solactive、Global X 等指数编制机构也都有相关指数发布。总的来说，自由现金流在指数中的应用大致可分为四类：

- (1) 通过现金流对样本空间进行负面剔除。这种方法认为自由现金流差的公司会明显拖累指数收益，而并不靠优选现金流来获取更好的收益；
- (2) 在构建财务质量因子时加入自由现金流相关的指标。这种方式是将自由现金流作为质量风格多因子打分的一部分融入指数方案，并没有将其作为独立因子使用；
- (3) 将传统的基于净利润的衍生指标进行改造，用自由现金流代替净利润。对应的其他指标也都替换为管理用财务报表的相关指标。这样既可以构建价值类因子，也可以构建成长类因子，用法灵活但需要一定的财务基础；
- (4) 将自由现金流用于加权，这种属于基本面加权的一种。采用这种加权方式的指数往往在选样过程中也会用到自由现金流。

3. 自由现金流的计算

自由现金流比较正式的定义是：在不影响公司持续经营的前提下可以用于分配给债权人和股东的最大现金流。我们在财报中并不能直接找到自由现金流这个指标，需要将披露的财务数据进行二次加工计算而成，过程略显复杂。且由于计算方式多样，不同算法的结果有时差异巨大，很难有一个统一的结果。（注：金融行业的商业模式有较大独特性，因此自由现金流的计算一般不考虑金融行业，本文以及相关指数如无特殊说明均不包含金融行业。）

3.1 定义法

根据自由现金流的定义，比较公认的计算流程如下图表二所示：

图表 2：自由现金流定义法计算公式



资料来源：华证指数

从以上公式中能看出，自由现金流是需要从净利润出发逐步还原出来的。净利润是归属于股权投资者的利润指标，因此需要加上已经分配给债权人的利息费用，同时由于利息是税前支付，所以还需要扣除掉利息抵掉的税。这样一来就得到了第一项中的息前税后利润，这就是从公司整体角度来看所获得的利润。

第二项是非现金调整项，这里最重要的组成部分是折旧和摊销。由于折旧和摊销是购买固定资产或无形资产产生的递延成本，实际产生的现金流出在购买资产时已经发生，本期并没有现金流出，所以要将这部分费用加到自由现金流中。但需要注意的是，折旧和摊销是包含在费用部分的，需要查阅财务附注才能获取该信息，绝大多数公司只有年报和半年报才公布。

通过以上步骤我们可以得到税后 EBITDA（息税折旧摊销前利润），这也是企业在报告期间通过经营赚到的利润，接下来需要计算的是为了维持经营所投入的现金。

由于利润表编制遵循的是权责发生制，账面上的利润并不能反映真实的现金流。有些企业的营业收入大部分都是以应收账款的形式记入了资产负债表，并未形成现金流；反之也有一些企业能够在履约之前就收到货款形成预收账款或合同负债，但这些现金并未形成收入或利润。此外，公司出于经营决策增减存货的行为也会影响现金流，但这些存货的增减并不会影响利润表，仅仅是资产负债表上现金和存货的腾挪，因此也需要进行调整。上述提到的这些项目调整均是通过营运资本变动来体现的，而这也是整个自由现金流计算过程中最复杂的部分，需要将资产负债表中的项目用经营性和非经营性区分开来。这一过程中既有根据常识判断的部分，也

需要参考上市公司在半年报和年报披露的财务附注，甚至有时候还需要进行主观判断。这个项目的复杂性也是导致自由现金流计算结果不一致的主要原因，但这也是非常重要的一个项目，是分析判断公司经营决策的重要参考依据。

最后一部分是资本支出（CapEx），是企业为取得长期资产而发生的支出。长期资产一般包括固定资产和无形资产，通常是一次性支出，也可能会分多期支付。扩张型的资本支出往往意味着企业有扩张的意愿，但这需要大量的现金流支撑，因盲目扩张而导致企业破产的案例数不胜数。维持型的资本支出往往周期性的集中发生在某几期，因此这一项是导致自由现金流没有净利润稳定的一个重要因素，事实上这一类的资本支出如果按照计算净利润的方法通过折旧和摊销分摊至每个报告期更有利于现金流分析。资本支出的计算也略显复杂，比较常规的做法是直接取现金流量表中的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”项目作为替代。

通过定义法算出来的自由现金流是比较标准的结果，以上项目大多数在美股的财务报表中是直接披露的，但在 A 股由于会计准则不同，无法从财报中直接获取，因此计算难度较大，且一些调整项目中可能涉及主观判断（例如区分经营性资产和非经营性资产），准确度偏低。实践中，更方便的是第二种方法——直接法。

3.2 直接法

美股的财报中会披露通过净利润为起点逐步调整为经营活动产生现金流量净额的过程，基本还原了上一个小结中自由现金流的计算公式，仅有资本支出放在了投资活动现金流部分，因此自由现金流计算公式可以简化为：

$$\text{企业自由现金流} = \text{经营活动产生的现金流量净额} - \text{资本支出}$$

而在 A 股，仅年报和半年报会披露净利润调整为经营活动产生的现金流量净额的过程，而且调整项目拆的比较细，没有营运资本增加等合计小项，需要自行计算。但好在公式里的两个指标都能在现金流量表里找到，因此计算上远比定义法简单。

4. 自由现金流与净利润的关系

从第三节内容可以看到，自由现金流是通过净利润逐步调整还原后得到。这两个指标在性质上也是一致的，都是衡量区间盈余总量的指标。两个指标总体上高度相关，对于二级市场投资者来说，净利润是更为常用的指标，基于净利润的各项衍生指标例如净资产收益率（ROE）、市盈率（P/E）等也更为投资者所熟悉。

但其实对于不少价值投资者，尤其是企业家出身的投资者来说，自由现金流反而是他们更关注的维度。价值投资者一般认为买股票就是在买公司，所以其实更应该从公司管理者的视角去评判一家企业的价值，应该更加关注公司真正赚了多少钱。相较于净利润这个根据一系列复杂的会计准则所得到、具有更大“调整余地”的“应得利润”，自由现金流体现的正是更为纯粹的“已到手的利润”。具体来说，基于自由现金流的投資分析体系相较于基于净利润的体系有四大优势：

- (1) 对于资本开支巨大且频繁的公司，自由现金流会给予惩罚。在利润表中，资本开支主要以折旧和摊销的形式将其成本分摊至多个会计年度，这样做有利于分析产品的成本构成，但却不利于了解企业真实的财务状况，容易让企业做出盲目扩张的经营决策。
- (2) 对于应收账款或预付账款比例较高的公司，自由现金流能够真实还原其回款能力。在现实生意中，“先款后货”或“先货后款”的支付方式都十分常见，利润表里这两种方式基本没区别，二者的差异主要体现在现金流上。行业地位较高的龙头公司往往能拥有更强的话语权和更好的现金流。
- (3) 对于存货变化较大的公司，自由现金流能够更好的反映其占用现金流的情况。存货是资产负债表上的重要科目，存货的增减一般不影响净利润，但会通过“营运资本增加”影响自由现金流。存货占据的流动资金比例较高，存货管理能力是企业经营管理能力的重要组成，但在利润表中无法体现这一点。
- (4) 相对来说，自由现金流较少被调节。在现有的会计准则下，利润项很容易被上市公司通过折旧、摊销、资产减值等项目“调节”，最终呈现的结果可能会严重误导投资者。但自由现金流的计算没有考虑这些“调节项”，有效地还原了上市公司的真实盈利能力。

由此可见，无论是对于企业管理者还是二级市场投资者，自由现金流都是更好的衡量企业经营能力的指标。而在上市公司进行分红决策时，自由现金流大概率也是优先考虑的指标。虽然按照一般理解，股票分红分的是利润的一部分，但从历史数据来看，分红与自由现金流的关系更为紧密。根据测试，将每只股票过去 10 年的分红金额分别与其净利润和自由现金流做 ADF 检验，无论显著性水平设为 0.05 还是 0.1，通过平稳性检验的比例都是自由现金流更高，结果如图所示。

图表 3：上市公司分红金额与净利润或自由现金流平稳性检测结果

| | 持续分红 | 持续分红且净利润为正 | 持续分红且FCFF为正 |
|-----------------------------|-------|------------|-------------|
| 上市公司数量 | 977 | 935 | 162 |
| 通过5%ADF检验占比 (分红总额与净利润) | 37.7% | 37.9% | 32.7% |
| 通过5%ADF检验占比 (分红总额与FCFF) | 51.1% | 50.7% | 45.1% |
| 通过10%ADF检验占比 (分红总额与净利润) | 44.9% | 45.3% | 40.1% |
| 通过10%ADF检验占比 (分红总额与FCFF) | 57.1% | 57% | 51.9% |

注：持续分红指上市公司在2012-2023年中超过10年实施分红；持续分红且净利润为正指上市公司在2012-2023年中超过10年实现盈利并实施分红；持续分红且FCFF为正指上市公司在2012-2023年中超过10年FCFF>0并实施分红

资料来源：华证指数

截至 2024 年 6 月 15 日

虽然自由现金流有这么多的优点，但同所有的财务指标一样也有不适用的场景。首先，资本支出对企业经营并不一定是负面影响，如果新增投资的回报率大于现有投入资本回报率，那么大量投入扩张型资本支出会让企业的成长性更上一个台阶，作为投资者也乐于见到企业做出这种积极的扩张行为，宁愿不要分红；其次，新兴企业在行业快速发展阶段可能会采用激进的经营策略，导致存货和应收账款的快速扩张，营运资本增长居高不下，但由于企业和行业发展趋势较好，依靠融资也能保证充裕的现金流，这种情况下，越激进的公司越有可能脱颖而出；最后，自由现金流与净利润等指标相比，稳定性较差，分析起来也较为复杂，在有些场合可能不如净利润那么简单直接。

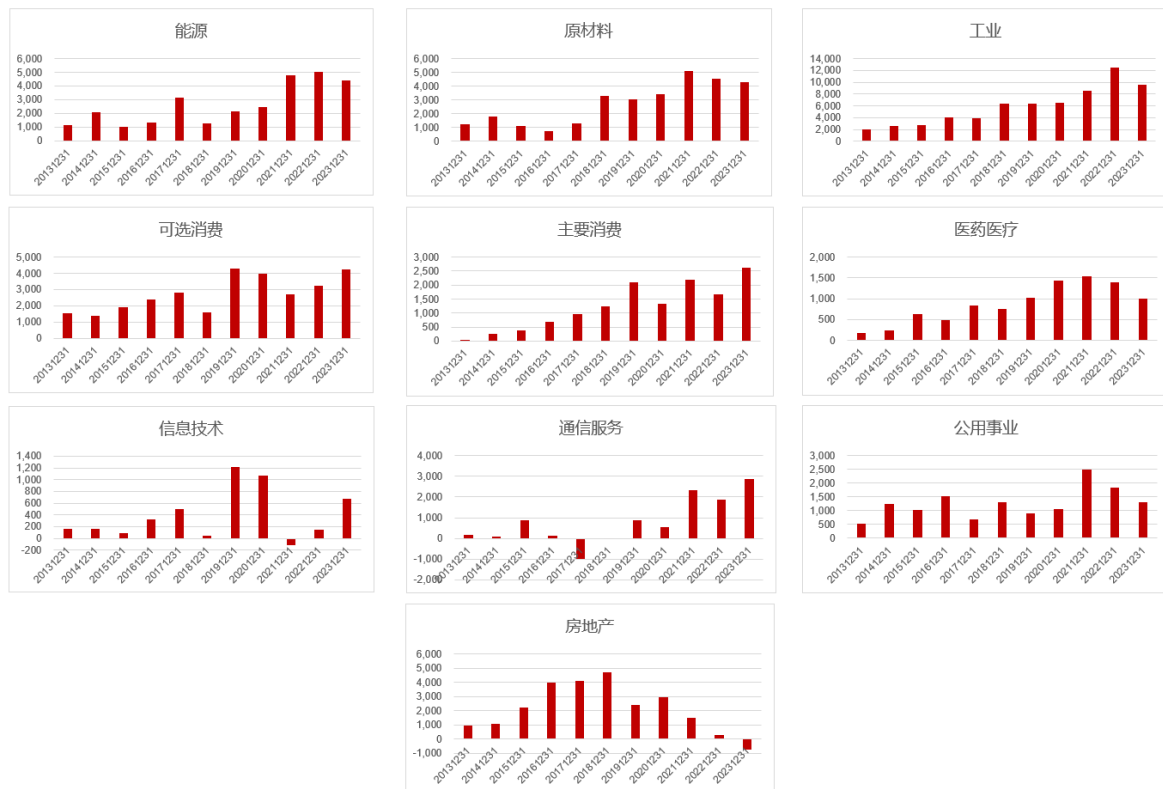
5. 不同行业自由现金流特征

通过上面的分析可以发现，自由现金流是一个相对更加保守的财务指标，对于盈利质量优秀的公司更加友好，且天然带有一定的行业偏离。

5.1 自由现金流的行业差异

总的来看，位居产业链上游的行业现金流要优于中游制造业，消费行业现金流优于泛科技行业，成熟行业现金流优于新兴行业。如果我们根据自由现金流及其衍生指标选股，可以预想到，这些现金流更优秀的行业会占据大部分权重，策略整体也将会有较大行业偏离。

图表 4：各行业近 11 年自由现金流（单位：亿元）



资料来源：华证指数

截至 2024 年 6 月 15 日

5.2 自由现金流在不同行业下的有效性测试

由于自由现金流是总量指标，与企业规模高度相关，因此我们在测试过程中采用的自由现金流为相对指标（自由现金流/企业价值），带有一定价值风格特点。从分层测试结果可以看出，无论是哪个行业，自由现金流最优秀的前20%的公司整体表现都是最好的，说明即便是严重依赖融资的新兴行业，也是现金流最好的公司更容易获得市场认可。

图表 5：不同行业自由现金流有效性测试结果

| | 能源 | 原材料 | 工业 | 可选消费 | 主要消费 | 医药医疗 | 信息技术 | 通信服务 | 公用事业 | 房地产 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| F_EV_rank1 | 4.85% | 1.62% | 2.74% | 3.73% | 7.46% | 4.11% | 10.14% | 7.65% | 1.48% | -2.93% |
| F_EV_rank2 | -0.69% | -2.10% | -1.14% | -3.25% | 1.64% | 3.88% | 3.68% | 2.59% | -1.83% | -5.26% |
| F_EV_rank3 | -5.27% | -1.36% | -1.08% | -1.25% | -1.86% | 0.89% | 1.31% | -3.28% | 1.84% | -4.43% |
| F_EV_rank4 | -6.04% | 0.32% | -1.66% | -4.30% | -3.99% | 2.15% | 3.96% | 0.04% | -6.01% | -5.92% |
| F_EV_rank5 | -5.90% | -0.49% | -1.64% | -2.40% | -1.77% | 2.79% | 5.44% | 2.85% | -1.75% | -5.29% |

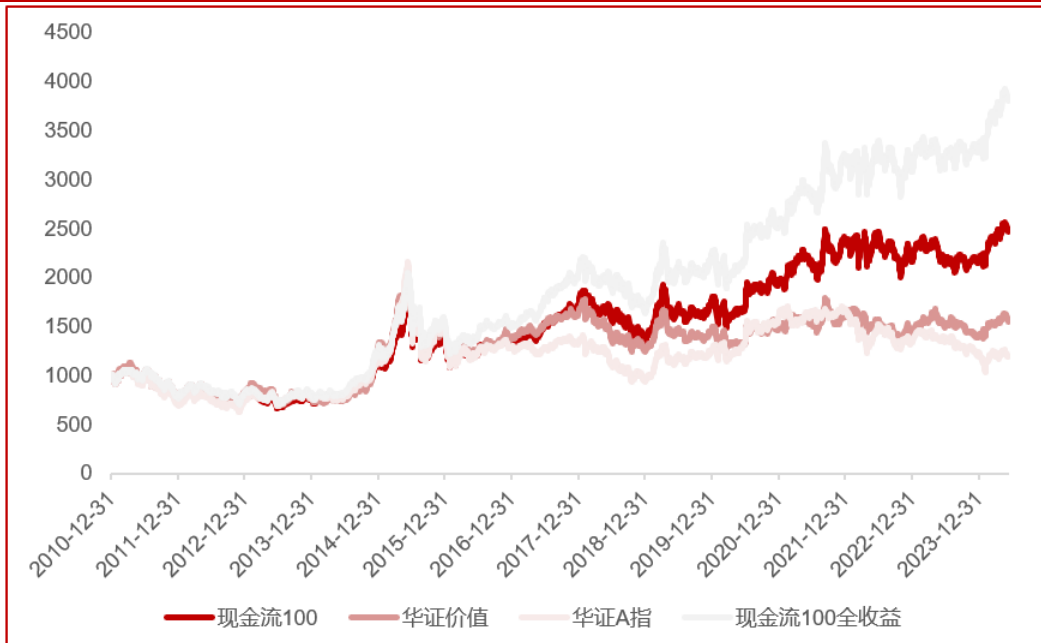
注：F_EV_rank1为“自由现金流/企业价值”指标最高的前20%的组合，F_EV_rank2为“自由现金流/企业价值”指标排名20%-40%的组合，以此类推；收益率为相对华证A指年化超额收益

资料来源：华证指数

截至2024年6月15日

6. 自由现金流策略指数

图表 6：现金流100指数历史收益走势



资料来源：华证指数

截至2024年6月13日

由于自由现金流是偏保守的指标，当前自由现金流在指数中的应用还是更多地以“自由现金流/企业价值”这种形式出现。该指标可视为估值指标，与市盈率类似，因此这类指数也大都属于价值风格。基于该指标，华证将于 6 月 27 日正式发布华证自由现金流 100 指数（简称现金流 100 指数，指数代码为 995218.SSI）。从回测结果来看，全收益指数 2011 年以来年化收益 10.43%，表现显著优于价值风格的基准指数——华证价值指数（992002.SSI），并且保持了自 2015 年至今连续 10 年的正超额。

现金流 100 指数首先将选样范围锁定为近三年自由现金流持续为正的非金融行业上市公司，同时剔除企业价值为负的公司，然后按照“自由现金流/企业价值”选排名前 100 的公司作为样本股，加权方式为自由现金流加权，指数的详细编制方案待正式发布后见华证指数官网（<https://www.chindices.com>）。（注：关于现金流 100 指数的所有数据均以正式发布后为准。）

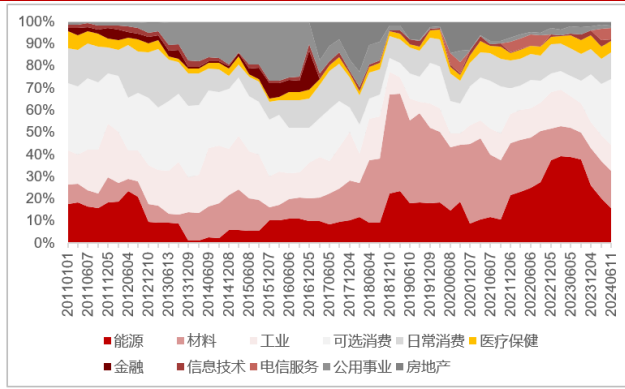
图表 7：现金流 100 指数历年收益

| 年份 | 现金流100 | 华证价值 | 超额收益 | 华证A指 | 超额收益 | 现金流100全收益 |
|------|---------|---------|----------------|---------|----------------|-----------|
| 2011 | -21.31% | -22.53% | 1.23% | -28.24% | 6.93% | -20.28% |
| 2012 | 3.28% | 8.66% | -5.39% | 5.04% | -1.77% | 5.29% |
| 2013 | -4.79% | -6.86% | 2.07% | 5.01% | -9.80% | -2.17% |
| 2014 | 46.22% | 63.58% | -17.36% | 46.44% | -0.22% | 50.75% |
| 2015 | 22.46% | 15.62% | 6.84% | 29.54% | -7.07% | 25.06% |
| 2016 | -5.82% | -7.25% | 1.43% | -14.79% | 8.97% | -3.00% |
| 2017 | 31.54% | 18.49% | 13.05% | 4.30% | 27.24% | 35.15% |
| 2018 | -20.51% | -22.81% | 2.30% | -28.51% | 8.00% | -17.98% |
| 2019 | 30.91% | 17.43% | 13.48% | 32.75% | -1.84% | 35.61% |
| 2020 | 9.13% | 0.49% | 8.64% | 25.81% | -16.68% | 12.82% |
| 2021 | 20.78% | 8.89% | 11.89% | 5.46% | 15.32% | 25.05% |
| 2022 | -7.68% | -11.12% | 3.44% | -20.09% | 12.41% | -2.97% |
| 2023 | 0.68% | -1.10% | 1.77% | -7.42% | 8.09% | 7.77% |
| 2024 | 12.70% | 8.38% | 4.32% | -4.09% | 16.79% | 14.08% |
| 累计 | 146.66% | 54.02% | 92.64% | 19.25% | 127.41% | 279.94% |
| 年化 | 6.94% | 3.26% | 3.68% | 1.32% | 5.62% | 10.43% |
| 夏普比率 | 0.318 | 0.155 | - | 0.06 | - | 0.479 |

资料来源：华证指数

截至 2024 年 6 月 13 日

图表 8：现金流 100 指数历史行业分布



资料来源：华证指数

截至 2024 年 6 月 12 日

图表 9：现金流 100 指数前 20 大权重股

| 证券代码 | 证券简称 | 权重 | 证券代码 | 证券简称 | 权重 |
|-----------|------|-------|-----------|------|-------|
| 600941.SH | 中国移动 | 5.00% | 000792.SZ | 盐湖股份 | 3.25% |
| 600938.SH | 中国海油 | 5.00% | 000933.SZ | 神火股份 | 2.67% |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 5.00% | 000921.SZ | 海信家电 | 2.59% |
| 601088.SH | 中国神华 | 5.00% | 600096.SH | 云天化 | 2.54% |
| 000858.SZ | 五粮液 | 5.00% | 600066.SH | 宇通客车 | 2.09% |
| 600104.SH | 上汽集团 | 5.00% | 600583.SH | 海油工程 | 2.01% |
| 600057.SH | 厦门象屿 | 5.00% | 601699.SH | 潞安环能 | 1.91% |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 5.00% | 600295.SH | 鄂尔多斯 | 1.56% |
| 002466.SZ | 天齐锂业 | 4.65% | 601001.SH | 晋控煤业 | 1.36% |
| 600690.SH | 海尔智家 | 4.52% | 600612.SH | 老凤祥 | 1.28% |

资料来源：华证指数

截至 2024 年 6 月 13 日

图表 10：FCFF 大盘基准指数历年收益（未发布）

| 年份 | FCFF 大盘 基准指数 | 华证大盘 | 超额收益 |
|------|-----------------|---------|----------------|
| 2009 | 134.27% | 96.57% | 37.70% |
| 2010 | -0.85% | -12.76% | 11.91% |
| 2011 | -26.67% | -24.63% | -2.04% |
| 2012 | 5.30% | 8.65% | -3.35% |
| 2013 | -9.02% | -8.58% | -0.44% |
| 2014 | 52.97% | 53.78% | -0.81% |
| 2015 | 16.65% | 5.41% | 11.24% |
| 2016 | -9.19% | -12.09% | 2.91% |
| 2017 | 26.82% | 18.87% | 7.95% |
| 2018 | -23.24% | -25.27% | 2.03% |
| 2019 | 25.83% | 34.62% | -8.79% |
| 2020 | 18.88% | 26.03% | -7.14% |
| 2021 | 11.56% | -1.89% | 13.45% |
| 2022 | -10.14% | -21.19% | 11.05% |
| 2023 | -2.65% | -11.19% | 8.55% |
| 2024 | 11.40% | 4.10% | 7.30% |
| 累计 | 318.62% | 97.08% | 221.54% |
| 年化 | 9.72% | 4.49% | 5.23% |
| 夏普比率 | 0.424 | 0.2 | - |

资料来源：华证指数

截至 2024 年 6 月 15 日

除此之外，自由现金流还可以融入各种价值或红利类指数中，充当辅助因子来增强收益，也可以根据自由现金流特征将样本空间限制在特定域，例如消费、公用事业等行业就很适合用自由现金流来进行分析选股。最后，我们在图表 10—图表 12 中展示了自由现金流在不同盘别下的表现（回测方案同现金流 100 指数类似）。

图表 11：FCFF 中盘基准指数历年收益（未发布）

| 年份 | FCFF中盘 基准指数 | 华证中盘 | 超额收益 |
|------|----------------|---------|----------------|
| 2009 | 143.59% | 118.20% | <u>25.39%</u> |
| 2010 | 1.07% | 8.31% | <u>-7.24%</u> |
| 2011 | -27.33% | -33.02% | <u>5.69%</u> |
| 2012 | 0.29% | -0.59% | <u>0.88%</u> |
| 2013 | 6.98% | 19.15% | <u>-12.17%</u> |
| 2014 | 37.93% | 30.57% | <u>7.36%</u> |
| 2015 | 33.76% | 47.31% | <u>-13.55%</u> |
| 2016 | -17.14% | -21.17% | <u>4.02%</u> |
| 2017 | -1.57% | -7.79% | <u>6.21%</u> |
| 2018 | -28.00% | -33.93% | <u>5.93%</u> |
| 2019 | 28.52% | 34.65% | <u>-6.12%</u> |
| 2020 | 21.34% | 29.99% | <u>-8.65%</u> |
| 2021 | 2.76% | 14.15% | <u>-11.39%</u> |
| 2022 | -8.44% | -21.29% | <u>12.85%</u> |
| 2023 | -7.27% | -7.39% | <u>0.12%</u> |
| 2024 | 11.08% | -4.10% | <u>15.18%</u> |
| 累计 | 214.26% | 141.88% | <u>72.38%</u> |
| 年化 | 7.70% | 5.89% | <u>1.81%</u> |
| 夏普比率 | 0.299 | 0.229 | - |

资料来源：华证指数

截至 2024 年 6 月 15 日

图表 12: FCFF 小盘基准指数历年收益 (未发布)

| 年份 | FCFF小盘 基准指数 | 华证小盘 | 超额收益 |
|------|----------------|---------|----------------|
| 2009 | 169.16% | 142.11% | <u>27.05%</u> |
| 2010 | 10.15% | 16.58% | <u>-6.43%</u> |
| 2011 | -31.59% | -33.58% | <u>1.99%</u> |
| 2012 | 6.53% | 0.73% | <u>5.80%</u> |
| 2013 | 15.11% | 26.47% | <u>-11.36%</u> |
| 2014 | 49.84% | 38.25% | <u>11.59%</u> |
| 2015 | 75.66% | 74.88% | <u>0.78%</u> |
| 2016 | -6.50% | -16.45% | <u>9.95%</u> |
| 2017 | -1.44% | -18.85% | <u>17.42%</u> |
| 2018 | -24.70% | -34.43% | <u>9.73%</u> |
| 2019 | 28.08% | 24.64% | <u>3.44%</u> |
| 2020 | 23.96% | 21.82% | <u>2.14%</u> |
| 2021 | 19.64% | 26.80% | <u>-7.15%</u> |
| 2022 | -17.61% | -17.35% | <u>-0.26%</u> |
| 2023 | 11.33% | 2.20% | <u>9.13%</u> |
| 2024 | -1.99% | -12.68% | <u>10.69%</u> |
| 累计 | 675.83% | 264.50% | <u>411.33%</u> |
| 年化 | 14.19% | 8.74% | <u>5.45%</u> |
| 夏普比率 | 0.525 | 0.32 | - |

资料来源: 华证指数

截至 2024 年 5 月 29 日

风险提示: 指数历史表现不代表未来; 结论基于历史数据, 在市场环境转变时模型存在失效的风险; 宏观环境因素大幅度变化风险