

广发基金田文舟：

用自由现金流衡量安全边际

□本报记者 万宇

7月以来，资金对红利资产的关注度显著提升，但执行红利策略的产品表现却呈两极分化。背后的原因来自选股逻辑的底层差异：大多数红利产品以静态股息率为筛选标准，而自由现金流选股更看重企业分红的潜力。

“自由现金流策略对企业的成长是有期待的，属于进攻性的价值投资策略。”广发基金价值低波团队基金经理田文舟，是市场中为数不多采用自由现金流策略选股的基金经理。截至9月4日，他管理的广发龙头优选近一年回报率达36.67%，同期中证红利全收益指数涨幅为7.22%。其在今年6月接手管理的广发价值核心也采用这一策略，产品净值在8月上旬创下新高。

以自由现金流衡量企业价值

基金经理采用的投资策略，往往与其个人性格、专业背景、职业经历息息相关。田文舟的专业背景是财务管理，生活中的他性格温和、喜欢做长期规划。反映在投资中，他偏好长期竞争能力能够持续的企业，常常埋头于企业的财务指标分析，以此评估企业的长期价值。

“财务指标能够体现出公司良好的内生增长能力。较强的盈利能力和自由现金流的获取能力必不可少，例如ROE大于15%，ROIC大于10%，自由现金流大于0，也就是说没有持续融资的需求。”田文舟认为，拥有高于上市公司平均水平的现金流或盈利能力，是股东长期获得持续复利的必要前提。

在田文舟看来，投资的本质是回归价值创造的源头。“从第一性原理出发，企业价值等于来自自由现金流的折现。”他说，相比净利润，自由现金流更能体现企业为股东创造真实价值的能力。如果一家公司的自由现金流明显高于利润表上的净利润指标，往往意味着利润表的盈利能力被低估，具备天然的安全边际。

田文舟之所以看重自由现金流，是他的筛选标准要求企业可以实现“十年回本”。“如果股价横盘不动，十年内企业账面累积的现金能够与公司市值持平。在此基础上，若企业还能持续分红，那么股价出现大幅回撤的概率较低。”按照这套标准搭建组合，即便企业进入成熟期，业绩不再增长，每年也能获得约10%的回报，十年累积现金流可以覆盖市值。

田文舟进一步解释：“这套策略的内核还是质量投资，以自由现金流作为企业估值的基础，实现基本面、估值和未来预期收益的闭环。”在他看来，企业的基本面决定了它能创造多少自由现金流，估值决定了买入价格对应的回本年限，而回本年限又直接对应了预期收益区间。三者层层递进、相互验证。

按照这一思路，自由现金流强劲的公司主要呈现两种形态：一种是在全产业链中具备极强的议价权、在行业中处于领先地位、经营性现金流显著优于报表净利润的企业；另一种则是生意模式偏重资产、已经度过资本开支高峰期、产能周期进入上行通道的企业，因其高额折旧使得报表盈利还未完全释放，自由现金流更能反映企业真实经营状况。

精选优质企业

在田文舟的投资框架里，选股有一套清晰的量化标准。他将备选标的分为两类：第一类是按照企业价值/自由现金流由高到低排序，估值低于10倍的标的；第二类则是估值位于10倍–15倍区间，预期成长性高于10%或行业资本开支强度处于历史20%分位以内，未来现金流存在改善潜力的标的。

粗选之后，他还要结合两大因素进一步精选。一是股息率，设置分红率加回购大于40%作为硬性指标，主要用于分析企业是否拥有积极回报股东的意愿；二是参考历史PE、PB分位水平，用于规避在周期性高点系统性配置过多周期行业。



在定量筛选出备选标的后，田文舟还会定性判断行业所处的周期阶段。“有些公司虽然满足自由现金流率大于10%的要求，但还需要通过调研定性评估行业周期所处的位置。”如果跳过这一定性校验，有可能会误把景气拐点对向下的企业当成优质标的，后续可能会面临盈利回落、现金流快速恶化的投资风险。

以其管理时间较长的广发龙头优选为例，自2025年以来，组合持仓可以概括为两个“圆”：第一个是满足自由现金流十年回本标准的公司，第二个是具备全球竞争力的公司。两个“圆”的交集部分占比在50%–60%，如二季度末前十大重仓股中的家电、汽车等龙头公司，既符合他的自由现金流筛选条件，同时也是制造业出海赛道的代表性企业。

“我希望能构建一个行业适度分散、兼顾稳健成长和短期现金回报（股息率不低于3%）的股票组合，以期长期能实现年化15%的复合收益。”田文舟说。半年报显示，广发龙头优选的股票仓位近九成，前十大重仓品种合计占基金净值超七成，呈现典型的高仓位、高集中度的质量投资风格特征。

谈及回撤控制，田文舟主要通过三个层面的个股选择来实现：第一层是现金流层面的安全垫；第二层是股东回报层面的“托底”力量，

富国基金武磊：

追寻固收增强的“大道至简”

□本报记者 王鹤静

超500亿元的公募管理规模，投资覆盖纯债基金、一级债基、二级债基，富国基金固定收益投资部副总经理武磊不仅拥有丰厚的宏观分析积淀，他还在多轮市场周期中，不断强化自下而上研究能力，逐步形成风格研判、行业配置、标的挖掘“三位一体”的系统投资框架。追求稳健一直是武磊的投资底色，在他看来，“固收+”投资的“大道至简”，体现在以多元资产拓展收益来源，并且通过适度均衡配置，改善组合风险收益特征以及控制回撤，这样的投资框架使得他相对平稳地度过了近期市场的震荡阶段。

日前，武磊在接受中国证券报记者采访时表示，当前市场趋势尚不清晰且外部环境扰动不断，权益投资方面可适度控制仓位，保持行业均衡配置，通过深入研究寻找具备真正有阿尔法且估值合理的标的，以期降低组合波动。

构建多层次权益框架

武磊入行是从宏观研究开始做起，早期偏向自上而下的思路审视市场。经历多轮市场周期转换后，无论是固收投资择券，还是权益投资选股，武磊愈发体会到自下而上挖掘优质标的对组合累积超额收益的重要作用。

即便是管理“固收+”产品，武磊在权益投资上也下了功夫，逐步构建起多层次的系统分析框架。

首先是大势研判与风格研判，即结合市场所处的不同阶段，设定权益中枢与风格侧重。其次是行业配置，即在风格判断的基础上，综

合考量未来一到两年的盈利趋势及估值水位、景气度、拥挤度等指标，挑选出更具有性价比的细分行业，比如成长方向重点关注景气趋势、交易拥挤度，周期方向关注产品价格趋势，价值方向看重行业盈利的稳定性等。最后落到个股选择，不仅公司要处于上行的产业趋势中，而且还要具备扎实的经营能力和良好的长期质地。在武磊看来，这是优质公司能穿越周期的重要基础。

为更好发挥权益资产对“固收+”组合的收益增厚作用，同时控制组合波动，武磊对权益仓位设置了相应的约束条件，包括风格配置适度均衡、行业配置适度分散、个股持仓集中度降低等。

“在市场情绪非常乐观的时候，我仍习惯关注一些红利价值类资产；反之，在市场情绪相对谨慎时，我也会关注部分成长股。个股方面，我更倾向于基本面扎实、流动性较好的大中市值公司，另外对于产品具有稀缺性、在产业趋势中具备较好位置的中小市值成长公司，在深入研究的基础上我也会予以关注。”武磊补充说。

多元策略改善风险收益

随着利率中枢持续下行，债券提供的收益空间收窄，“固收+”产品对收益增强部分的精细化管理能力提出了更高的要求，武磊对此深有感触。

“当前市场影响因素较多，传统的经济周期框架对市场变化的解释力有所减弱，宏观研判面临着更多的变量。同时，低利率环境下，一些资产配置策略的效果不如以往，债券资产提供



的安全垫偏薄，股债的对冲效果有所下降，资产配置难度明显增加。自下而上来看，越来越多的好公司已被市场较充分定价，小市值公司的风险收益比较难评估。”武磊坦言，对于像“固收+”这样的多资产组合，精细化管理要求日益提高。

因此，武磊更注重仓位管理和配置均衡：在适度控制权益仓位的同时，行业配置上坚持适度均衡原则，不过度集中在单一行业或单一因子上。

此外，他也在探索能够分散组合风险的配置思路——比如当市场热门板块回调时，部分关注度、资金拥挤度较低的板块可能会迎来阶段性反弹，适当时机参与，可能会起到择时对冲的效果，这类配置对买点的要求相对较高；此外，自下而上寻找具备阿尔法且估值合理的公司，同样有助于组合抵御波动。

配置部分基金产品，则是武磊改善组合风险收益比的又一手段：“我倾向于选择有长期阿尔法、能够战胜基准指数的均衡型产品作为

例如选股时要求企业将40%以上利润用于分红或回购；第三层则是企业竞争格局的稳定性，竞争对手难以超越。

聚焦资源品与制造业出海

下半年以来，A股市场波动加大，资金开始寻找更加多元的配置机会。站在当前时点，田文舟从中期和长期两个维度梳理了市场运行逻辑。

中期来看，他分析，国内无风险利率保持低位，客观上为市场提供了估值支撑；同时，A股上市公司整体资本开支持续下行，上市公司自由现金流不断改善，企业的股东回报能力逐步提升，为当前估值提供了坚实的基本面支撑。

从更长的周期视角看，田文舟认为地缘冲突所引发的能源供应链安全担忧，有望推动资源壁垒的定价中枢抬升。他在半年报中表示：“随着过去的供应链配置逻辑逐步弱化，掌握核心资源与供应链主导权的资产拥有的价值创造能力比过往更为稳定，资源、能源等实物资产的壁垒价值中长期有望迎来重估。”基于这一判断，田文舟重点关注两大方向：上游资源品和制造业出海。

上游资源品方面，田文舟认为，受地缘冲突影响，工业金属在供给端出现超预期收紧。“铜精矿供给端持续偏紧，而市场更多定价了需求侧的担忧，相关股价出现超调。”其表示，美联储加息预期提升，对具备一定金融属性的工业金属价格短期有所压制，但中期来看，持续受益于供给收缩的资源品有望迎来修复。

制造业出海则是田文舟持续布局的另一主线。“A股中处于优势地位的上市公司积极出海布局、拓展市场，提高了业务的天花板。”他观察到，经历了地缘冲突带来的全球供应链扰动，中国制造业的竞争力有望进一步增强。通过对各行业资本开支强度和产能周期的分析，他在商用车、家电等领域均找到了符合选股标准的龙头公司。

底仓；再结合风格判断，配置部分具备阿尔法能力的产品，来提高投资效率；另外，在有结构性行情的时候，我也会考虑通过ETF作为阶段性的交易工具。”

市场有望向广义成长风格扩散

7月以来，受交易拥挤度、海外流动性等因素影响，A股市场迎来风格再平衡的明显调整。

站在当前位置，武磊认为，这轮调整可能逐步进入尾声阶段：“目前，基本面与产业趋势未出现明显变化，海外流动性环境的边际影响已充分演绎，但考虑到市场影响因素较多，后续风格表现仍需结合交易结构等因素持续观察。近期，红利价值风格已有较明显的表现，部分纯防御板块的交易拥挤度有所上升，接下来或可关注成长风格的反弹机会。”

具体配置上，除了关注AI硬件方向超跌反弹之外，武磊提示，创新药、新能源等泛成长方向可能都有机会。周期方向上，武磊更关注有色金属、船舶航运、受益于PPI数据回升的化工等板块，以及军工、机械设备等市场关注度相对较低的出海方向。

债券方面，武磊认为，虽然整体债券收益率处于较低水平，但纯债投资在“固收+”组合中仍承担着重要的作用，机会更多体现于结构层面。

“比如，5年期的银行二级资本债、永续债等信用债品种具备配置价值；超长债利差处于历史较高水平，若后续货币政策适度放松，相关利差或仍存在一定压缩空间。可转债主要是当前整体估值仍然偏高；部分低价品种前期调整后，已回到相对可接受的价格水平，或具备一定的安全边际。”武磊表示。