

# 食品饮料

证券研究报告  
2019年07月26日

## IFRS9 改变险资投资策略，或加配食品饮料龙头

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

刘鹏 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516070001  
liupeng1@tfzq.com  
郑蔚宇 联系人  
zhengweiyu@tfzq.com

我国险企最晚于 2022 年全面推行 IFRS 9 和 IFRS 17，金融资产分类与计量由四分法变三分法。考虑权益处置盈利是否计算，险企 AFS 中将有大量股票资产重分类至 FVTPL。IFRS 9 推行后，由于 FVTOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）在处置时不计入利润表，因此险资倾向于 AFS（可供出售金融资产）中大部分股票资产将重分类至 FVPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）

以平安为参照简单估算，预计未来由 AFS 转入 FVTPL 的“股票+权益型基金”规模达到 5000 亿的级别。中国平安在 2018 年提前采用了 IFRS 9，2017 年平安 FVTPL 中“股票+权益型基金”的部分在所有“股票+权益型基金”投资中占比 15.3%，2018H1 该值提升至 52.5%，转换增长比例达 37.2%。根据中国保险业协会，截至 2018 年末，保险机构在“股票+权益型基金”共配置 1.68 万亿元，以 37.2% 的转换增长比例估算，未来将有 6249 亿“股票+权益型基金”由 AFS 转入 FVTPL。考虑到各险企权益配置比例不同，“股票+权益型基金”属于 AFS 的比例不同，以及扣除平安的部分，预计由 AFS 转入 FVTPL 的“股票+权益型基金”规模可能仍有 5000 亿级别。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《食品饮料-行业专题研究:从消费模仿趋势看龙头调味品企业的发展轨道》  
2019-07-18
- 2 《食品饮料-行业研究简报:详解食品饮料板块国企改革效果及动因》  
2019-06-24
- 3 《食品饮料-行业深度研究:二次加速:益生菌开启阿尔法投资黄金十年》  
2019-06-12

险企或将不得不在 FVTPI 中加配低波动、相对高成长和盈利能力的股票，部分波动性大的股票或被清理出股票池。为满足投资收益率要求，险资可以将高股息类的蓝筹股票分类至 FVTOCI，通过股利获取利润。但是仅靠股息、债息，险企难以实现 5% 以上的投资收益，从而满足内含价值精算中投资收益率的假设。因此必须有部分股票配置于 FVTPI，通过股票浮盈来提升投资收益。为了减少股票公允价值波动影响公司当年利润，我们认为这部分股票的配置目标将主要是低波动、相对高成长和盈利能力的白马股票。

综合波动率和盈利能力，食品饮料龙头相对占优，有望获险资增配提升估值。我们对过去 5 年和 10 年全 A 股票夏普比和波动率进行筛选排列。从 10 年夏普比角度来看，在全 A 3600 多家公司中，贵州茅台、伊利股份、五粮液分别排名第 6、第 5、第 25；从 10 年期低波动属性来看，贵州茅台、伊利股份、五粮液分别排名第 25、第 100、第 74。海天味业 5 年期的夏普比排名全市场第 11，低波动属性排名第 106，同样优秀。

食品饮料龙头格局好，集中度提升，优势显著。在波动率筛选过程中，排名靠前的企业往往行业增速较低，为稳定高股息的蓝筹股，在成长和盈利能力方面相对较弱。而食品饮料行业龙头所在行业仍相对高速增长，且集中度仍将持续提升，特别是白酒、调味品和乳业龙头优势显著。因此我们预计食品饮料行业龙头公司在 IFRS 9 带来的险资权益资产重新配置中，能够占据较大优势。

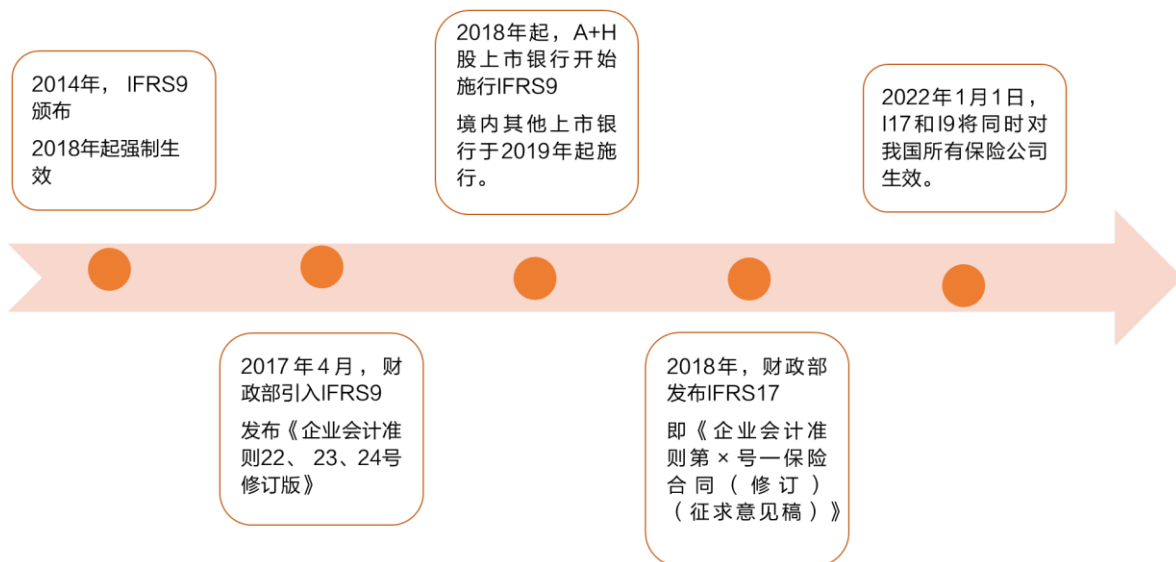
**投资建议：**推荐受益于 IFRS 9 带来的险资权益资产重新配置的食品饮料行业龙头，如**五粮液、贵州茅台、伊利股份**，同时可以关注**海天味业**。

**风险提示：**历史规律在未来可能失效，个案测算或无法代表整体真实情况，行业增速下滑，竞争格局恶化

## 1. IFRS 9 导致险企配置策略变动，影响规模或达 5000 亿级别

我国险企最晚于 2022 年全面推行 IFRS 9 和 IFRS 17，金融资产分类与计量由四分法变三分法。2017 年 4 月 6 日，财政部发布了《企业会计准则 22、23、24 号修订版》，引入 IFRS 9 内容。由于 2018 年 11 月国际会计准则理事会 IFRS17 推迟一年至 2022 年全面实施，导致 IFRS9 同步推迟至 2022 年全面实施。

图 1：我国险企最晚于 2022 年全面推行 IFRS 9 和 IFRS 17



资料来源：财政部会计司官网，界面新闻，天风证券研究所

考虑权益处置盈利是否计算，险企 AFS 中将有大量股票资产重分类至 FVTPL。IFRS 9 推行后，我们关注的核心变化为金融工具分类与计量由四分法变为三分法，由于 FVTOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）在处置时不计入利润表，因此险资倾向于 AFS（可供出售金融资产）中大部分股票资产将重分类至 FVPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）

图 2：IFRS9 下金融工具分类与计量由四分法变为三分法



资料来源：《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》，天风证券研究所

以平安为参照简单估算,预计未来由 AFS 转入 FVTPL 的权益工具规模或达到 5000 亿级别。中国平安在 2018 年提前采用了 IFRS 9, 2017 年平安 FVTPL 中“股票+权益型基金”的部分在所有“股票+权益型基金”投资中占比 15.3%, 2018H1 该值提升至 52.5%, 转换增长比例达 37.2%。根据中国保险业协会, 截至 2018 年末, 保险机构在“股票+权益型基金”共配置 1.68 万亿元, 以 37.2% 的转换增长比例估算, 未来将有 6249 亿“股票+权益型基金”由 AFS 转入 FVTPL。考虑到各险企权益配置比例不同, “股票+权益型基金”属于 AFS 的比例不同, 以及扣除平安的部分, 预计由 AFS 转入 FVTPL 的“股票+权益型基金”规模可能仍有 5000 亿级别。

## 2. 低波动高成长白马受偏好, 食品饮料龙头相对占优

险企或将不得不在 FVTPI 中加配低波动、相对高成长和盈利能力的股票, 部分波动性大的股票或被清理出股票池。为满足投资收益率要求, 险资可以将高股息类的蓝筹股票分类至 FVTOCI, 通过股利获取利润。但是仅靠股息、债息, 险企难以实现 5% 以上的投资收益, 从而满足内含价值精算中投资收益率的假设。因此必须有部分股票配置于 FVTPI, 通过股票浮盈来提升投资收益。为了减少股票公允价值波动影响公司当年利润, 我们认为这部分股票的配置目标将主要是低波动、相对高成长和盈利能力的白马股票。

综合波动率和盈利能力, 食品饮料龙头相对占优, 有望获险资增配提升估值。贵州茅台、伊利股份、五粮液、海天味业等食品饮料行业龙头企业波动率低、盈利能力强, 有望在 IFRS 9 推行后, 受到险资持续青睐买入, 从而提升估值。我们对过去 5 年和 10 年全 A 股票夏普比和波动率进行筛选排列。从 10 年夏普比角度来看, 在全 A 3600 多家公司中, 贵州茅台、伊利股份、五粮液分别排名第 6、第 5、第 25; 从 10 年期低波动属性来看, 贵州茅台、伊利股份、五粮液分别排名第 25、第 100、第 74。海天味业 5 年期的夏普比排名全市场第 11, 低波动属性排名第 106, 同样优秀。

表 1: 食品饮料各细分行业龙头波动率和 Sharpe 比率

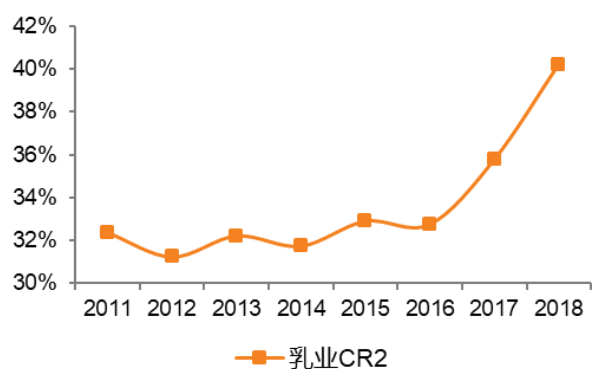
	五年 sharpe 比 率降序排 名	五年 sharpe 比 率值	十年 sharpe 比 率降序排 名	十年 sharpe 比 率值	五年波动 率升序排 名	五年波动 率值	十年波动 率升序排 名	十年波动 率值
五粮液	5	1.20	25	0.67	169	38.51	74	35.14
贵州茅台	3	1.35	6	0.88	26	32.15	25	31.10
洋河股份	88	0.78	-	-	239	39.85	-	-
泸州老窖	26	1.02	109	0.50	405	41.93	192	38.33
山西汾酒	52	0.89	64	0.56	903	46.06	752	43.28
伊利股份	83	0.80	5	0.89	88	36.55	100	36.37
海天味业	11	1.13	-	-	106	37.04	-	-
白云山	493	0.46	52	0.58	302	40.82	1091	45.40
双汇发展	835	0.37	173	0.45	38	34.22	42	33.07

资料来源: WIND, 天风证券研究所

注: 以上数据截止 2019 年 7 月 24 日, 海天味业 2014 年上市, 缺少十年数据; 洋河 2009 年 11 月上市, 缺少十年数据

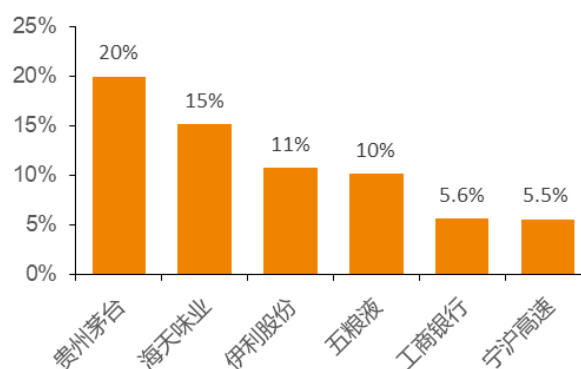
食品饮料龙头格局好, 集中度提升, 优势显著。在波动率筛选过程中, 排名靠前的企业往往行业增速较低, 为稳定高股息的蓝筹股, 在成长和盈利能力方面相对较弱。而食品饮料行业龙头所在行业仍相对高速增长, 且集中度仍将持续提升, 特别是白酒、调味品和乳业龙头优势显著。因此我们预计食品饮料行业龙头公司在 IFRS 9 带来的险资权益资产重新配置中, 能够占据较大优势。

图 3：乳业集中度持续提升



资料来源：WIND，统计局，天风证券研究所

图 4：部分相对低波动股票五年收入复合增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

### 3. 投资建议

受益于 IFRS 9 带来的险资权益资产重新配置，推荐低波动高成长食品饮料行业龙头，如五粮液、贵州茅台、伊利股份，同时可以关注海天味业。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com