



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年白糖品种期现结合示范点基地

报告名称	中粮屯河“点”基地报告
“点”基地名称	中粮屯河
辅导公司	中粮期货有限公司
课题人员名单	
郑商所协调人	郭晨光
报告日期	

目录

一、中粮屯河股份有限公司概况	3
(一) 股东情况概述	3
(二) 主营业务介绍	3
二、企业经营情况	4
三、参与白糖期货的原因与历史	5
(一) 参与期货的原因	5
(二) 参与期货的历史	7
四、参与期货市场的主要形式	8
(一) 点价交易模式	9
(二) 中粮对点价交易模式的创新应用	10
(三) 案例分析	11
(四) 中粮点价交易模式优势及风险	14
五、风险控制及管理机制	15
(一) 风险点与应对手段	15
(二) 管理机制	17
六、参与期货市场的心得体会	18

一、中粮屯河股份有限公司概况

（一）股东情况概述

中粮屯河股份有限公司（以下简称“中粮屯河”）是中粮集团有限公司控股子公司。中粮集团成立于 1983 年，由国资委全资控股，集团总注册资本达 1,235,298,000 元。中粮集团有限公司是全球领先的农产品、食品领域多元化产品和服务供应商，集农产品贸易、物流、加工和粮油食品生产销售为一体，为接近全球四分之一的人口提供粮油食品。

（二）主营业务介绍

中粮屯河成立于 1983 年，1996 年在上海证券交易所上市，2005 年 6 月在中粮集团成功重组新疆屯河后，公司进入快速、健康、持续的发展轨道，企业盈利能力、产业规模、行业地位、客户认可度、社会声誉、国际影响力得到全面提升。

食糖作为中粮屯河重要的支柱产业，成为公司重点发展业务之一。公司以建立具有国际水准、有竞争优势的大糖商为目标，本着“大生产、大流通、大研发”的大糖商发展思路，通过加大农业及研发投入、强化运营、降本增效、创新业务模式、构建全新贸易管理体系等措施，糖业整体核心竞争力得以加强。逐步形成海内外自产糖、原糖进口、加工、

仓储物流、国内外贸易为一体的完整的食糖产业链。

在国产糖生产方面，屯河不仅是甜菜糖主要生产加工商，产量占新疆甜菜糖总产量 80%。而且，近几年加大了甘蔗糖生产投入。现已拥有两家甘蔗糖生产工厂，年产甘蔗糖近 30 万吨。

加工糖方面，2014 年 7 月，河北曹妃甸项目正式投入建设，预计未来将实现日处理原糖 3000 吨，年产 100 万吨精炼糖，8 万吨国储库容的规模。2015 年年底一期项目将投入开工，年加工能力为 50 万吨。

不仅如此，屯河还拓展了海外市场。2013 年 4 月，中粮屯河完成了对澳大利亚糖业公司 Tully Sugar 的收购。现在，Tully 糖业现已成为公司的全资下属公司。2014 年 Tully 糖业榨季压榨能力创造其 89 年历史的记录，全产季榨蔗 243 万吨，产糖 31.2 万吨。

二、企业经营情况

2015 年上半年国内食糖价格结束持续三年下滑，食糖市场逐步回暖，价格出现反弹。公司一方面顺应市场，通过提升把握市场能力，加强区域深耕，做好销售，另一方面进一步强化和推进标杆管理、完善考核和激励机制、加强信息系统建设，培育核心竞争力，完善食糖产业链，促进公司业绩提升。

2015 年 1—6 月，公司实现营业收入为 56.87 亿元，较上年同期增加 18.64 亿元，同比增长 48.77%，主要原因是贸易糖贸易量增长所致。公司下辖糖业事业部、番茄事业部、食品贸易部、风险控制部、质量与安全与研发部等部门，拥有员工近 6000 名，组织结构清晰，分工明确。

三、参与白糖期货的原因与历史

（一）参与期货的原因

为了打造食糖全产业链企业，中粮屯河涉足食糖生产、销售全部环节。在企业经营中，由于原料价格、成品价格、国际糖价的变动都为企业的经营带来风险。因此，为了规避风险，提高企业行业竞争力和盈利能力，期货工具成为不二之选。企业需要规避的风险主要如下：

1、制糖原料价格变动风险

作为国产糖生产商，原料采购价格的波动将直接影响成品糖的生产成本。一般来说，甘蔗收购价由各甘蔗主产区的地方政府确定。而近几年，当地政府逐渐放开了甘蔗收购价的统一制定。今年 9 月中旬云南省决定，从 2015/16 榨季开始不再将甘蔗收购价列入省级政府定价目录，改由市场定价，由制糖企业与蔗农协商定价，建议制糖企业定价由行业指导并继续实施糖料蔗价格联动和二次结算。甘蔗收购价的放开令各地区、各工厂收购价各不相同，成本控制更加困难。甘

蔗采购过程面临的风险需要管理。

2、食糖销售价格变动风险

回顾历史，我国食糖市场价格波动频繁，波动幅度较大，多年来在年度间和季节间都表现出较强的周期性特征，涉糖企业具有套期保值、规避风险的需求。

在结束了三年增产周期后，14/15 榨季产量锐减。今年3月，现货价格大幅上涨，涨幅近20%。随后，受消费不旺拖累，糖价又大幅回落。过山车式的行情令现货企业非常苦恼，销售计划很难执行。因此，为了稳定经营，防范风险，需要引入期货工具，进行套期保值，提前锁定利润，规避价格波动带来的风险。

3、国际糖价波动风险

作为食糖进口主要企业之一，国际糖价的波动，以及与国内食糖之间的价差关系，都对企业的进口糖利润造成影响。国际糖价的上涨，以及内外价差的缩减，都会令利润下滑，甚至出现亏损。因此，需要利用期货工具，锁定进口利润，防范价格波动风险。

不仅如此，作为拥有海外糖厂的企业，国际糖价的涨跌也将对海外糖厂的销售经营带来影响。而且，由于国际糖价影响因素多、波动剧烈等特点，对价格走势的准确预判非常困难。因此，需要利用期货工具，提前锁定销售利润。

4、利用期货工具的可行性

在国内外期货市场上，食糖都是成熟且较活跃的交易品种之一。世界上很多国家开展食糖期货、期权交易，主要包美国、英国等国。其中，美国纽约期货交易所的 11 号原糖期货合约，虽然是交易所推出的第三个交易品种，但其重要性、成熟度、市场规模和受投资者的青睐度都遥遥领先其他品种，其成交量占其八种商品期货成交总量的三分之一以上。国内方面，白糖期货也是郑州商品交易所传统优势品种，成交量和持仓量都位列前茅，是产业与机构客户重点关注品种。

因此，国内外白糖期货较高的成熟度与活跃度，为企业利用其进行风险管理提供了可行性，成熟度保证了期货市场的功能发挥良好。

（二）参与期货的历史

实际上，中粮集团参与期货的历史悠久，早在 1972 年秋，中粮集团与丰益国际合作，在伦敦交易所进行了第一笔期货交易，净赚外汇 240 万英镑，相当于出口 5-6 万吨食糖所创造的外汇，在国际市场引起重大反响。

近几年，随着企业经营逐渐步入正轨，公司开始引入期货业务。为了减少食糖市场价格波动风险，对公司利润带来的不确定性影响，通过期货市场规避风险，在 2007 年 1 月中粮屯河通过了《关于公司开展食糖期货业务的议案》，至此中粮屯河开始结合企业自身特点和对行情的分析，开始利

用期货工具，更好地开展公司业务。

2008年2月，由于中国南方出现持续时间很长的低温雨雪天气，广西霜冻天气引起了市场的极大关注，期货市场为企业提供了良好的套期保值机会。中粮屯河在郑商所白糖期货以4000元/吨以上的价位果断建立07/08榨季保值空仓7.8万吨。交割白糖销售均价4438元/吨。高于当期现货销价462元，增加利润3600万元，很好的规避了由于价格下跌带来的利润损失，较好的实现了套期保值的目的。

图 1. 套保操作建仓区域图



四、参与期货市场的主要形式

中粮屯河是糖产业链的领导企业，在白糖期货刚上市的时候，中粮屯河就开始参与白糖期货，利用白糖期货进行套期保值和套利等操作，规避了白糖价格的波动风险，帮助企业稳健经营。随着期货市场的越来越成熟，其对白糖产业的影响日益加深，企业对期货市场的应用已经不仅仅局限于

传统的套期保值业务，期现货结合的新型经营模式成为企业经营发展的重要方式。点价交易模式就是期现货结合的优秀经营模式。中粮屯河旗下企业中粮糖业广泛应用点价交易模式。

（一）点价交易模式

点价交易模式是指以某月份的期货价格为计价基础，在期货价格基础上加上或减去双方协商同意的升贴水来确定双方买卖现货商品的价格的交易方式。

点价交易模式有两大特点。一是与传统的贸易不同，在点价交易中，贸易双方并非直接确定一个交易价格，而是以约定的某月份期货价格为基准，在此基础上加减一个升贴水来确定。因此最终的交易价格是不确定的。升贴水的高低，与点价所选取的期货合约月份的远近、交割地、运费以及商品品质的差异有关，由买卖双方协商决定。

二是点价交易中，点价方可以在点价期内任意一天根据期货价格走势点价，为企业提供了更多的选择，并一定程度上降低了传统贸易定价方式的价格风险。按照根据期货价格确定实际交易价格的权力归属划分，点价交易可分为买方点价交易和卖方点价交易。如果该权力属于买方称为买方点价交易 BEO，如果该权力属于卖方则为卖方点价交易 SEO。在国际大宗商品贸易中，点价模式已经得到广泛的应用，例如

大豆、铜、石油等贸易。

（二）中粮屯河对点价交易模式的创新应用

中粮屯河依托公司在糖产业链中的优势地位，创新性地综合运用了买方点价和卖方点价模式，规避现货价格波动风险，锁定经营利润，同时为上下游企业提供了便利的服务。公司向上游糖厂提供卖方点价交易服务，同时向下游终端消费企业提供买方点价交易服务。其中，在上游糖厂提供的卖方点价交易服务中定一个较低的升贴水，在与下游终端消费企业提供的买方点价交易服务中定一个较高的升贴水。在点价期间，不管上下游两端企业何时点价，中粮屯河均能够赚取升贴水之间的差价利润，完全不受现货价格波动影响。中粮屯河点价交易模式的具体业务流程如图 2 所示。

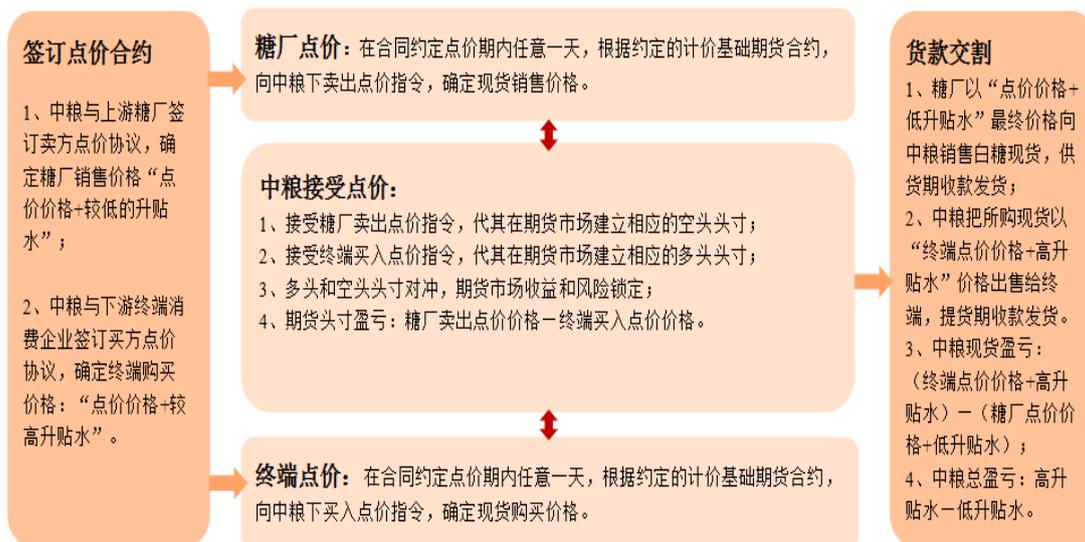


图 2. 中粮屯河点价交易模式

（三）案例分析

1、签订点价协议

某食糖终端消费企业根据自身生产计划，每季度均需要采购一定量的白糖。白糖价格波动风险对企业生产带来一定的压力。该终端消费企业和中粮糖业签订了两份买方点价交易合同。第一份合同购买量为 2 万吨，以郑糖 SR501 合约价格为计价基础，在该合约价格上加上 100 元/吨的升水，点价期限为 2014 年 12 月底之前，提货期为 2015 年 1 月-3 月；第二份合同购买量同样为 2 万吨，以郑糖 SR505 合约价格为计价基础，在该合约价格上加上 100 元/吨升水，点价期限为 2015 年 4 月底之前，提货期为 2015 年 4 月-6 月。

与此同时，中粮糖业和上游某糖厂签定了与之对应的两份买方点价合同。第一份合同为，糖厂向中粮糖业销售 2 万吨白糖，以郑糖 SR501 合约价格为计价基础，在该合约价格上加上 50 元/吨升水，点价期为 2014 年 12 月底之前，供货期为 2015 年 1 月-3 月。第二份合同销售量同样为 2 万吨，以郑糖 SR505 合约价格为计价基础，在该合约价格上加上 50 元/吨升水，点价期为 2015 年 4 月底之前，供货期为 2015 年 4 月-6 月。

2、糖厂和终端消费企业点价

2014 年第三季度，白糖一直处于下跌趋势中，价格屡创新低。下游终端消费企业抓住白糖这波下跌趋势，在 7 月和

8月两个月中陆续在SR501合约上点价买进2万吨白糖，最终均价为4700元/吨左右；在8月和9月两个月中，下游终端企业在SR505合约上陆续点价2万吨白糖，最终均价为4600元/吨左右。中粮糖业在终端消费企业点价的同时，代其在期货市场买入SR501合约累计2000手，均价4700元/吨左右；SR505合约2000手，均价4600元/吨左右。

上游糖厂这段时间里由于价格一直下跌，并没有点价卖出。到2014年四季度，白糖价格在新榨季减产预期中迎来一波剧烈的上涨行情，SR501合约从最低4163元/吨上涨至4777元/吨高位。糖厂也抓住此次上涨机会在2014年11月陆续点价卖出SR501合约2000手，均价在4800元/吨左右。2015年第一季度，糖价继续上涨。糖厂乘机在1月和2月陆续点价卖出SR505合约2000手，均价在5000元左右。中粮糖业在糖厂点价的同时，代其在期货市场卖出SR501合约累计2000手，均价4800元/吨左右；卖出SR505合约累计2000手，均价5000元/吨左右。

3、后续操作

通过点价交易，如表1所示，对于上游糖厂来说，以SR501合约为计价基础，其白糖售价为4850元/吨（点价均价+升贴水）；SR505合约为计价基础，其白糖售价为5050元/吨。如表2所示，对于下游终端消费企业来说，以SR501合约为计价基础，其白糖购买成本为4800元/吨（点价均价+升贴

水); SR505 合约为计价基础, 其购买成本为 4700 元/吨。如表 3 所示, 对于中粮糖业来说, SR501 合约为计价基础, 现货方面以 4850 元/吨向糖厂进货, 再以 4800 元/吨价格销售给下游终端消费企业, 现货亏损 50 元/吨; 期货方面, 以终端企业点价均价 4700 元/吨代其建立多头头寸, 以糖厂点价均价 4800 元/吨代其建立空头头寸, 期货盈利 100 元/吨, 总盈利 50 元/吨。SR505 合约为计价基础与之类似, 同样盈利 50 元/吨。盈利水平即是向糖厂和终端企业提供的升贴水的差别。最终, 糖厂、中粮糖业和终端企业按照表中所列价格完成现货交接, 结清尾款等。

表 1 糖厂情况

	糖厂点价均价	升贴水	销售总价
SR501 计价基础	4800	50	4850
SR505 计价基础	5000	50	5050

表 2 终端企业情况

	终端企业点价均价	升贴水	购买成本
SR501 计价基础	4700	100	4800
SR505 计价基础	4600	100	4700

表 3 中粮糖业情况

		SR501 计价基础	SR505 计价基础
现货	购买成本（糖厂售价）	4850	5050
	销售价格（终端买价）	4800	4700
	利润	-50	-350
期货	多开（终端点价）	4700	4600
	空开（糖厂点价）	4800	5000
	盈亏	100	400
总盈利	现货利润+期货盈亏	50	50

（四）中粮屯河点价交易模式优势及风险

1、中粮屯河点价交易模式优势特点

从上小节表格中可以看出，通过点价交易服务，终端消费企业、上游糖厂和中粮均受益，是一个三赢的局面。其有两大特点。

第一，通过点价交易方式，充分利用期货市场价格发现功能，开展期现货结合业务，整合行业资源，促进行业发展，巩固行业地位。对于中粮来说，其利用其在行业中优势地位，整合了行业资源，丰富了经营方式，提高了运营效率，获得了低风险的升贴水收益。

第二，给上下游企业以便利。对于终端消费企业来说，其在点价期内选择了于己有利的购买成本，提前锁定了原材

料的成本，有利于企业的生产经营。对于上游糖厂来说，其不只是提前销售了白糖，还在点价期内选择了较高的销售价格，优化了公司的销售策略，扩大了公司的销量。

2、中粮点价交易模式风险

点价交易模式中，不管是买方点价还是卖方点价，拥有点价权的一方虽然拥有在点价期内任意时候点价的权利，但是期货价格的波动具有很大的不确定性，如何选择有利的价格点价，考验着点价方对期货价格走势的判断。虽然获得了很大的便利，同时也有一定的风险，点价价格选择不佳可能会增加采购成本或者减少销售利润。

对于被点价方来说，面临着点价方的违约风险，即放弃点价或者点价后不履行现货交易合同。因此，在点价交易模式中，点价方需要向被点价方缴纳一定比例的保证金，保证金比例由双方协商确定。

总之，由于期货市场的快速发展，点价交易模式才应运而生，其不仅给企业经营发展和现货贸易带来了便利，而且使现货贸易中多方受益成为可能。当然，这也给企业的经营管理带来了新的挑战。

五、风险控制及管理机制

（一）风险点与应对手段

由于白糖期货品种价格波动相对剧烈，在进行期货交易

时，公司必然会面临较大的市场风险。此外，在进行贸易点价交易时，上下游企业的信用风险也不可避免。因此，为了规范经营，平衡风险与收益，防范重大风险事件发生，公司在集团的指导与带领下，分别针对市场风险与信用风险制定了相关的管理制度，具体内容如下：

1、市场风险

中粮屯河采用稳健经营、授权管理、分级管理、独立风控、以及口径一致的原则进行风险控制，并采用分级管理的模式，层层监督，层层风控。

为了专业、专一做好风险管理工作，公司特设有风险控制部，负责向上对接集团，向下管理下属经营单位。主要职责包括：督促下属经营单位建立授权决策机制，并进行日常监督管理；根据各下属经营单位的不同情况，负责审批套利规模指标、升贴水合同敞口指标、单边期货、单边期现货持仓限量等其他风险控制指标；制定期货保证金管理办法，建立期货资金收付流程，核批期货保证金的收付；监控和预警各项风险管理指标及异动情况并及时上报等。在实际工作中，中粮屯河严格遵循风控制度，其风险控制部认真履行风控职责，谨慎、严格防范及控制市场风险。

2、信用风险

中粮屯河采用风险收益对等原则、全过程管理原则、谨慎性原则，以及独立风控原则管理信用风险，并采用分层管

理原则。

中粮屯河特设立了信用风险管理部门，实现了前台业务部门、中台信用风险管理部门、后台财务部门的有效分离和制衡。信用风险管理部门评级和授信工作不受人为了干扰，独立客观开展。主要工作包括事前授信管理、事中风控管控以及事后逾期处理。其中，事前授信管理包括经营单位信用风险规模管理、客户和供应商资信调查管理、信用评级和授信管理、债权保障管理、信用保险投保等；事中风险管控包括针对具体客户和供应商的信用业务操作、异常信号监控、逾期账款监控，以及对各经营单位信用风险指标监控等；事后逾期处理包括逾期催收、逾期奖惩、核销坏账管理、黑名单管理、信用保险追偿等内容。为此，公司实现了信用风险全过程管理、以及独立风控等原则，将信用风险降至最低。

（二）管理机制

为了规范中粮屯河股份有限公司的白糖期货业务，防范市场风险，中粮屯河制定了规范的操作及风险控制制度，依据制度要求由公司领导牵头，成立了三个领导小组：

套期保值领导小组，负责对业务部门提出的年度套期保值方案进行审批。审批通过后，交由集团，进行核定与审批。

风险管理领导小组，从内部对套期保值资金使用情况、浮动盈亏情况、期货头寸存在的风险进行监管。

行情分析小组,负责定期或不定期进行食糖市场行情研讨分析,对全年或者重大突发行情时进行分析和策略调整,组织市场信息的收集整理和对套保完成情况进行总结分析。

六、参与期货市场的心得体会

中粮屯河在白糖期货上市不久就制定了参与期货市场的方案,是最早参与期货市场的产业客户之一。公司最早结合白糖的现货经营,应用期货市场进行套期保值操作,有效地规避了价格波动给现货经营带来的风险。随后,公司开展了期现套利和跨期套利的业务,丰富了公司的经营方式。随着期货市场的越发成熟,公司开展了期现货结合经营的点价交易模式。中粮屯河在参与期货市场中有不少心得体会,简要归纳如下:

第一,利用套期保值,有效降低企业的经营风险。在白糖供过于求,企业所持有白糖销售不畅,具有很大的贬值风险时候,在期货市场中做卖套期保值交易,有效规避了存货的贬值风险,降低了企业的经营风险。

第二,利用套利交易,丰富公司经营模式。在期货价格比现货价格升水较高时,可以在期货市场卖空,持有现货到期交割,获得期现套利收益。

第三、创新点价交易模式,服务上下游企业,提升产业链地位。公司依托自身优势,与上下游企业同时开展点价交

易服务，整合产业链资源，赚取低风险收益，提升公司在产业链中地位。

第四，期货市场已成为企业经营发展的重要业务。期货市场给企业不只提供了风险管理工具，更给企业提供了更丰富的经营方式。期现货结合的经营模式已经成为企业长期发展的主要竞争力。



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年白糖品种期现结合示范点基地

报告名称	广东广垦糖业集团有限公司“点” 基地报告
“点”基地名称	广东广垦糖业集团有限公司
辅导公司	万达期货
课题人员名单	刘永华
郑商所协调人	郭晨光
报告日期	

目录

一、集团基本情况介绍.....	22
二、企业现货经营情况及面临的风险.....	23
(一) 企业现货经营情况.....	23
(二) 企业面临的风险分析.....	23
三、企业参与期货市场的状况.....	26
(一) 制定目标.....	26
(二) 健全公司制度.....	27
四、公司套保操作案例.....	30
(一) 市场背景和公司策略.....	30
(二) 案例 1: SR1501 合约卖出保值操作.....	31
(三) 案例 2: SR1509、SR1505 合约买入保值操作..	33
(四) 案例 3: 进口糖郑盘卖出保值	35
五、企业参与期货市场经验.....	38
(一) 充分利用好期货市场, 规避价格风险.....	38
(二) 加强内部管理 严格实施计划.....	39
(三) 积极利用新工具.....	39

一、集团基本情况介绍

广东广垦糖业集团有限公司（下称“广垦糖业”）成立于 2005 年，注册资金 6.3193 亿元，总资产近 100 亿元，年总产值约 77 亿元，职工总人数约 1.3 万人，属国家农业部直属中央企业，是集农工贸一体化、产供销一条龙的现代化、低碳型大型蔗糖企业集团。经营范围包括：制糖业投资；糖等农产品及其附产品的销售；甘蔗、橡胶、茶叶、菠萝的种植及加工；乙醇的贸易经营等。集团下属全资或控股二级企业共 17 家，其中甘蔗制糖企业 12 家（含 2 家三级公司），物流公司 1 家，酒精厂 1 家，微生物有机肥 1 家，种业公司 1 家，农机公司 1 家，其它企业 2 家。

广垦糖业集团年产蔗糖量能力 60 万吨，占湛江地区总产糖量的 60%以上，占全省总产糖量的 50%以上，约占全国总产糖量的 5%以上，是广东省规模最大的糖业集团之一；年产医用和食用酒精 5 万吨，生物有机肥 3 万吨，菠萝罐头 1.3 万吨，年产茶叶 1000 多吨，年产机械设备 200 台套。

集团属下广东广垦物流发展有限公司大力发展电子商务和国际贸易，主要经营贸易糖产品、橡胶等货物及技术进出口，年营业收入达 40 亿元以上，并为公司白糖客户提供及时便捷的物流运输服务，很好的辅助了白糖销售工作。

二、企业现货经营情况及面临的风险

（一）企业现货经营情况

集团 12 家糖厂 2011/12 榨季产糖量 49.2 万吨,2012/13 榨季产糖量 48.3 万吨,2013/14 榨季产糖量 49.53 万吨。其中：广东省丰收糖业发展有限公司调丰制糖工业分公司年产能约 7 万吨，广东省华海糖业发展有限公司华丰分公司年产能约 5 万吨，湛江华资农垦糖业发展有限责任公司广丰分公司年产能约 7 万吨，湛江市金丰糖业有限公司年产能约 5 万吨，雷州市信通糖业有限公司年产能约 4 万吨，广东半岛糖业有限公司年产能约 5 万吨。公司注重产品质量和市场推广，丰收公司被评为农业部“农业产业化龙头企业”，旗下“蜂泉牌”被广东省质监局评为“广东省名牌产品”。华海糖业的“丰”牌被评为广东著名商标。华资农垦则在 2013 年新上了一条年产 20 万吨的精炼糖生产线。

集团生产的白砂糖主要销售市场分布在华北、华南、华东及沿海地区。并且，集团鼓励企业当年生产的白砂糖等各类产品当年销售完毕。

（二）企业面临的风险分析

公司作为传统的制糖企业，需要按政府定价收购上游农户种植的糖料蔗，并按时兑付蔗款，保证蔗农的收益，保护蔗农的种植积极性。同时按照销售计划，每月需要完成一定

的销售进度，而市场的价格波动并不能由公司主导，公司只能作为市场价格的被动接受者。在市场给定的价格下，下游的采购量收到预期、季节性等影响，销量也呈现较大的波动性。此外，市场上还充斥着进口糖、淀粉糖等替代产品，它们的价格受到国际市场和玉米及淀粉市场的影响，进口糖和替代品主动降价以争夺市场占有率，容易对国内食糖市场造成冲击。

1、糖料定价风险

2014/15 榨季广东甘蔗定价由省级政府确定，一般在当年的 11 月份甚至第二年的 1 月份才确定甘蔗收购价。糖厂制糖成本面临政策风险。一旦甘蔗价格制定的较高，按照 9 吨甘蔗生产 1 吨糖的经验粗略计算，糖料蔗收购价格每增加 10 元，制糖成本会有上百元的抬高。此外，由于各省的糖料定价分别制定，不同地区的制糖成本会有所差异，个别省份还启动了糖料市场定价试点，即政府不再参与糖料定价而由制糖企业自主决定，这些情况造成了不同地区、不同企业间的制糖成本不同，公司面临的竞争日益差异化。

最后，榨季初期，公司需要集中兑付蔗款，往往有比较迫切的销售压力，但市场消费能力相对稳定，加之新旧榨季交替，陈糖仍旧在市场销售，新糖陈糖成本基于不同的甘蔗定价，成本上存在差异。因此，这些情况造成了公司在原料

端面临较大的不确定风险。

2、国内白糖价格波动的风险

2011年以来，白糖连续经历了四年熊市，价格从最高的7500元/吨左右跌到2014年10月的4000元/吨以下，糖价几乎腰斩，过去白糖价格三年涨三年跌的规律不再明显。白糖市场巨大的波动性，造成每个榨季几乎都有20%左右的价格波动。

公司作为白糖生产和销售企业，以及白糖本身季产年销的行业特征，决定了企业必然在三四月份形成库存高峰，而在八九月份必须逐步清理库存。巨大的库存存量在白糖价格发生下跌时，潜在的货值变动巨大。而在榨季后期，由于公司库存比较薄弱，如果下游客户集中采购，公司可能不能满足对方的采购量，从而造成客户流失风险。因此，库存动态管理，在市场价格波动20%的常态背景下，极大考验公司的风险管控能力。

3、进口糖和淀粉糖冲击风险

我国食糖市场呈现“以国产糖为主，进口糖为辅”的结构，以玉米为原料的淀粉糖与白糖也有替代效应。由于国内外市场的巨大价差，配额外进口利润一度达到1500元/吨，进口食糖的数量对现货市场影响很大，对公司经营也形成外

部约束。同时,饮料行业普遍使用 F55 的果葡糖浆进行兑换,玉米收储政策和托市价格在 2015 年发生调整,玉米收购价格大幅下跌,会刺激下游企业改用淀粉糖替代白糖。

因此,公司领导层在现货贸易和金融风险对冲市场上给予高度重视,充分利用白糖期货来管理公司库存风险,以保证公司持续长久的稳定经营。

三、企业参与期货市场的状况

2006 年白糖期货上市以来,公司高度重视,在人员储备、资金调拨、内部管理等多个方面加强管理,从最初少量参与,到把期货市场作为企业经营管理的有力工具,常态化利用期货工具服务于企业的生产经营和风险对冲,逐步积累了丰富的经验。尤其是最近几个榨季以来,白糖熊市特征明显,公司利用期货市场做卖出套期保值,部分对冲了现货市场的下跌风险。2014/15 榨季,白糖市场出现熊牛转换迹象,公司更是充分利用现货市场信号和期货工具,灵活操作,积极参与期货市场。

(一) 制定目标

为规避上述提到公司面临的三个主要风险,公司分别针对不同的市场制定了相应的目标。在糖料蔗定价前,积极向组织调研的政府相关机构提出糖料蔗收购建议价格,并主动

了解可能的收购区间，据此核算本公司制糖成本区间，为利用成本加成法在期货盘面卖出保值测算最低入场价位。其次，根据公司的销售计划表和白糖估产预期，结合公司现货销售进度，在现货销售困难时，将期货市场作为一个销售渠道。最后，关注国际糖进口成本和淀粉糖替代成本，对纽约原糖市场和国内淀粉及玉米市场加强监测，在内外价差或替代品价差过于异常时，及时调整销售策略

（二）健全公司制度

1、内控制度

公司内控制度主要解决期货业务授权和管理问题。授权分为交易授权和资金调拨授权两方面，被授权人分别由不同的人员担当。交易被授权人工作主要涉及已制定好的套保策略的具体下单行为和下单回馈汇报。资金调拨被授权人主要涉及期货账户具体的出入金行为、已制定好套保策略的风险把控和保持与相应的期货公司、交易所的沟通协调工作。

2、财务和风险管理制

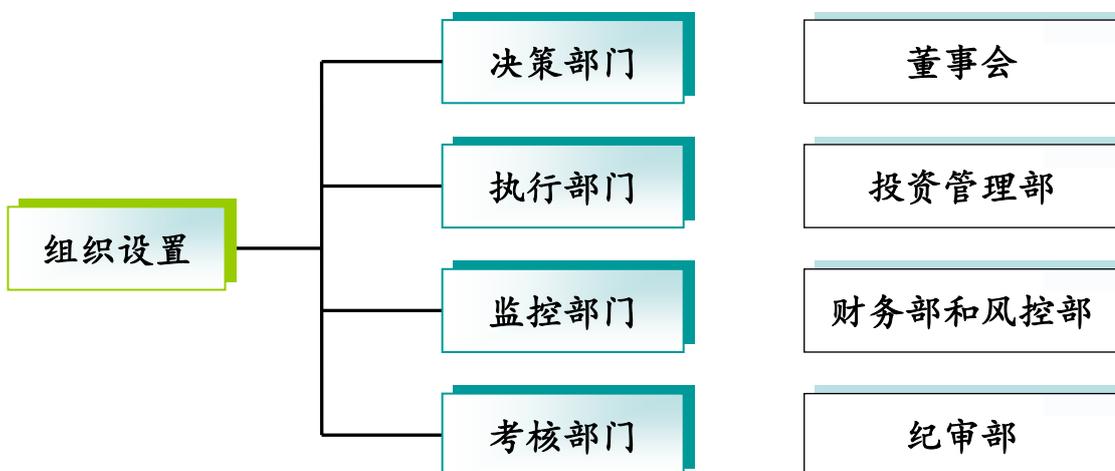
公司财务和风险管理制度的设立主要是为了确保期货套保资金在不同账户间的合理调配、确保资金安全和来源的合法性，监督期货账户内的资金、持仓情况、结算盈

亏状况、保证金使用状况等，并定期向财务主管和公司领导报告。

3、策略决策机制

本集团实行董事会领导下的总经理负责制。根据《中华人民共和国公司法》及本公司章程规定，股东会为本公司最高权力机构，各股东按照出资比例行使表决权；下设以下部门：办公室、人力资源和企业管理部、财务部、销售部、生产技术部、项目投资管理部、人事政工纪审部。

公司策略决策机制由董事会的领导构成，并交由公司经营班子监督执行。中层各部门主要领导相互交流沟通，汇集国内外市场各方面信息并汇总至公司董事会，由董事会形成套保策略决议，投资管理部负责实施，财务部门负责风控，实施完毕后由纪审部对整个流程进行考核。具体工作流程简化如下：



（1）市场研判

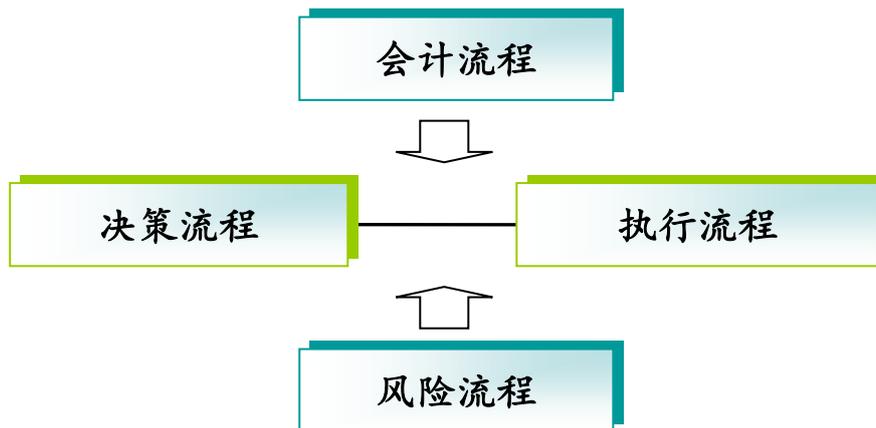
市场研判是套保策略的核心，关系着套保效果的好坏和成功与否。在具体的研判过程中，公司董事会根据公司现货经营的各方面信息、期货市场运行状况、国内外糖市的供需格局对糖价后市的运行方向和空间形成判断，然后决定是否采取套期保值的操作。

（2）制定套保方案

一旦董事会通过套保决议，公司经营班子将会根据公司当前的具体经营情况和实物库存情况制定分步套保规模以及在具体的期货合约价格上进场、出场、加仓、减仓等详细操作计划。计划制定完成经董事审核批准，再交由销售部门实施。

（3）注重过程监控

套保方案进入具体实施过程将由相应的财务和风险管理进行全程风险把控，交易下单人员严格执行套保策略方案，若发生任何的突发情况导致资金风险敞口和套保策略方案无法按计划实施，需立刻向公司经营班子和董事会报告并制定应急处理方案。



四、公司套保操作案例

(一) 市场背景和公司策略

2014年9月底，2013/14榨季结束，由于该榨季国家没有收储，改为企业自储、政府贴息的方式。榨季末全国工业结转库存高达190万吨，加上加工糖库存，全国制糖企业库存接近300万吨。公司判断这将会直接影响12月-次年1月的销售情况。至于10-11月份，由于陈糖库存偏高，新榨季产量预计下滑，各个制糖企业普遍推迟开榨，预计10月-11月份新糖较少，制糖企业以消化陈糖库存为主。

2014年11月份，糖业协会组织加工糖企业举行座谈会，会上对2015年的进口总量作出行业自律，配额外进口控制在190万吨以内，此前几个榨季困扰制糖行业的无序进口有望得到根本遏制。

2015年3月，主要产糖省份产量基本明朗，广东产量不

足 80 万吨，较上一年度的 118 万吨，减少了近 1/3。第一产糖大省广西，产业预计只有 630 万吨左右，较上一年度的 856 万吨减少了 1/4。

基于以上情况，公司判断白糖在榨季后期销售或出现一定的供给不足情况，而 12 月份前后，由于 2013/14 榨季的结转陈糖大大高于往年，可能出现销售不畅的局面。同时，公司 2013/14 榨季成本高，糖价低，资金较为困难，为应对开榨初期的资金需求，公司也需要在盘面销售或注册仓单，以回笼资金。而 2015 年下半年预计食糖将阶段性供求偏紧，可以在 5 月和 9 月合约建立虚拟库存。此外，公司还获得了部分配额内、外进口原糖的资格，鉴于内外糖差的不确定性，公司决定原糖炼化后在郑糖盘面部分卖出保值。

（二）案例 1：SR1501 合约卖出保值操作

2014 年 12 月中旬前后，尽管现货市场价格低迷，湛江白糖价格仅 4300 元/吨左右，公司新糖上市较少，但兑付蔗款压力较大，各集团普遍有卖出青苗糖抵押借款的情况发生，为回笼资金，甚至低于成本在销售。公司担心这一局面持续时间较长，决定在盘面 1501 合约 4500 元以上进行一定数量的卖出保值。12 月 10 日以后，期货盘面 1501 合约价格不断攀高接近 4800 元/吨。

根据期货市场出现的明显高于现货价格的情况，公司果

断决定积极寻找库容，组织生产，在满足客户正常需求的情况下，将多余的白糖交割入库，生成仓单，同时在盘面上根据白糖入库预报并生成仓单的情况，不断进行卖出保值。

2014年12月5日开始逐渐根据新榨季的产糖在1503合约在4500元/吨左右卖出白糖30手，后期逐渐建仓至300手，充分利用了期货盘面价格高出现货价格的机会，提高了销售均价。

表 1：1501 合约卖出保值操作（单位：吨、元/吨）

时间	卖出开仓数量	卖出开仓价格	累计建仓均价	平仓均价(交割结算价)	平仓盈亏
12月5日	300	4500	4500		
12月12日	800	4650	4609		
12月19日	1400	4850	4744		
12月23日	500	4700	4737		
合计/均价	3000		4737	4814	-23.1万

后续操作：公司以4737元/吨均价，注册3000吨仓单，收益明显高于当时现货价格4300-4500元/吨的水平，平均销售均价提高了约350元/吨。后期进入1月份交割月之后，1501合约长期维持在4850元/吨左右，最终交割结算价格4814元/吨，高于公司的建仓价格77元/吨，由此造成结算日盘面浮亏23.1万元（最终持有仓单交货，不产生实际亏损）。

由于仓单入库时间比较紧迫，公司组织现货入库、码垛和送检等都比较紧张。由于公司与交割库平时就有一定数量的仓储合作协议，才能够顺利入库交割。最终公司以交割完成卖出保值，拿到货款。

（三）案例 2：SR1509、SR1505 合约买入保值操作

2014 年按照往年 9 月份订单预期和需求高峰的白糖价格上涨，在 1509 合约在 4640 元/吨左右买入白糖 100 手，后面逐步买入建仓至 350 手，后续买入套保价格在 4700-4800 元/吨的区间。在 2015 年 2 月 13 日，考虑到临近春节，而且利润比较可观，为规避节假日市场风险，公司决定对 1509 合约在 5200 元/吨附近进行平仓操作，锁定利润，同时在现货市场控制销量，留出榨季后期的合理库存。

表 2：SR1509 合约买入保值操作（单位：吨、元/吨）

日期	买入开仓数量	买入开仓均价	累计开仓均价	卖出平仓数量	平仓均价	平仓盈亏
12 月 22 日	1000	4640	4640			
12 月 30 日	1000	4700	4670			
1 月 7 日	1000	4780	4706			
1 月 15 日	500	4830	4724			
2 月 13 日				3500	5200	
合计/均价	3500		4724	3500	5200	166.6 万

此外，公司还从 2015 年 1 月 12 日开始，对接到的 5 月份订单进行买入保值，对 1505 合约在 4680 元/吨左右买入 100 手操作，并利用仓单进行一些期现结合业务的操作实践，熟悉更多的新业务流程。

表 3：SR1505 合约买入保值操作（单位：吨、元/吨）

日期	买入开仓数量	买入开仓均价	累计开仓均价	卖出开仓数量	平仓均价	平仓盈亏
1 月 12 日	1000	4680	4680			
2 月 12 日				1000	5100	
合计/均价	1000		4680	1000	5100	42 万

后续操作：期转现操作，盘面平仓后，拿到卖方仓单，然后充分利用仓单资源，进行抵押，从期货公司的现货风险管理子公司处，进行仓单质押后赎回业务。

公司在 2015 年 2 月，通过期转现业务，从持有仓单的 1505 合约卖方手中，拿到 1000 吨仓单，协议平仓价格 5100 元/吨（见表 3）。春节过后的 3 月初，公司将这 1000 吨仓单转手质押给期货公司的现货风险管理子公司，质押价格按 5000 元/吨，质押率 80%，公司拿到 400 万元贷款，同时在质押期内给付对方一定的利息。

到 5 月初，即质押两个月后，此时糖价已经上涨到 5500 元/吨左右，公司与期货公司现货风险管理子公司协商，按照盘面价格减去少量贴水的形式，将仓单卖断给风险管理子

公司，获取了近 400 元/吨的收益。当然也付出了一定的仓储和利息成本，约 100 元/吨左右，最终仓单业务净收益约为 300 元/吨，加上盘面协议平仓时的近 400 元/吨的盈利，此次操作每吨盈利约 700 元（含税），很好的达到了买入套期保值并利用转换的仓单进行融资的目标，在三四月份公司兑付蔗款最为集中的时刻，换取了宝贵的现金流，用于兑付蔗款。

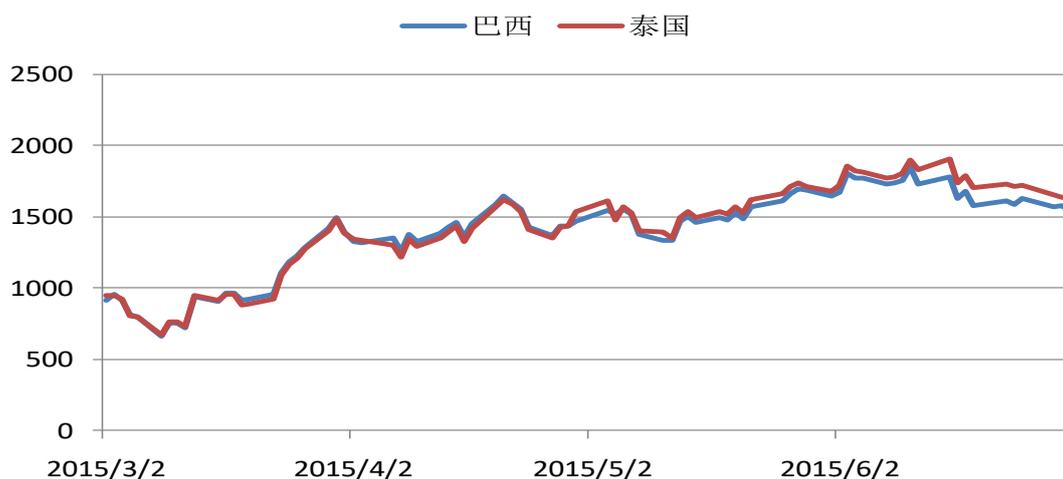


（四）案例 3：进口糖郑盘卖出保值

2014/15 榨季，国家对进口糖实施自动进口许可制度，在配额发放上，不仅严格配额内分配制度，对配额外进口也实施了行业自律制度。农垦糖业按照进口实际，不仅有一定的配额内进口额度，而且也有少量配额外自律进口额度。公司决定将配额内外指标合并拼船，从泰国买入原糖后，在农垦系统的原糖精炼厂进行加工，然后生成仓单，注册入库，同时在盘面进行卖出保值。由于榨季后期，南方合乎交割标准的糖源已经非常有限，公司这批精炼糖生成仓单后，市场

认可度较高。公司有底气在盘面进行卖出保值，并根据交割前的市场价格变化，再相机抉择是进行平仓、期转现或者是参与交割。

图 4：SR1509 合约配额外进口糖利润可观（单位：元/吨）



2015年3月份，公司通过国际知名贸易商，向泰国原糖出口企业采购原糖，订单量约1万吨，船期定于5月份。六月份，泰国原糖到达南方指定港口，并转运至公司指定的系统内原糖加工厂进行加工精炼。生产周期约半个月，六月底该批精炼糖开始投放现货市场销售。

从6月中旬开始，此前盘整了近两个月的糖价无法突破5600元/吨，期货市场开始下跌，公司经过成本核算，认为5月船期的泰糖成本在4000-4200元区间，公司在郑盘9月合约5200元以上抛售仍有1000元的利润空间，而当时的湛江现货价格开始从5500元下滑到5400元，公司1万吨精炼糖除了七八千吨的现货销售外，为防范后期价格持续下跌，

公司决定在 9 月合约进行卖出保值 2000 吨。

表 5：加工糖卖出套保策略执行情况（单位：吨，元/吨）

日期	卖出开仓数量	卖出开仓价格	累计建仓均价	平仓均价(交割结算价)	平仓盈亏
6 月 16 日	500	5400	5400		
6 月 18 日	800	5300	5338		
6 月 29 日	500	5450	5369		
7 月 3 日	200	5350	5367.5		
合计/均价	2000		5367.5	5043	64.8 万

公司在 9 月合约以 5367 元/吨的均价进行盘面销售 2000 吨之后，锁定了 20%的销售量，同时在现货市场将加工糖销售给老客户，从 7 月开始，湛江现货价格从 5300 元/吨左右一直跌到 8 月下旬的 5000 元/吨左右。公司在盘面销售的 5367 元/吨的均价已经明显高于现货均价约 200 元/吨，较好的完成了卖出套期保值的策略。

进入 9 月交割月，盘面价格已经维持在 5000 元/吨左右，公司期货账户浮赢超过 60 万元，如果持有至交割将无法享有该账面浮赢。公司通过期货公司寻找期转现买家，由于盘面价格低于广西和广东的现货价格，公司预报的仓单被众多希望购买仓单的企业积极关注。公司比较顺利的与下游买家（盘面有多单持仓）达成期转现协议，预报仓单注册成功后，该客户抢先注销，提取注销的白糖仓单后再转到现货市场销售，充分利用了郑商所白糖通用仓单特性，获得几十万元的现货利润。

对于广垦糖业公司而言，通过提前卖出保值，不仅锁定了利润，以高于现货均价的价格完成仓单销售，还在交割时以较低的期转现协议价格开出增值税发票，减少了税收负担，间接增加了企业利润，一举多得。

五、企业参与期货市场经验

公司作为传统的国有企业，在利用期货工具辅助生产经营过程中，尽管参与数量不算太大，但在良好的内部决策执行管控和相对准确的市场分析后，仍然取得了较好的效果，主要积累了下述一些经验。

（一）充分利用好期货市场，规避价格风险

公司的盘面操作要服务于企业的生产经营实际，不管在盘面上卖出还是买入，都是基于公司在不同时间段对资金流量的需要和满足下游客户需求的实际，而不是进行投机性交易。

库存管理是公司价值管理的核心，在基本稳定的销售进度计划之外，市场还存在销售价格和销售数量不匹配的情况，榨季初销售价格偏低，市场销量偏高，2015年五六月份市场价格可观，但销量清淡，公司巨大的库存面临贬值风险，同时盘面不同合约之间的价差、公司进口糖成本和盘面之间的价差，都为企业进行动态库存管理提供了空间。作为生产企

业，公司对现货销售冷暖和期现价差、月间价差都比较敏感，本身有利用不同价差进行库存管控的动力和优势。在制定目标后，积极参与交割，不轻易进行盘面平仓。保持了参与期货市场的目的执行有效性。

（二）加强内部管理，严格实施计划

公司严格的内部管理制度是成功运用期货工具的基础。作为老牌国企，除了上述成功的案例外，也有一些操作策略，因为没有达到董事会设定的操作条件而未能执行。而上述这些具体运用的案例，在执行过程中也经历了资金保证、少量获利后是否平仓等具体分歧，公司董事会要求参与部门严格按计划行事，最终保证了套保效益的最大化，最终看来，虽然参与数量不大，但单一策略的获利程度并不低。除了行情配合外，公司各部门坚决按董事会计划执行也是重要的经验。

（三）积极利用新工具

随着期货公司风险管理业务的开展，公司在传统简单的买入、卖出套期保值业务之外，积极尝试仓单交易、质押、卖断等新业务模式，做到“一鱼多吃”，一次套保，多次利用，但万变不离其宗，目的都是服务好公司生产经营，在资金流、库容使用和仓单价值最大化方面，充分利用公司与仓储单位、风险管理子公司的良好业务关系，不断学习使用期货市场新工具，实现经营工具多样化。



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年白糖品种期现结合示范点基地

报告名称	广东金岭糖业集团套保案例分析
“点”基地名称	广东金岭糖业集团有限公司
辅导公司	华泰期货有限公司
课题人员名单	郭立恒
郑商所协调人	郭晨光
报告日期	2015-06-15

目录

一、公司简介.....	42
二、套期保值概要.....	233
(一) 套期保值的涵义.....	43
(二) 套期保值的原理.....	43
(三) 套期保值的四大原则.....	44
三、进行套期保值的必要性与可行性.....	44
(一) 套期保值的目的.....	44
(二) 糖企套保的可行性:白糖期现货价格关联度高.....	45
(三) 糖企套保的必要性:在牛市周期的大环境下仍需居安思危.....	46
(四) 开展卖出套保的综合分析.....	426
四、套期保值操作计划制定及实施.....	49
(一) 第二季度是做空白糖期货的时机.....	49
(二) 从制度上建立风险管理控制系统.....	50
(三) 确定建仓数量和选择专业期货公司.....	50
(四) 入市合约、套保数量、介入时间.....	51
(五) 套期保值资金调拨及计算.....	51
五、糖企套保的经验心得.....	55
六、糖企套保的建议.....	57

一、公司简介

广东金岭糖业集团有限公司是一间以制糖业为主的多元化集团公司，是农业产业化国家重点龙头企业。集团下属湛江金海糖业有限公司、湛江金路糖业有限公司、湛江糖库储运有限公司、湛江市湛港食品有限公司、湛江金海酒店等 8 家企业。其中，湛江糖库储运有限公司还是郑州商品交易所白糖指定交割仓库和国家食糖储备仓指定单位。公司员工人数 3000 多人，企业总资产 15 亿元，年生产加工食糖 60 万吨，仓储能力 50 万吨。主导产品有“甘岭”牌白砂糖、绵白糖、精制砂糖和赤砂糖，以及“双七”牌和“寸金”牌乳胶手套。食糖产品畅销全国各地并出口创汇。

该公司实行“公司+基地+基层组织+农户”经营模式，坚持以人为本的经营思想，经营环境和谐优良，管理规范，产品质量优良，企业文化先进。公司通过了 ISO9001:2000 国际质量管理体系认证，自有甘蔗种植基地 10000 亩；公司生产的“甘岭”牌蔗糖产品被评为“中国名牌产品”、“广东省名牌产品”，并通过国家绿色食品认证，“甘岭”牌注册商标被认定为“中国驰名商标”，产品多年荣获国家糖业质量监督检验中心“产品质量优良奖”；公司是广东省农业龙头企业、农业产业化国家重点龙头企业、全国农产品加工示范企业、国家级“双高”甘蔗良种示范基地；多年来被湛江市委、市政府评为优秀民营企业、文明单位和重合同守信用企

业；多年被中国农业银行广东省分行评为“AA+”级信用企业——黄金客户。就品牌效应、生产规模、地理环境等方面而言，公司在广东制糖行业中具有领先的行业优势。

二、套期保值概要

（一）套期保值的涵义

套期保值指的是以规避现货价格风险为目的的期货交易行为，是生产经营者通过期货市场规避风险的主要方式。具体而言，生产经营者将期货合约作为将来在现货市场上买卖商品的临时替代物，利用期货市场对其现在买进准备以后售出商品或对将来需要买进商品的价格进行保险。

（二）套期保值的原理

- 1、同种商品的期货价格走势与现货价格走势基本一致。
- 2、现货市场与期货市场的价格随期货合约到期日的临近，两者将趋于一致——期货交易的交割制度，保证了期现价格随期货合约到期日的临近而回归。
- 3、套期保值是用较小的基差变动风险替代了较大的现货价格波动风险。基差是指现货价格与期货价格之间的价差。期货价格和现货价格的变动从方向上来说基本是一致的，但幅度并非一致，即基差的数值并不是恒定的。
- 4、通过套保操作能避免由于单边判断失误而造成的巨大损失，以极小的风险锁定既定的赢利。

（三）套期保值的四大原则

根据上述理论，参与套期保值的贸易商必须遵循一些基本操作原则：期现货种类相同或相关，数量相等或相当，月份相同或相近，交易方向相反。忽略其中任何一条原则都有可能影响套期保值的效果。

三、进行套期保值的必要性与可行性

（一）套期保值的目的

2015年上半年，白糖价格呈现整体上涨态势，但也出现了若干次大幅回调，价格波动给制糖企业的生产经营带来了巨大风险。广大白糖企业迫切需要寻找一种工具来规避其面临的价格风险，这个工具就是期货市场的套期保值交易。而套期保值的主要作用，就是帮助企业规避库存、订单（远期买卖）等由成本、库存以及产品的价格波动所带来的风险。

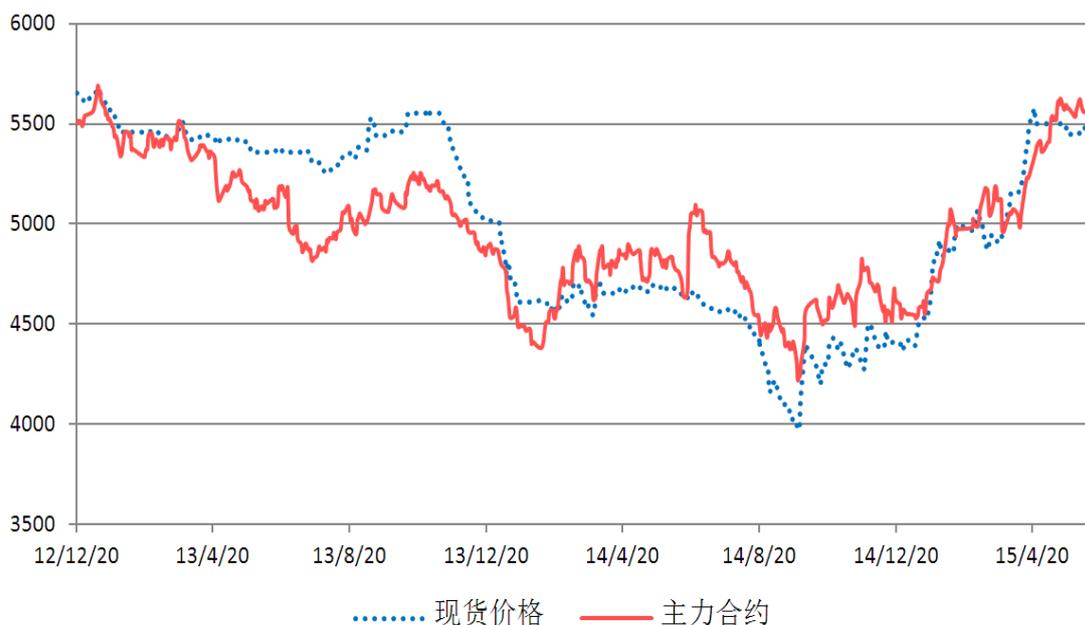
图 1：2015 年上半年期货价格走势



（二）糖企套保的可行性：白糖期现货价格关联度高

在传统的期货理论中，由于受共同因素的影响和制约，某一商品的现货和期货价格的变动方向是一致的。现货商品供不应求时，导致实际商品现货价格上涨，相关的期货价格亦随之上涨，反之亦然。如果两者价差很大，就会有套利资金入市，进而使两者的价差缩小。那么白糖现货与期货价格的实际关联度如何呢？

图 2：国内期货价格、现货价格走势图



从数据统计结果来看，柳州白糖现货价与郑州商品交易所的白糖期货价保持较高的正相关性（相关系数高达 0.948）。较高的正相关性说明白糖的期货价与现货价是有较强的趋同性的，这对现货企业进入期货市场进行套期保值是十分有利的，糖企的套期保值操作是可行的。

（三）糖企套保的必要性：在牛市周期的大环境下仍需居安思危

2015年上半年，国内供求呈现紧平衡态势。14/15榨季已处于减产周期，本榨季产量已经基本确定为1100万吨左右，但进口仍是最大的不确定性因素。综合196.4万吨的配额内进口量和190万吨的行业自律约定配额外进口量，预计本榨季进口量在380万吨左右。考虑到国家进口管控力度较大，而且短时间内不会放松，因此实际进口量很有可能仅为300万吨，由此可以计算出14/15榨季的期末库存约为65万吨，国内供应呈现紧平衡状态。与此同时，国际食糖供求也将出现较大的供需缺口。由此，我们认为白糖已经进入牛市大周期。尽管我们认为白糖已经进入牛市大周期，但目前国内市场仍然面临较大不确定性，即进口。

进口因素是国内糖市最大的风险点。通常情况下，决定国内食糖进口量的主要因素包括：一是进口盈利水平，进口盈利越多，进口量往往越大。二是当年产销缺口，如果产大于销，供过于求，进口量通常都很少，即便进口盈利较高。反之若产量不够销售，当年产销缺口越大，进口量往往就越大，此时内盘对外盘的依存度就高，长期的联动性也更强（短期未必）。三是进口配额和结构，正常情况下，国家每年194万吨的进口配额，大部分掌握在中粮集团和中国糖业酒类集团公司等国企手中，一定程度上体现国家的调控意愿。但就

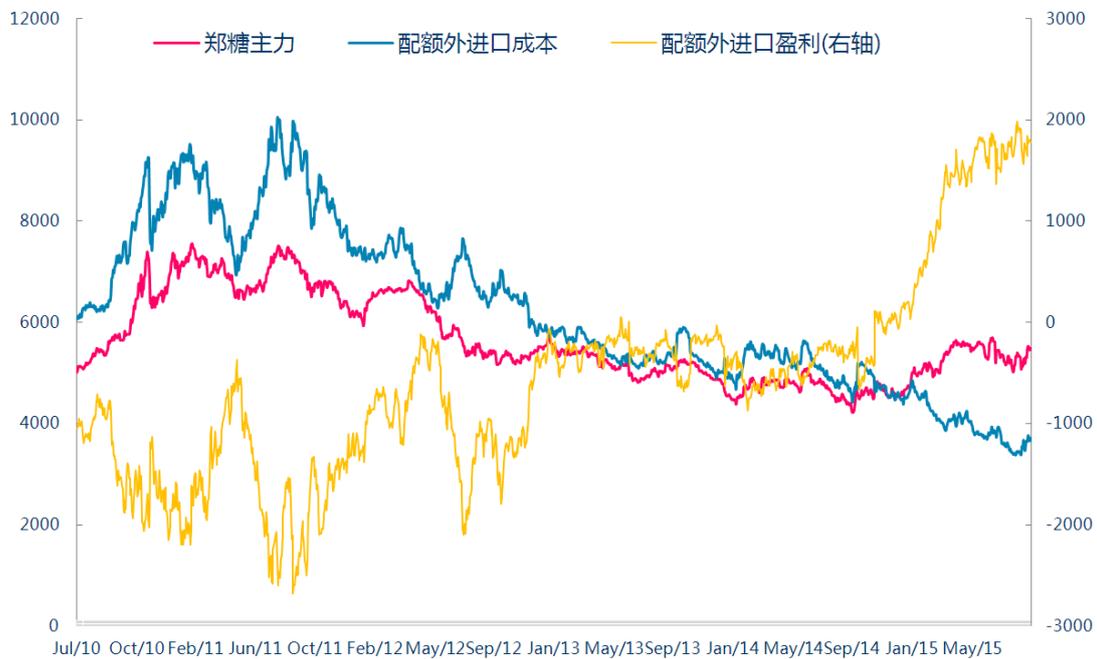
近两年我国的实际情况来看，以日照凌云海集团为代表的进口加工企业在国内市场的话语权不断提高，由于山东及周边省份的原糖加工产能增长迅速，甚至形成了传统三大产区（广西，云南和广东）之外的一大伪产区（沿海原糖加工产能主要所在地），有效制衡了产区对价格的控制力度。

但是今年情况发生了变化，由于甘蔗收购价的连年下降，农民种植甘蔗的收益越来越差，糖价连续下跌，导致糖厂生存困难，糖企资金情况不佳，拖欠甘蔗款现象时有发生。为了保护我国蔗农和制糖企业的利益，有关部门规定本榨季配额外进口需要申领配额外进口许可证。国家对此证的发放基本是按照糖协提出的“有序、按需”原则。国家对进口的管控也取得了明显效果，从整个榨季的情况来看，14/15榨季截至2月底我国累计进口糖158.76万吨，同比减少48.51万吨，减幅23.4%。

然而，在国内外糖价的巨大差额面前，进口管控效果仍然是最大的不确定性因素和市场关注的焦点。根据13美分/磅的原糖价格测算，配额内进口成本为3199元，配额外进口成本为4097元，配额内进口盈利2221元，配额外进口盈利高达1323元，甚至1500元。事实上，受内外巨大价差驱动，已经有相当一部分贸易公司及投资公司准备开展进口贸易业务。进口管控题材对郑糖价格走势有着至关重要的影响。一旦市场出现大量进口的传闻及心理预期，郑糖就会出现大

幅下跌。譬如 3 月 9 日传言国家批准了 80 家企业进口白糖的消息，导致郑糖盘中跌停。一旦有进口被限制的消息，郑糖就会大幅上涨。例如，3 月 24 日上海政府表决定停止接收新的进口申请，该消息导致郑糖多个合约涨停。因此，虽然有关部门及协会一再表示将对进口持续进行管制，但糖企需要有居安思危的意识。

图 3：配额外进口成本与盈利走势



(四) 开展卖出套保的综合分析

由于年内食糖市场仍存在牛市局面下大幅回调的可能，制糖企业开展卖出套期保值具有很强的必要性。同时，白糖期货市场较高的流动性和期现价格一致性，也为相关企业开展卖出套期保值提供了可行性。相关操作宜尽快进行，否则时机将会稍纵即逝。倘若不采用期货市场套期保值功能对现货销售进行价格保护，基于现货商普遍存在的买涨不买跌的

销售心理，一旦现货价格出现下跌，现货商将采取观望态度，势必造成食糖现货销售困难，继而出现越跌越卖不出去的恶性循环。因此，通过期货市场进行卖出套期保值来对现货销售进行保护是必要且可行的。

四、套期保值操作计划制定及实施

在期货市场卖出套期保值操作是指在合适的价格上逢高建立空头头寸，同时现货市场采取顺价或略低于市场价等量销售的策略，即现货销售多少数量则在期货上平掉等量的数量。

（一）第二季度是做空白糖期货的时机

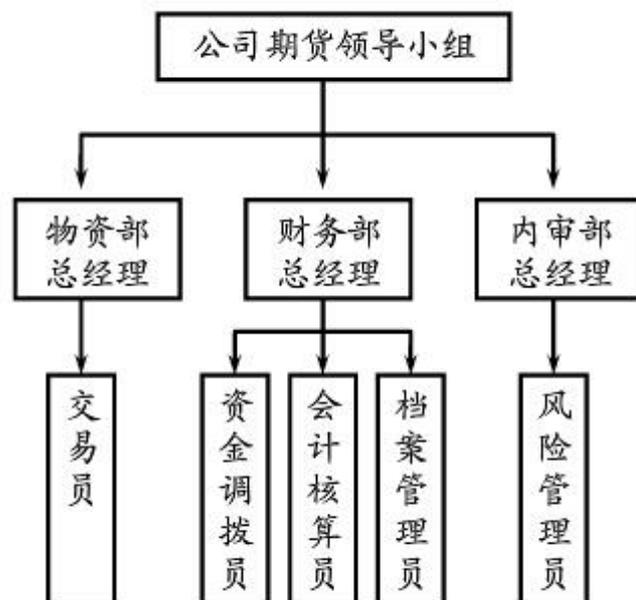
从前面几个榨季的季节性销售规律来看，一般以一季度销售量最大，通常超过全年销量的 30%，二季度和三季度销量接近，二季度占四分之一左右，三季度也非常接近四分之一的水平，而四季度则是新糖销售量最少的季度，但这个季度往往要消化一些老糖库存，因此总的销售量通常并不明显少于一至三季度。而从供应规律来看，新糖大量上市、供应量最大的时间无疑是第二季度，这个时间段通常产销率也是最低的，加个上行的压力最大。而三季度就进入了纯销售期，食糖库存随着消费进行不断减少，该时间段消费情况是影响行情发展的关键因素。到了四季度，由于糖的供应量是最少的，反而库存水平是最低的，甚至可能青黄不接。因此按照

统计规律来看，三月份后，二季度期间糖价最容易走弱，因为这个季度内是不可能缺货的，除非出现跌破成本价后的重要的产量转折情形。因此，从季节性规律的角度来看，第二季度正是做空白糖的时机。

（二）从制度上建立风险管理控制系统

采用“两类三级”的风险管理结构。“两类”指外部风险与内部风险，“三级”是指风险管理工作的机构设置分为三个层级，即公司期货领导小组为第一级，物资部、财务部和内审部为第二级，风控小组和交易小组为第三级。

图 4：金岭糖业期货风险管理结构



（三）确定建仓数量和选择专业期货公司

广东金岭糖业集团有限公司参与期货市场较早，对如何利用期货市场套期保值功能配套食糖进行销售的经营理念理解较深，而华泰长城期货有限公司多年来精心开拓白糖品

种市场，行业地位首屈一指，且湛江营业部更是白糖品种经营标兵。因此，广东金岭糖业集团多年来与华泰长城期货湛江营业部保持着密切的业务联系，并且在我部的辅助及指导下建立起一套完整的期货交易组织结构体系。

（四）入市合约、套保数量、介入时间

首先是合约选择问题。综合多种因素考虑，我们选择近月的 SR1509 合约。选择该合约能够避免了远月合约巨幅波动的风险。由于远期的不确定因素更多、投机性更强，波动幅度偏大，暴涨暴跌的概率较大，不利于套保过程中的风险控制。

其次是套保数量问题。在长期牛市的格局下，我们认为套保量应该控制在可销售食糖量的 20%以下，而按照食糖市场的一般规律，每年的 5 月至 8 月这段时间将会是食糖销售的淡季，因此，我们参照上一年的销售数据设定套保量为 20000 吨。

最后是介入时间与点位选择问题。4 月中旬，SR1509 价格已经上升到接近前一历史高点 5570 元（2014 年 7 月）的位置，而经过研究分析，我们判断第二季度食糖期货价格的高点为 5650 左右，因此卖出套期保值操作亦应相应进行，经期货领导小组研究决定，此次套期保值介入时间预计为 4 月中下旬，并与现货销售同步进行。

（五）套期保值资金调拨及计算

1、资金准备情况

入市资金（以 5600 元/吨计算）： $2000 \text{ 手} \times 10 \text{ 吨/手} \times 5600 \text{ 元/吨} \times 9\% = 1008 \text{（万元）}$

护盘资金（在天气炒作等极端市场情况下，判断 5900 元为顶部，则每手需要准备 $5900 \text{ 元} - 5600 \text{ 元} = 300 \text{ 元}$ 资金应对）： $2000 \text{ 手} \times 10 \text{ 吨/手} \times 300 \text{ 元} = 600 \text{（万元）}$

套保成本：交易手续费 10 元/1 手，双边交易共需 $2000 \times 10 \times 2 = 4 \text{ 万元}$ 。企业保证金的成本按照贷款融资的方式计算，银行年利率为 5.3%，假设平均持有 3 个月，则保证金占用成本为 $1520 \times 5.3\% \times 3/12 \approx 20 \text{ 万元}$ ，合计套保成本为 24 万元，每吨糖套保成本折算结果为 12 元。

此次套保所动用的资金为 1632 万元。相对于现货 2 万吨折合 1.09 亿元的资金，套期保值所动用的资金金额相对很小。

2、操作实施情况

经期货领导小组研究讨论通过《金岭糖业 2015 年卖出套期保值操作方案》。2015 年 4 月 15 日到位资金 1100 万元。按照套期保值操作方案，操作分二期进行，第一期建仓 1000 手（对应现货 1 万吨）；第二期建仓 1000 手（对应现货 1 万吨），共计 2000 手（对应现货 2 万吨）。

2015 年 4 月 17 日，郑糖 SR1509 价格上涨至阶段性新高 5633 元，而此时现货价格 5450 元，套期保值时机已经显现。

因此，期货领导小组做出可以进行第一期卖出套期保值操作的决定，指令下达人向操作团队发出 5600 元以上建立空头头寸 1000 手的指令，经结算显示第一期建仓成本为 5605 元，占用资金 504.45 万元，尚有可用资金 1127.55 万元。

2015 年 5 月 20 日，郑糖 SR1509 放量深跌，跌至 5422 元（现货价格 5550 元），按照金字塔盈利加仓原则，指令下达人刘总再次发出建仓指令，5450 元建立空头头寸 1000 手，占用资金 490.5 万元。两期共占用资金： $504.45+490.5=994.95$ （万元），总均价 5527.5 元。

此时，尚有可用资金 637.05 万元。

2015 年 6 月 4 日，SR1509 止跌反弹至 5617 元，完全站上了 5 日均线，为规避风险总经理于第二天下达减仓指令，5590 元止损 1000 手，浮亏 62.5 万元，持仓比例降至 50%。

2015 年 6 月 19 日，SR1509 再次跌穿均线价 5308（现货 5400，现货对期货升水 92 元），下跌趋势形成，期货领导小组决定回补空头头寸 1000 手，建仓价格 5280，总平均价格：5403.75 元（中间曾经止损亏损 62.5 万元，出现利润断层）。至此二期卖出套期保值操作已经再次建仓完毕。

2015 年 6 月 29 日，SR1509 反弹至 5448 元，且 MACD 勾出金叉，故在 5400 进行平空单 500 手，同时销售现货 5000 吨操作，现货销售价格为 5600 元。

2015 年 7 月 10 日，系统性风险造成大跌后迎来报复性

反弹,执行止盈,5120 元平空单 1000 手,同时销售现货 10000 吨,销售价格 5600 元。

2015 年 7 月 31 日, K 线出现红三兵,形态较好,规避风险止盈,5020 元平空单 500 手,同时销售现货 5000 吨,销售价格 5350 元。至此,整个套保过程结束。

表 1. 卖出套期保值盈亏表

日期	期货平仓	平仓盈亏	现货销售	销售盈亏
	期货建仓成本: 5403.75 元		现货生产成本: 5100 元	
2015.6.29.	平仓 500 手, 平仓价格 5400 元	平仓盈利 0.1875 万 元	销售 5000 吨, 销售价格 5600 元	盈利 250 万元
2015.7.10.	平仓 1000 手, 平仓价格 5120 元	平仓盈利 28.375 万 元	销售 10000 吨,销售价格 5600 元	盈利 500 万元
2015.7.31.	平仓 500 手, 平仓价格 5020 元	平仓盈利 19.1875 万 元	销售 5000 吨, 销售价格 5350 元	盈利 125 万元
总盈亏	0.1875+28.375+19.1875=47.75 (万元) 期货共盈利 47.75 万元期货		250+500+125=875 (万元) 现货共盈利 875 万元现货	
总结算	本次卖出套期保值操作共盈利: 47.75+875=922.75 (万元)			

3、效果分析与评价

就结果而言,本次卖出套期保值操作是成功的。在整个过程中,不仅成功销售 20000 吨食糖现货,而且还获得利润 922.75。本次卖出套期保值操作宗旨是为保护现货销售,因此,锁定头寸从而避免现货出现风险敞口是主要操作策略。

此次操作之所以获利较多,有一定的特殊性,即在 6 月份期货价格开始下跌,但现货商继续看好后市故而挺价,因

此现货价格高位企稳，导致现货端获利增加。但是，在现货价格于7月下旬突然走低的冲击之下，期货市场功能迅速显现，并有效转移了现货端的市场风险。

五、糖企套保的经验心得

套期保值和价格发现是期货市场的两大基本功能。期货市场形成的价格之所以为公众所认可，是因为期货市场是一个组织化、规范化、公开、自由竞争的市场。期货交易所聚集了众多的买方和卖方，众多交易者将自己所掌握的对某种商品的供求关系及其变动趋势的信息集中到交易场内，由此形成的期货价格能够准确地反映真实的供求状况及其价格变动趋势，从而为服务于实体企业的套期保值打下了坚实的基础。

目前郑商所白糖期货价格能够较好地反映国内外白糖市场的供求状况及糖价格的总体运行趋势，成为国家对食糖市场实施宏观调控的重要参考依据之一，也成为企业稳定经营生产的好助手。而作为“点基地”申请单位的金岭糖业，由于其对期货市场的认识和掌握程度较深，能够熟练地在销售环节上通过期货市场的套期保值功能来规避市场风险，同时补充和拓展销售渠道。

具体到本次套保方案而言，我们认为有两点值得深入思考的地方。

其一，下单的目的是保值。套期保值的首要目标就是保值，所有套保计划安排均应以保值为目的。在实现保值的过程中，关键是要把握好下单方向（是卖期保值还是买期保值）、合约月份和数量。

其二，下单之前要深入分析市场大势。仅仅依靠套保计划安排，不能确保取得理想的保值效果。由于期货市场具有投机性和博弈性特点，投机资金的推动或者偶发事件等会导致期货价格大幅度波动。套期保值企业在下单时还必须充分利用各种技术分析方法和策略，把握好保值的价格和时机，同时控制好市场风险。如果套期保值企业不对市场大势进行深入分析，纯粹按照期现货价差来操作（属于期、现货套利），很有可能被深度套牢。进而言之，如果大势看涨，即便期、现货价差足以获利丰厚，也不能盲目入市。入市前，要客观全面地分析市场形势和价格走势，例如后期天气、长势、总量平衡情况、国家对食糖价格预测指导信息、金融政策、国家储备政策、进出口政策、食糖行业和用糖行业发展情况、国际市场、下一榨季情况等。分析市场并非意味着投机，套期保值同样需要分析市场。甚至可以说，分析市场是套保成功与否的最为关键的因素。因此，只有根据企业的实际经营情况，结合市场形势与价格走势，决定是否需要保值、最大下单量以及下单月份，这样才能真正达到保护利润、回避风险的目的。

六、糖企套保的建议

（一）专人负责

企业高级管理层应高度重视套期保值工作，做到专人负责，即必须有相关企业领导了解和掌握企业套期保值的具体计划和操作情况。这既是对具体操作者的支持和指导，也是一种监督防范的机制，可以避免由于个人重大失误导致企业利益受损。

（二）以防御糖价下跌为目的

对于制糖企业而言，其面临着的最大风险主要是糖价下跌，而糖企进行卖出套期保值主要也是为了防范未来糖价下跌的风险。因此，糖企在市场上应以做空为主，而后依据市场具体情况进行平仓或者交割。切不可根据价格判断主动做多。以今年为例，尽管已经有着明显的减产报告和牛市迹象，但中途却还出现了若干次大幅调整，如果将博取利润为主要内容，盲目换手做多的话，很容易误入歧途、转为投机争利，这就偏离了企业运用期货市场服务于生产经营的初衷。

（三）要考虑成本和预期利润

在参与套期保值业务的时候，企业一定要充分考虑到和核算清楚生产成本、销售成本、交易成本以及未来利润额度。企业在研究是否进行套期保值和如何进行套期保值等问题时，其本质就是在规避风险过程中利润和成本之间的关系问题。



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年白糖品种期现结合示范点基地

报告名称	山东星光糖业有限公司利用期货市场的 经验和建议
“点”基地名称	山东星光糖业有限公司
辅导公司	中粮期货有限公司
课题人员名单	中粮期货研究员：党卓
郑商所协调人	中粮期货郑州营业部
报告日期	2015-07-19

目录

一、公司简介.....	60
二、公司生产经营面临的风险分析.....	61
(一) 原材料价格上涨的风险.....	61
(二) 国内白糖价格下跌的风险.....	61
(三) 政策风险.....	62
三、公司参与期货市场的情况.....	63
(一) 对于参与期货市场的认识.....	63
(二) 制定交易目标.....	64
(三) 公司参与期货市场相关制度.....	64
四、套期保值操作计划的制定与实施.....	69
(一) 套期保值时机的选择.....	69
(二) 操作方案及实施.....	31
五、参与期货的经验及心得体会.....	75
(一) 遵守规则、严于制度.....	76
(二) 正确定位、科学套保.....	76
(三) 强化学习、专业人才.....	77

一、公司简介

山东星光糖业有限公司（以下简称“星光糖业”）始建于 2004 年 3 月，公司位于乐陵市经济技术开发区，是一家集食糖深加工、承储国储糖加工、仓储于一体的现代化食糖加工企业，也是郑州商品交易所指定白糖交割厂库、广西糖网食糖批发市场交割仓库。公司注册资本 1.5 亿元，现有员工 210 人，70%以上具有本科学历，具有工程师职称的 40 人，大都为制糖专业学校毕业。

星光糖业年设计生产能力 100 万吨，主导产品为“星友牌”绵白糖、白砂糖，公司产品具有颗粒细小、均匀整齐、色泽晶莹洁白、溶液清澈透明等特点，曾荣获全国糖业质量优秀奖。2006 年以来，星光糖业多次出色地完成国家储备糖加工任务，被商务部列为国家储备糖定点加工单位，北京糖酒公司的精制糖定点加工基地。

公司目前是全国第二大白糖加工企业，设备先进，自动化程度高，公司产品已通过了 FSSC22000：2010 食品安全体系认证、ISO9001：2008 质量管理体系认证。并通过与华商储备中心建立长期的国家储备糖加工与储备业务合作，极大地提高了企业的知名度。公司目前是雀巢、蒙牛乳业、旺旺食品、华北制药等国内外知名企业的白糖供应商，众多知名贸易商如东方先导、中糖世纪、北京糖酒等企业亦将星光糖业作为白糖采购的首选企业。

二、公司生产经营面临的风险分析

食糖行业竞争激烈，产品价格波动幅度较大，受政策影响程度较高。公司作为全国第二大白糖加工企业，集加工生产、仓储、物流于一体，各个环节都面临着巨大的价格波动风险。

（一）原材料价格波动风险

公司作为加工糖生产企业，主要原料是原糖和砂糖。其中原糖需要通过进口许可获得，受汇率、国内外原糖供需关系、产区气候等多方面因素影响，从原材料采购环节就存在着一定的市场风险。

公司从天津或青岛口岸进口原糖，按照当时价格签订购买合同之后，还要经过进货至保税区、糖厂提货、加工生产、仓储等流程，最短也需要一个月的时间。由于成本变动、政策变化、需求变化等因素，造成市场终端的价格是瞬息万变的。因此企业在生产过程中无法把握锁定在在签订合同时计算到的加工利润，面临极大的价格波动风险。

（二）国内白糖价格下跌的风险

公司产品在国内销售亦面临着价格下跌的风险。回顾国内近三年的白糖价格，由于国内白糖各主产区连续三年的增产，加上近几年国内原糖加工厂产能的大幅增加导致进口糖

数量始终维持历史高位，国内供大于求的糖市格局越演越烈，即使国家启动收储政策亦难阻止糖价的下跌之势。国内糖价的连年大幅下跌，是公司的运营管理面临的巨大挑战。

（三）政策风险

1、进口政策

近几年来随着进口糖数量的不断增加，我国白糖市场已由供不应求转为供大于求，对国内糖价产生了很大的影响。国内外白糖价差也给国内白糖价格带来了巨大的压力，食糖的自给率降低将影响国内食糖的自主定价，加剧白糖市场的价格风险。公司目前主要依赖进口原糖作为加工原料，也必然面临着由于国内进口政策变化带来的风险。

2、国家宏观调控

从我国近几年供求状况来看，国家调控部门对食糖市场的宏观调控也是影响国内食糖价格变化的主要因素之一。白糖作为国家的战略物资，是关系着国计民生的经济作物，国家对糖进行的各项政策调控，如收储、抛储，进行配额以及进出口贸易等政策，都会对国内白糖价格产生影响。

三、公司参与期货市场的情况

(一) 对于参与期货市场的认识

市场经济在运行过程中不可避免地存在着商品价格波动的风险，影响企业生产和经营的正常运行，使企业的生产和经营无法事先确定成本，锁住利润。而商品价格波动风险不同于一般商业风险可以通过向保险公司投保的方式转移出来，如何转移商品价格风险就成为企业在市场竞争中必须解决的问题。

由于以前白糖期货尚未上市，食糖生产、流通企业和消费者面临的风险无法回避，出现了价格上涨的时候企业难以盈利，价格下跌的时候企业出现亏损的局面。大部分制糖企业对食糖价格的波动只能被动接受，不能通过期货市场事先锁定产品利润，面临的风险无法回避。

2006年白糖期货上市后，食糖生产经营企业就可以根据自身的业务，在期货市场和现货市场上建立一种对冲风险的机制，将现货市场风险转移到期货市场上去，以稳定生产经营活动。因此，白糖期货市场为食糖生产经营企业提供了一个良好的套期保值，回避价格风险的工具。

自白糖期货上市以来，公司就一直保持着密切关注。除了利用期货价格为现货的销售提供价格指导外，还在期现结合的对冲保值、卖出的利润保值和买入的锁定成本上都进行

了积极的探索与实践，积累了一定的经验。2014年，公司在整合集团销售部资源的基础上，设立了集团信息部，专门负责白糖期货方案的制定与实施。

（二）制定交易目标

公司主要采取现货头寸保护的期现套保、锁定利润的卖出套值、避免时间风险的升贴水买卖等方式参与白糖期货市场，降低企业现货经营的风险。公司运作期货业务的目的是规避生产经营中商品价格波动风险，参与期货市场也仅限于从事套期保值交易。同时，公司也可以利用期货市场价格发现功能指导现货经营，通过对期货市场中合约价格的预测判断，来指导现货收购与销售决策。

（三）公司参与期货市场相关制度

对于参与白糖期货市场，公司内部设立了专门的组织机构并规定各机构职责，制定了相关的财务及风险管理制度、应急处理预案控制制度等来保障公司期货业务的安全性与可靠性。

1、组织机构及职责

公司负责期货业务的机构组织如下

公司期货业务由集团董事长直接负责管理，财务部门协助期货交易的资金划转，期货交易事宜由信息部负责。

（1）信息部负责人：与公司高层领导沟通后，根据公

司现货进销存、市场信息确定套期保值主体思路。

(2) 交易员：根据负责人确定的套期保值思路和框架性交易方案，结合公司现货进销存情况，执行审批通过的套期保值交易方案。

(3) 资金调拨人：根据期货交易业务情况，并经董事长同意签批资金划拨指令，进行期货保证金的划拨。

(4) 信息分析员：每日交易开始前搜集各类行业信息，并结合各期货机构的操作建议，并制定操作建议；每日交易结束后，期货交易情况的备案交易记录，编制日报表，并将当日交易情况编入日报表。

(5) 结算员：根据日报表核对交易记录和期货公司结算单，确认无误后进行帐务处理和汇编，月底并与期货公司联系当月的交易手续费、交易结算单等交易报表，报集团财务部。

(6) 交割员：根据公司期货合约的交割情况，及时做好交割的各项细节工作，交割前、交割中、交割后的各项交割业务。

各机构职责如下：

(1) 建立健全公司期货套期保值业务相关制度，并组织贯彻实施。

(2) 制定公司期货套期保值业务工作思路和管理流程，执行公司期货套期保值业务方案，执行套期保值决策，做好

期货合约到期的现货交割。

(3) 协调处理公司期货套期保值业务内外部重大事项，并与公司业务的期货公司、交易所联系。

(4) 负责期货交易业务的开销户、账户授权人员变更、交易软件及行情软件账户申请及使用设置等账户日常管理、日常交易、交割管理和盘中交易风险的实时监控。

(5) 定期向公司财务部提交公司期货交易业务情况报告。

(6) 清晰有效地向有关部门传递期货交易业务参考信息，负责公司期货业务的交易确认、资金结算管理及资金风险内控管理体系的建立和实施完善。

2、财务及风险管理制度

公司从事期货交易业务的会计核算以人民币为记账本位币。公司开仓建立套期保值头寸或追加套期保值合约保证金时，根据结算单据列明的金额，企业套期保值合约在交易或交割时发生的手续费，根据结算单据列明的金额，企业套期保值合约发生的赢、亏，根据结算单列明的金额，企业套期保值合约发生的其他各项财务费用，严格按照结算单列明的金额，实行严格的财务会计核算管理体系，并于每月将结算单报公司财务部备案。

期货交割及套期保值在进入实物交割阶段就等同于一般商品贸易，税收上与一般商品贸易所涉及到的税种基本一致，

只是期货交割的增值税有其相对的特殊性。公司按照国家税务总局对期货货物征收增值税的相关政策执行，如交割商品的增值税发票、交割的手续费发票、交割的仓储费发票等。严格按照交易所、国家税法规定执行。

3、风险管理制度

公司在开展期货交易业务前须明确及做到的工作：

(1) 严格遵守国家法律法规，充分关注期货交易业务的风险点，制定切合实际的业务计划；严格按照规定程序进行保证金及清算资金的收支；建立持仓预警报告和交易止损机制，防止交易过程中由于资金收支核算和期货交易盈亏计算错误而导致财务报告信息的不真实；防止因重大差错、舞弊、欺诈而导致损失；确保交易指令的准确、及时、有序记录和传递。

(2) 严格控制风险管理，若出现连续的涨跌停版时，必须召开会议讨论是否保留期货持仓或是追加保证金，严格考虑公司的经营风险。

(3) 合理设置期货业务组织机构，建立岗位责任制，明确各相关部门和岗位的职责权限。

(4) 期货交易应按照公司董事会的决议执行，并按照不同月份的实际生产、经营能力来确定和控制当期的交易量，任何时候不得超过董事长授权范围进行保值。

(5) 公司在已经确认对实物合同进行套期保值的情况下，

期货头寸的建立、平仓要与所保值的实物合同在数量上及时间上相匹配。

(6) 公司期货交易业务若出现重大风险或可能出现重大风险，期货交易业务亏损或者潜亏超过公司规定的范围，应立即请示上级主管领导报告，制定相应的执行策略。

如出现交易错单时候，公司将按照以下程序处理：

(1) 当发生属期货公司过错的错单时：由交易员通知期货公司，并由期货公司及时采取相应错单处理措施，再向期货公司追偿产生的直接损失。

(2) 当发生属于公司交易员过错的错单时，须履行公司报告制度，再由交易员采取相应的指令，相应的交易指令要求能消除或尽可能减小错单对公司造成的损失。

4、应急处理预案控制制度

经批准后的期货交易业务，如遇国家政策、市场发生重大变化等原因，导致继续进行该业务风险有显著增加并可能引发重大损失时，应按权限及时主动报告，并在最短时间内平仓或锁仓追加保证金。当期货行情出现不利于交易业务的单边行情时，在实物交割以前企业有可能出现浮亏甚至巨额浮亏时，按原定的方案实施。

信息部定期对期货套期保值保证金的使用情况进行检查，及时追加或限仓等操作，并及时向董事长和分管领导汇报。信息部期货业务相关人员应严格遵守公司的保密制度，

严禁泄露本公司的期货交易方案、交易情况、结算情况、资金状况等与公司期货交易有关的信息（除交易所网站公布信息结果外），由个人原因造成信息泄露并产生的任何不良后果由当事人负全部责任，同时公司将严厉追究当事人责任。

四、套期保值操作计划的制定与实施

（一）套期保值时机的选择

近年来世界食糖产量一直处于长期稳定增长的趋势中。受干旱气候的影响，2004~2005年，世界食糖生产经历了一个较大幅度的下滑，从2003年的1.48亿吨下降到05年的1.18亿吨，其中印度食糖产量从2003年的2214万吨下降到2005年的1417万吨，中国从2003年的1138万吨下降到2005年的982.6万吨，2006年之后，由于印度、中国等国的产量恢复，世界食糖生产得以迅速恢复并创历史新高。近两年，由于世界食糖产量增长较快，而消费增长比较稳定，世界食糖市场整体供大于求。

公司对2014/2015榨季糖市发展态势的整体看法是：糖市现在明显处于供大于求，库存增加阶段，去库存化仍需要一段时间。国际糖价下跌，抛储政策等因素会带动国内糖价继续下滑。在面临糖价可能出现持续下跌走势的局面之下，公司一方面需要进行国际原糖采购，一方面需要时间对加工成品糖进行销售，此过程面临着较大的市场风险，操作不好

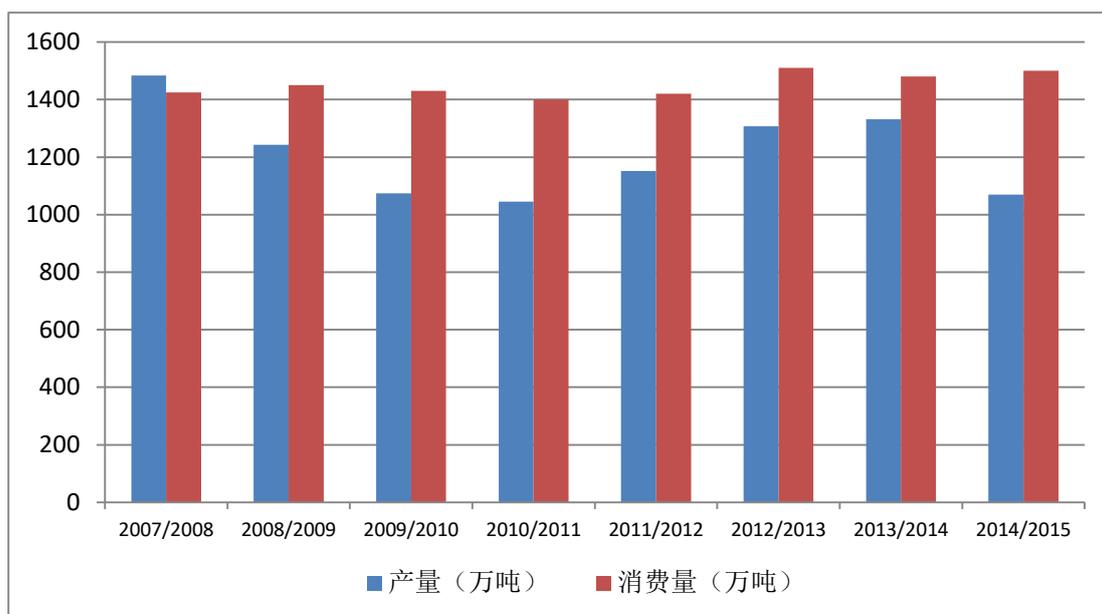
很可能会出现前几年高买低卖的情形。为了更好的规避价格风险，降低企业经营风险，锁住经营预期的利润目标，公司决定利用白糖期货市场进行套期保值的操作。

1、国际糖市分析

从全球供给情况来看，2010年下半年及2011年初糖价飙升引发产量大增，之后几个年度的供应均高于需求，经历了13、14年的供给高峰后，2015年开始供给有下降趋势，2014/2015年总供给约1.74亿吨，总需求约1.71亿吨，全球仍然过剩370万吨糖，所以国际市场糖市整体市供过于求的。苏克敦（Sucden）在最新的季报中也称：“2015年糖市不太可能转为供应短缺，供应过剩量可能逐渐减小，从2012年的逾1300万吨，到2014年的600万吨，2015年很可能过剩400万吨，因消费量逐渐增加。”基于当时糖市供需格局和市场预期，公司对国际糖价的后期走势仍不乐观。

2、国内糖市分析

图1：全国白糖累计产量及消费量



国内白糖产量在2014/2015榨季结束连续多年增产，预计产量仅1070万吨，同比2013/2014榨季的1331.8万吨大幅减少261.8万吨。而同比上个榨季，2014/2015榨季的预计消费量还有所提高，国内需要大幅进口国外糖补充，因此，国内在进口配额控制的配合下，国内糖市十分坚挺，与外糖呈现相反走势。但是由于之前供应过剩的年度里，白糖库存积压较多，贸易商和终端用户也均采取保守的采购策略，保持较低的库存水平，终端需求目前还较疲软，有可能影响国内白糖价格的继续走高。

3、国内外糖价走势分析

图 2：近年来白糖、原糖价格走势

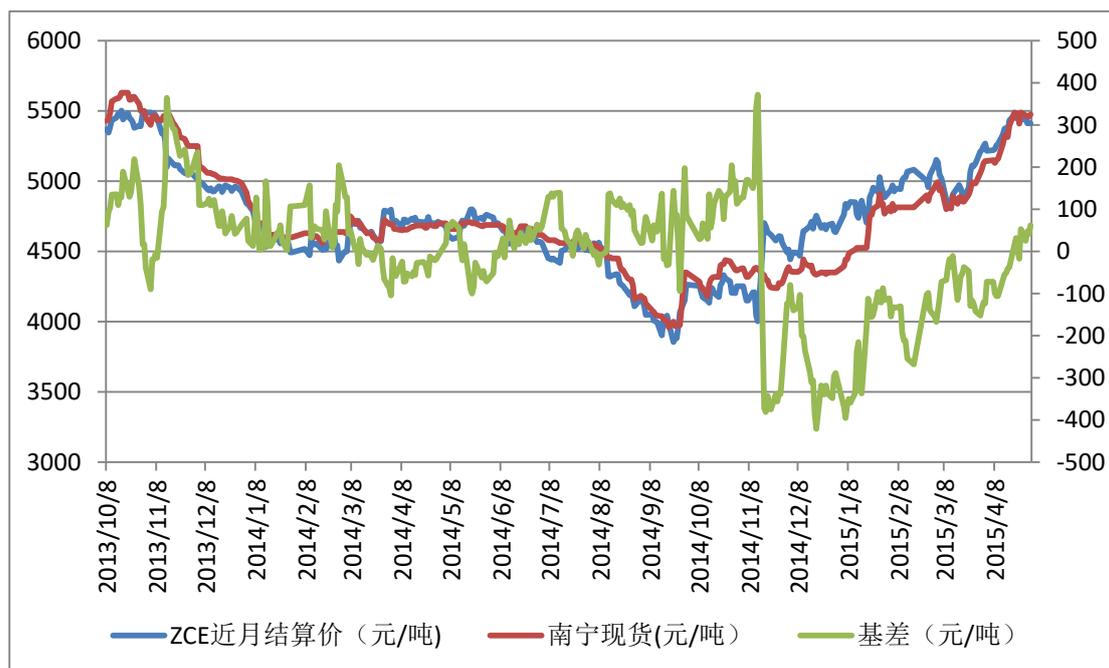


全球 2015/2015 榨季糖市供应仍呈现供应过剩局面，并且随着巴西雷亚尔的不断贬值，国际原糖价格整体处于下跌局面，而国内由于产量大幅减产的原因，呈现了一个震荡上涨的局面。但是由于国际原糖的价格压制作用，预计会出现一个下跌过程，这也是公司制定卖出套保的主要原因之一。

4、基差分析

从国内白糖主产区广西现货报价和郑商所白糖期货指数合约的基差图上可以看出，2015 年 4 月份是半年来期货价格首次对现货价格出现升水，远月合约 SR1601 升水幅度更大。当时基差格局非常利于公司参与卖出套期保值的操作。

图 3：近年来白糖基差走势



(二) 操作方案及实施

1、套保目标

结合公司实际生产经营情况以及国家原糖进口许可制度，公司套期保值操作的计划是：1、近卖远补，滚动操作：即利用白糖期货市场价格比现货电子盘价格更高、流动性更好的优势，在期货近月合约上对所进行的成品糖进行卖出保值；2、及时捕捉期货市场超跌行情时的买入机会，为的是补充库存的不足；3、在期货市场上出现高价位时，在现货市场销售不理想的分析下，在此价位附近增加现货销售，并在远月合约上进行风险对冲。

2、案例 1：1505 合约卖出保值交割操作

背景：在 2015 年 1 月份，公司购进一批原糖，加工成成品糖的成本价为每吨 4600 元，当时的现货价格在

5200-5250 左右，5 月期货合约价格为每吨 5300-5360 元左右，为更好地规避风险，公司决定在 SR1505 期货合约上进行卖出套期保值，在合约到期后真正实现现货交割。

操作过程：在 SR1505 期货合约 5320 元/吨左右卖出套保建仓 600 手，由于当时公司没有交割仓库，通过协调在河北藁城仓库交割，加上期货升水后价格为 5580 元/吨，在 5 月 20 日到期交割，共实现利润 135.6 万元。

这是公司积极利用期货市场实现了对利润的保护，锁定了企业的利润。由于以前公司没有交割仓库，所以公司积极参与郑州商品交易所的厂库申请，并在 5 月份成功申请成为郑州商品交易所的交割厂库，这为公司更广泛的参与白糖期货的套期保值提供了更好的机会。

3、案例 2：1601 合约卖出保值平仓操作

背景：2015 年 5 月，公司在国外糖市供应过剩、国内进口量大增的情况下，认为国内外糖价后期走低将是大概率事件。为了在后期糖价下跌的过程中对冲掉公司现有白糖库存价值下降的风险，因此决定在郑商所白糖期货 SR1601 合约上进行卖出套期保值。

公司计划在 SR1601 合约上卖出 1000 手，卖出价格为 5500 元/吨附近。对于卖出套保合约平仓时机将根据国内外糖市基本面的变化情况并结合公司自身的现货库存变化综合分析判断，将在基差缩小和现货库存减少的过程中将期货

空头合约逐步平仓。

操作过程：公司制定好具体交易计划后，下发执行部门按交易计划严格执行，并由监控部门执行后续交易持仓过程中风险的监控。

实际成交情况：于 2015 年 5 月 15 日卖出 SR1601 合约 1000 手，成交均价为 5530 元/吨。合约平仓时间为 2015 年 7 月 16 日，平仓均价约 5060 元/吨。

表 1：SR1601 卖出保值操作价格和数量（单位：吨、元/吨）

时间	开仓数量	开仓均价	平仓数量	平仓均价	平仓盈亏
5.15	500	5540			
5.15	500	5520			
7.16			500	5050	245 万
7.16			500	5070	225 万

本次卖出套期保值操作较好的执行了前期制定的套保方案，有效规避了后期价格下跌可能带来的损失，提前锁定部分产品销售价格和利润，实现了保值目标。本次套期保值操作有利于公司经营的稳定性。

公司现货经营的得以实现如此理想的规避风险、争取利润的套期保值效果，正是得益于白糖期货市场上提供的套期保值，为企业经营寻找利润增长点、增加销售渠道提供了实践平台，也为后期公司更深度的利用期货市场规避风险积累了经验。

五、参与期货的经验及心得体会

作为一家以白糖加工和销售为主营业务的实体企业，公

司参与期货市场的主要目的市套期保值，同时也通过期货市场提供的价格来指导现货经营。作为现货企业，公司在期货市场上的套期保值交易，严格按照公司的管理制度进行，各种套保方案的确定与执行，要充分的讨论和研究，报董事长审批。要实现套期保值的预期目标，必须要通过规则与制度的制约来保障套期保值的顺利执行。

从公司这些年参与期货市场的经历来看，要想公司能够长久、持续、稳定的发展，必须通过期货和现货两条“腿”来走路方能一直走下去。多年参与期货市场的经验主要有以下几个方面：

（一）遵守规则、严于制度

严格按照郑州商品交易所的各项规章制度执行，认真学习《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》、《郑州商品交易所标准仓单管理办法》、《郑州商品交易所交割细则》等规章制度。对各项交易、交割的细节要牢记，避免因规则的问题而导致套保、仓单注册、交割业务的问题。

（二）正确定位、科学套保

公司的发展以实体为根基，不能偏离企业的主营业务。必须严格的划分期货投机与期货套保的界线。部分参与期货市场的企业把期货投机和套保混为一谈，往往容易导致决策层心存侥幸未能严格把控风险，把套保当成投机做，让企业

经营面临着巨大的风险敞口。

公司的套保必须严格执行公司的决策，以公司的生产和销售要紧密对接，套期保值是对企业经营敞口头寸的风险管理，不是投机行为，坚持在合适的点位进入，不搞盲目的套保，以科学的套保为公司的稳定经营保驾护航。

（三）强化学习、专业人才

不断强化对期货、套保等专业知识的学习，公司尽管在期货市场上取得了一定的收益，但是对期货市场的认知还需要不断加强学习，时刻关注市场变化，才能及时发现市场波动趋势并抓住出现的机会。这就要求建立培养一支专业化、高能力的期货团队，更快的建立有丰富的实践经验和实力强大的期货研究团队，是把平台、机会、目标启动起来的关键引擎，这也是公司今后重点发展的方向。



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年棉花品种期现结合示范点基地

报告名称	中国国投国际贸易南京有限公司棉花 “点”基地报告
“点”基地名称	中国国投国际贸易南京有限公司
辅导公司	招商期货有限公司
课题人员名单	
郑商所协调人	
报告日期	2015-09-12

目录

一、中国国投国际贸易南京有限公司基本情况	81
(一) 中国国投国际贸易南京有限公司简介	81
(二) 中国国投国际贸易南京有限公司公司架构	82
二、中国国投国际贸易南京有限公司棉花业务发展状况	83
(一) 创新合作模式	83
(二) 国投南京公司整合优势资源，为棉花业务增长拓宽 渠道	84
三、招商期货与中国国投国际贸易南京有限公司合作业务模 式	85
(一) 一般业务模式介绍	85
(二) 其他创新组合业务模式	86
四、招商期货服务中国国投国际贸易南京有限公司棉花业务 具体案例介绍	88
(一) 2014/2015 年度棉花价格趋势分析	88
(二) 棉花卖出套保	92
(三) 仓单买卖	96
(四) 创新模式——棉花非标仓单采购	98
五、中国国投国际贸易南京有限公司业务风控体系及措施	38
(一) 制度方面	38
(二) 流程方面	39

(三) 操作方面	39
六、中国国投国际贸易南京有限公司参与期货心得及体会	102
(一) 要熟悉交易所交易、交割等相关制度.....	102
(一) 要树立科学套期保值观念	102
(一) 要建立完善的风控体系	103
(一) 要培养专业人才队伍	103
七、对郑州商品交易所的几点建议	103

一、中国国投国际贸易南京有限公司基本情况

（一）中国国投国际贸易南京有限公司简介

中国国投国际贸易南京有限公司系中国国投国际贸易有限公司下属全资子公司和驻华东地区的国际贸易平台，公司于 1988 年 3 月经江苏省工商局注册成立。原名中国纺织物资南京有限公司，2011 年 5 月更名为中国国投国际贸易南京有限公司，2015 年公司注册资金达到人民币 2 亿元。

经过近三十年努力，公司发展为综合性国际贸易公司，形成稳定的销售渠道，客户遍及全国乃至全球，在业内具有较大影响，树立了良好的形象及商誉。

公司主要经营：羊毛、棉花、化纤、棉纱、木材、化工、钢材等纺织原料及大宗商品的进口贸易，纺织品的出口贸易，仓储运输，纺织技术咨询等业务。代理进出口业务也全方位展开，结算方式灵活便捷。

公司下属南京羊毛市场是专业的毛纺原料综合信息平台，也是中国毛纺织行业协会原毛专业委员会秘书处，拥有国际、国内 2500 多家会员，一直以来都全心全意为毛纺企业服务。具有“媒体网络、会议展览、交易拍卖、培训教育、社会服务、仲裁调解、融资服务”七大功能，已发行行业内最权威的《南京羊毛市场信息》周刊 1000 多期，每年举办的“中国国际毛纺原料交易信息交流会”享誉海内外，为全

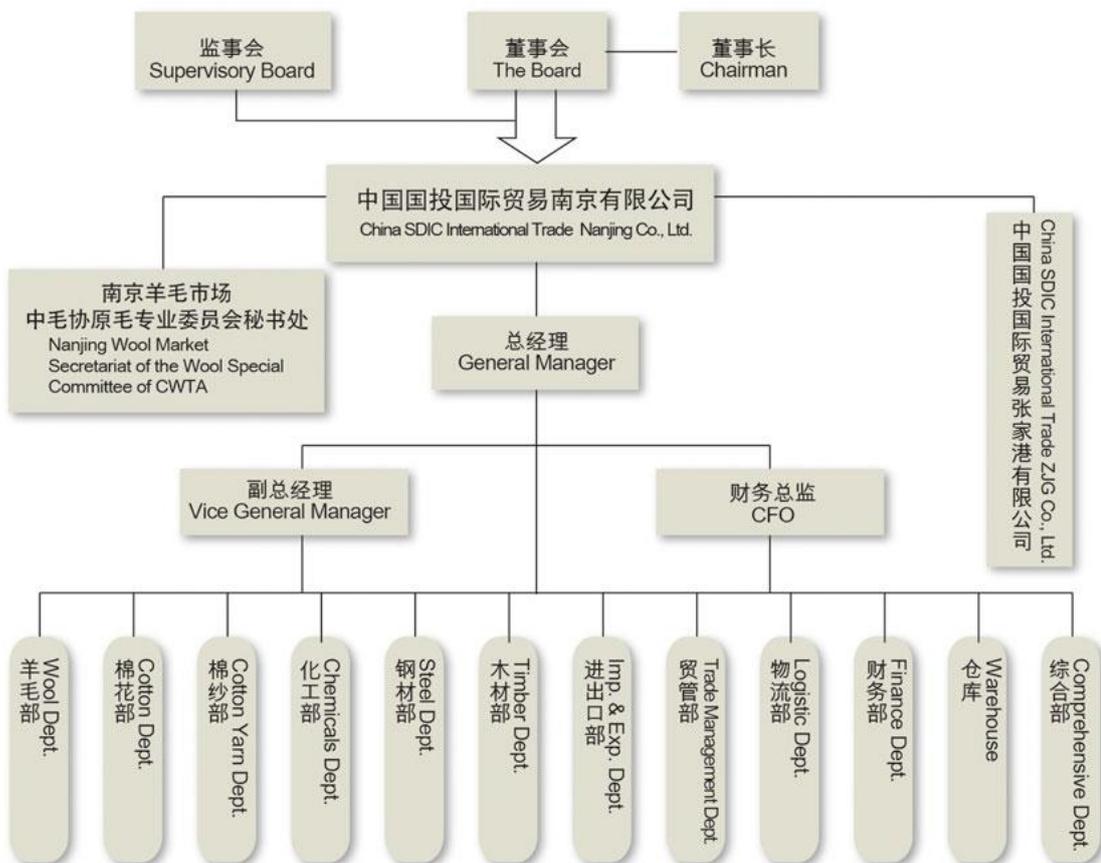
球毛纺界传递全球市场信息，搭建贸易的桥梁。

2012年10月在张家港保税物流园区注册成立国投张家港公司，致力于羊毛、棉花、化纤等纺织原料、木材、化工、钢材及大宗商品（粮油、农副产品）的进出口美金或人民币贸易，纺织品的出口贸易以及纺织技术咨询等。

公司近三十年来如一日，始终坚持“信誉第一、质量第一、服务第一”的宗旨，竭诚为广大客户服务，愿与国内外广大客户携手合作，共同发展。

（二）中国国投国际贸易南京有限公司公司架构

图 1. 公司架构



二、中国国投国际贸易南京有限公司棉花业务发展状况

（一）创新合作模式

中国国投国际贸易南京有限公司（以下简称“国投南京公司”）棉花贸易业务从 2011 年起步，在经营过程中逐步实现现货与期货结合，棉花经营规模逐年快速扩大。国投南京公司 2013 年实现棉花贸易量 6 万吨，2014 年实现棉花贸易 10 万吨，2015 年预计棉花贸易将实现 15 万吨（2015 年 8 月底已实现 10 万吨棉花贸易量）。国投南京公司坚持与棉花主产地新疆的企业深度合作，互相支持，形成了一种创新的合作模式。2014 年至 2015 年，国投南京与新疆建设兵团农四师、农二师、农一师、农七师、农八师、农五师等达成合作深度合作意向，定向定量买断或代销兵团优质棉花，然后选择在期货市场合适价格择机卖出套保，现货市场完成销售合同则平仓对应的期货头寸。通过以上期现结合和深度合作实现稳健经营，降低企业棉花贸易经营风险，扩大棉花贸易量，实现良好的企业效益与社会效益。

随着市场竞争日趋激烈，仅仅依靠传统业务以及体系内标准仓单业务已经不具有领先优势。正是基于在棉花期货套保业务参与过程中的经验积累，国投南京公司根据市场环境变化对传统贸易模式进行革新：一是向非标准仓单业务拓展，规定只要是在国有仓库，同时具备上级保函或第三方监管，

就可以开展非标准仓单业务；二是拓展业务范围，将业务重点放在合作套保方面，并尝试开展了定价服务，同时根据投资公司类客户需求，创新了委托套利和投资管理业务模式；三是形成组合化产品，如非标准仓单服务合作保值，委托套利交割等，对客户更具吸引力。

（二）国投南京公司整合优势资源，为棉花业务增长拓宽渠道

棉花是国投南京公司近年来发展迅速的优势品种，积累了众多产业客户，并形成了广泛的行业影响力。因此，国投南京公司积极同各方优势力量进行结合，组成了中国棉纺织行业协会棉花贸易专业委员会，推进棉花品种的相关业务。

2015年1月10日，中国棉纺织行业协会棉花贸易专业委员会（以下简称棉贸委）成立及首次会议在南京召开。中国纺织工业联合会副会长徐文英、中国棉纺织行业协会会长朱北娜、江苏省纺织工业协会会长谢明等有关领导出席会议。棉贸委主要由国内大中型棉纺织企业，棉花供应商及中棉行协成员共同组成。棉贸委的成立将加强行业内各方对棉花市场相关信息的交流，促进棉花及棉纺产业链上下游之间的合作及协调发展，为会员单位推荐信誉好、可靠的诚信供应商，促进棉花交易更加规范有序，交易双方更融洽地对接。2015年3月，由中国棉纺织行业协会和中国国投国际贸易有限公司

司主办、中国国投国际贸易南京有限公司承办的“金陵国际棉花棉纱论坛”在南京隆重举行。中国纺织工业联合会会长王天凯、总公司董事长张嵩林、副总经理李岩及公司董事长杨泉雄等出席会议，五百多位海内外棉纺界人士相聚金陵，相互探讨，寻求合作，共谋发展。

通过建平台，国投南京公司整合棉花产业资源，打通棉花产业链条，服务棉花产业客户，也为国投南京公司与各方打开合作之窗，提升国投南京公司的行业地位，这些都有利于标准仓单形成、非标仓单业务合作、定价服务、合作套保等业务的推进和开展。这不失为国投南京公司独到的棉花经营模式！

三、招商期货与中国国投国际贸易南京有限公司合作业务模式

（一）一般业务模式介绍

套期保值，是指国投南京公司为了在经营中规避市场风险所进行套期保值操作的业务行为。

定价服务，是国投南京公司以促成某类商品或资产的交易为目标提供报价服务，或为客户管理某类商品或资产的特定风险而销售定制化风险管理产品的业务行为。

基差交易，是指国投南京公司在服务客户的过程中，根据某种商品或资产现货价格与相关商品或资产期货合约价

格间的强弱关系变化，获取低风险基差收益的业务行为。

套保业务主要是针对非标准仓单业务开展，目前国投南京公司开展套期保值的模式具体如下：

1、根据期货价格确定籽棉收购价格，根据精细成本核算形成标准棉花仓单，保证微利情况下在期货市场卖出套保。这类操作需要期货市场提供定价“错误”的机会，也需要精细的成本控制，机会相对较少。

2、国投南京公司为了避免存货或质押货物价格下跌带来的风险，为本公司或客户提供套保头寸，管理价格下行风险。这类操作主要基于对棉花价格未来趋势的准确判断，判断准确可以获得套保的正收益，判断失误则期货浮亏抵消现货盈利；国投南京公司基于对棉花产业链的深入理解和产业资源的整合，在近年来的趋势把握上未有失误，企业套保效果显著。

（二）其他创新组合业务模式

国投南京公司除综合运用自身资源优势外，不断实现产品创新与组合，以更好地实现业务发展。

棉花非标仓单回购套保模式。客户将棉花存放在储棉基地，国投南京公司买断货权，客户约定回购，期间客户同国投南京公司套保规避货值下跌风险，根据最终的销售合同最终将棉花直接销售给棉花需求单位。这是个多赢的业务模式，

既满足了客户对仓储库、资金回笼的需求，也为客户对货值风险管理和最终销售提供了途径；对于棉花需求单位来说，其库容得到充分利用，且棉花需求单位在获得仓储收入的同时在自家仓库锁定了货源，节约了成本；此外，对国投南京公司来说，既对接了客户单位的需求，又得到棉花需求单位对货物的监管，保证了货物的安全，还获得了经营收益。

棉花非标仓单采购模式。客户想采购棉花，但缺乏资金，国投南京公司为客户提供非标代采业务，即客户支付国投南京公司 20%左右货款，国投南京公司向棉花生产单位完成采购，同时完成该批货物的卖出套保，客户在合同期内分批向国投南京公司购买订购的棉花。该模式让客户在资金缺乏的情况下能够先行锁定货源，得到了客户的认可。同时，国投南京公司还为棉花客户提供叠加保值业务，在客户委托下为客户将来要持有的货物进行卖出套保操作，规避货值下跌风险。

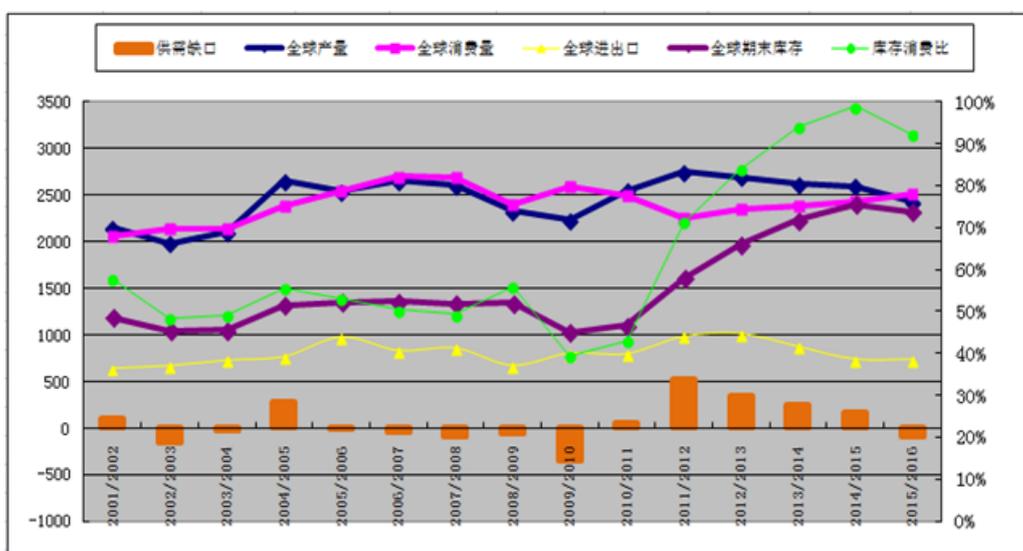
经过以上业务实践，国投南京探索出棉花委托套利模式，国投南京公司在总结大量委托采购业务与合作保值业务实践的基础上，以套利模式为客户提供买近卖远跨期套利业务，若价差回归客户可选择获利平仓，若价差不回归客户可选择通过两次交割的方式锁定利润。

四、招商期货服务中国国投国际贸易南京有限公司棉花业务具体案例介绍

(一) 2014/2015 年度棉花价格趋势分析

1、全球和国内棉花供需平衡表

图 2. 全球棉花供需平衡表



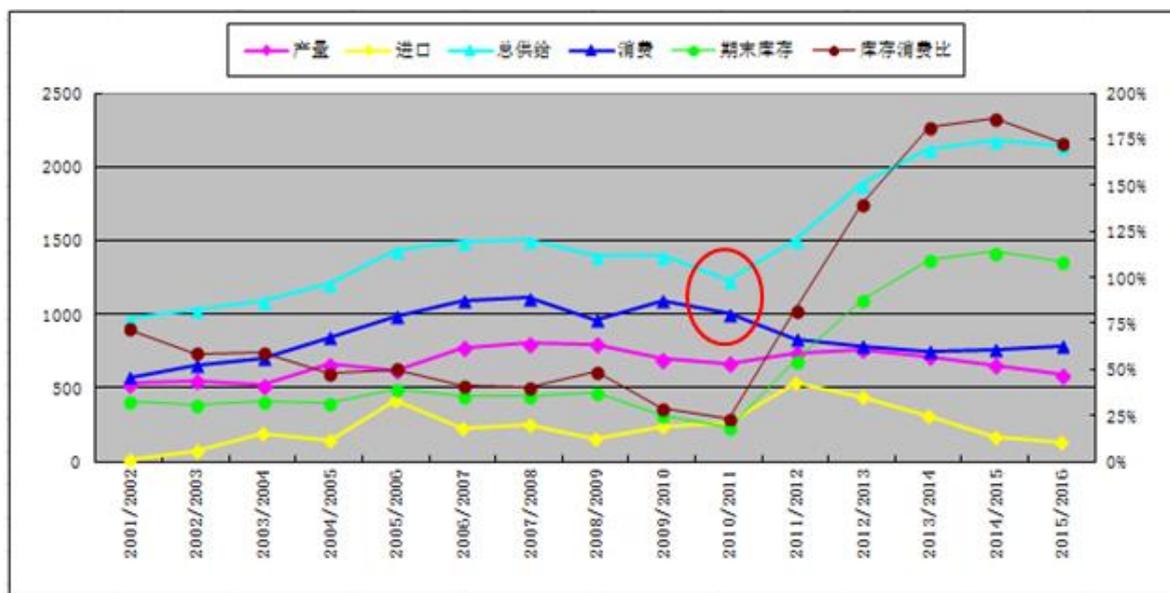
数据来源：USDA 招商期货

USDA 统计口径的全球供需平衡表分析：

2011 年度至 2014 年度，全球产量连续三年下降，平均降幅 2.7%；2011 年度至 2014 年度，全球需求连续三年攀升，平均升幅 2.7%。不同于 2004-2009 年度情况（这期间产量下降需求总体增加，年度产量持续低于年度需求量，年年有供需缺口，全球库存水平持续下降），2011-2014 年度以来全球产量持续下降，需求持续回升，但年度产量仍持续高于年度需求量，库存水平不降反升，库存水平和库存消费比都创造

了 14 年来的最大值。虽然近三年全球供需格局在逐步修复，但没有需求的大幅增加，没有去库存化的漫长过程，2014 年度全球棉花价格不大可能出现大级别的牛市行情，宽幅震荡或趋势性下跌基本可以定义 2014/2015 年度国际棉花走势。

图 3. 中国棉花供需平衡表



数据来源：USDA 招商期货

中国政府实时启动了 2011 年度收储政策，此政策惯性执行至 2013 年度。多年的收储政策，一定程度上保护了国内植棉户的利益，但更深远的影响是国内棉花市场与国际棉花市场割裂，中国纺织行业的国际竞争力下降。而更深远的影响是，国内纺织产业国际竞争力下降，经过连续三年的国家收储，内外棉价差长期悬殊，很多国内纺织产业开始纷纷向成本更低的东南亚东盟国家转移，这种转移具有不可逆性，这种转移将在一定程度上降低中国未来的棉花消费潜力；多

年的收储政策，也扭曲了棉花与其他纺织原料的价差关系，涤纶短纤和粘胶短纤对棉花的替代性越发显示了其经济性，这种替代也在蚕食着棉花消费市场的份额。

供需格局决定趋势，2014 年度全球及国内供需格局相对偏弱；这种格局下，我们即使无从判断棉价在 2014/2015 年度会跌到哪里，但我们可以确认 2014/2015 年度国际和国内棉价不会出现牛市。这种判断对交易上的意义在于：趋势性做多没有机会，且可能有极大风险；趋势性做空可能有机会，即使有风险，风险也相对有限。

2、政策因素：2014 年度棉花直补政策的实施使棉价趋向反映真实的供求关系

根据 2014 年中央 1 号文件关于启动新疆棉花目标价格改革试点的要求，经国务院批准，4 月份国家发展改革委、财政部、农业部联合发布 2014 年棉花目标价格，为每吨 19800 元，对新疆地区的棉花生产者实行差价补贴。生产者按市场价格出售棉花，当市场价格低于目标价格时，国家给棉农补贴，以保护棉农棉花种植基本收益；当市场价格高于目标价格时，国家不发放补贴。2014 年度，对新疆棉实行目标价格补贴，内地棉则价格市场化，不进行直接补贴。2014 年度棉花目标价格直补，更是明确“使市场在价格形成过程中起决定性作用”，未来政策因素将弱化，未来棉价将集中反映基本面，未来棉价的影响因素将向供需面回归。

3、2014/2015 年度中国国内棉花需求严重不足：中国棉花的“真实”需求到底有多少？

关于 2014 年度中国棉花需求，各个机构给出了各自不同的数据结果。2014 年 9 月份 USDA 认为 2014 年度中国棉花需求量为 795 万吨（月均 66 万吨左右），ICAC 认为是 793 万吨（月均 66 万吨），中国棉花监测系统认为是 805 万吨（月均 67 万吨左右）。以上机构对 2014 年度中国棉花需求评估都接近或超过 800 万吨，月均棉花消费 66 万吨以上。中国棉花需求真有这么高吗？我们认为以上机构高估了中国 2014/2015 年度棉花需求，国内棉花实际需求没有那么多，我们判断国内棉花需求的区间为【640,690】，取中间值 660 万吨，即 55 万吨/月。

中国棉花监测系统数据显示中国 2014 年度棉花产量 681 万吨，681 万吨的产量超过需求量 21 万吨之多，若考虑每年必须进口的 1%关税配额 89.4 万吨（不考虑滑准税配额、加工贸易陪、40%全关税），2014 年度国内不仅仍严重过剩，期末库存水平也将再度节节攀升。

4、中国国储库存过大：国储库存面临严重的去库存化问题

2014 年度，国家手中即有 1095 万吨棉花储备资源；2014 年度产量 681 万吨，1%关税内配额 89.4 万吨，2014 年度国

内至少新增供给 $681+89.4=770.4$ 万吨，2014 年度需求充其量 660 万吨，2014 年度仍将过剩 110 万吨。

国内棉花需求若要有较大提升，与国外棉价和国内非棉纤维相对都要有比较优势，即保持相对的价格优势，低价才能保持相对优势，中国棉花价格的相对低价可能使国内棉花需求恢复到 2010 年度 1000 万吨左右的水平，中国国内棉花需求有效提升，中国的去库存化难题有望逐步化解，即国内棉花价格维持相对低价是刺激中国国储去库存化的有效途径。

结论：大逻辑决定大趋势，逻辑不变趋势不改；国际国内供过于求的大背景、全球高库存的现实、国内需求不足的显现、国内国储库存的超高压力等问题，这些决定了 2014/2015 年度国际国内棉价偏空的大逻辑，2014/2015 年度国际及国内棉价趋势向下；棉花期货 CF1501 及 CF1505 基本操作策略：2014/2015 年度棉花期货以卖出为主，14000 是相对顶部，长期趋势将向 12000 迈进。

根据以上对 2014/2015 年度棉花价格趋势的总体判断，确定年度基本策略是卖出保值为主。

（二）棉花卖出套保

国投南京公司认同 2014/2015 年度棉花价格的整体判断是趋势性下跌为主，但 2014 年国内新籽棉即将大规模上市

的 9 月份下旬，市场传言个别责任企业将按 14200 元/吨大单敞开收购皮棉，籽棉价格和期货价格在 2014 年国庆长期后一路上涨；南京国投公司在棉价飙升的 2014 年 10 月中旬召开紧急会议，公司内部召集各业务部门召开行情分析会，同时邀请期货公司研究员召开数次行情研讨会，招商期货给出的结论是 2014/2015 年度国内供需失衡严重，国储高库存抑制棉价上涨高度，建议国投南京公司坚持偏空观点，仍以逢高卖出为主；国投南京公司领导经过严谨论证和慎重决策，坚持对棉花趋势偏空的看法，决定根据情况择机在期货市场入市卖出。

2014 年 10 月 21 日，国投南京公司在新疆地区的棉花加工厂反映：籽棉价格上涨状态开始停止，南疆有部分地区籽棉价格从最高 7 元/公斤以上开始有所回落。国投南京公司确认情况后认为入市时机即将到来，随后两三天新疆各地传来籽棉价格滞涨回落的消息，2014 年 10 月 24 日国投南京公司抓住时间在 CF1501 合约 13800 元/吨左右果断卖出 200 手（合 1000 吨皮棉）；此后几天新疆籽棉价格继续回落，10 月 27 日新疆各地已经被籽棉价格下跌的消息传染，新疆各地都出现籽棉回落的情况，国投南京公司确认期货卖出时机到来，当天果断在 CF1501 合约以 13700 元/吨的均价卖出 400 手（合 2000 吨皮棉）；10 月 29 日至 11 月 3 日期间，CF1501 反弹后继续回落，国投南京公司在此期间合计卖出 200 手（合 1000

吨皮棉), 均价 13650 元/吨左右。截止到 2014 年 11 月 3 日国投南京公司累计在 CF1501 建仓 800 手(合 4000 吨皮棉), 持仓均价 13710 元/吨左右。在期货建仓的同时, 国投南京根据期货价格谨慎收购籽棉, 折合皮棉 7000 吨以上, 籽棉加工注册成仓单后基本保证严格锁定 200 元/吨以上价差利润的前提下通过招商期货注册棉花仓单 4000 吨。

随着责任企业大单收购传言被证明是谣言, 棉花价格回归供需基本面, 2014/2015 年度国内棉花严重供过于求的格局压制棉价持续下跌, 截止 2014 年 11 月 25 日 CF1501 最低下跌至 12490 元/吨, 接近年度内 2014 年 9 月 25 日 12470 元/吨的最低点, 此时 CF1501 的折现价格已经远远低于现货籽棉折合的仓单成本, 国投南京公司经过认真考虑, 决定逐步平仓 CF1501 合约的空头头寸, 同时注销掉期货仓单在现货市场销售。2014 年 11 月 25 日至 12 月 5 日, CF1501 持续反弹, 一度反弹至最高 13365 元/吨, 12 月 6 日棉价开始继续下跌, 12 月 17 日 CF1501 跌破 13000 元/吨, 国投南京公司果断开始平仓期货空头头寸, 同时注销仓单, 组织公司销售人员在现货市场推销注销的棉花仓单。2014 年 12 月 17 日至 12 月 29 日, 国投南京公司在 CF1501 合约 800 手持仓进入交割月前全部平仓, 把注册的 4000 吨棉花仓单基本全部注销并基本销售完毕。

图 3. CF1501 合约 2014. 06. 26-2015. 01. 16 走势图



2014年10月24日国投南京公司开始卖出CF1501至12月29日空头持仓平仓完毕，持仓时间2个月以上，期间经历过CF1501大幅下跌的盘面盈利和CF1501反弹期间的盈利回撤，但国投南京公司掌握有4000吨棉花仓单作保证，期现结合，根据期货市场和现货市场的波动调整套保策略，最终实现理性的套保效果。

国投南京公司建仓步骤：

合约	入场时间	建仓数量（手）	建仓价格
CF1501	2014. 10. 24	200	13800
CF1501	2014. 10. 27	400	13700
CF1501	2014. 10. 29-11. 03	200	13650
合计		800	13710

国投南京公司平仓步骤：

合约	平仓时间	平仓数量（手）	平仓价格
CF1501	2014. 12. 17	100	12905
CF1501	2014. 12. 18	100	12750
CF1501	2014. 12. 20	300	12800
CF1501	2014. 12. 23	200	12830
CF1501	2014. 12. 25	100	12850
合计		800	12820

国投南京公司期货平仓盈利合计：（13710-12820）

*800*5=3560000（元）

国投南京公司现货平均成本 13500 元/吨，平均销售成

本 13000 元/吨以上，现货平均亏损 500 元/吨，合计亏损 $500 \times 4000 = 2000000$ （元），最终实现套保收益 $3560000 - 2000000 = 1560000$ （元）。

（三）仓单买卖

2015 年 1 月中旬至 2 月下旬，CF1505 价格持续上涨；2015 年 3 月初，关于兵团棉花将降价销售的传言硝烟尘上，3 月上旬开始 CF1505 也已经表现出上涨乏力，盘中回调幅度较大。国投南京公司坚持 2014/2015 年度棉价偏空的总体看法，且认为兵团降价将对棉花现货价格形成较大压力，对自身现有棉花库存造成较大贬值风险，于是当市场传言兵团降价销售的过程中，国投南京公司于 2015 年 3 月 5 日在 CF1505 合约上果断对库存棉花进行卖出保值，卖出 CF1505 合约 1200 手（合 6000 吨），卖出均价 13180 元/吨。

图 4. CF1505 合约 2014. 11. 13-2015. 05. 15 走势图



随着兵团降价销售的传言日盛，棉花期货价格和现货价

格逐步走低，国投南京公司考虑把现有库存棉花注册成棉花仓单用于交割，但在注册过程中发现库存棉花大部分不能满足郑州商品交易所交割要求，国投南京公司利用与新疆地方企业及兵团建立的深入合作关系，尽快处理和销售不能注册成棉花仓单的棉花，同时在期货市场平仓套保头寸；同时国投南京公司根据大单采购优势挑选可注册成仓单的棉花，考虑在 CF1505 上交割。2015 年 3 月份至 4 月份，棉花期货价格和现货价格下跌速度较快，幅度也相对较大，最终国投南京公司整合可交割资源 2000 吨，注册成功 50 张棉花仓单在 CF1505 上成功交割，在价格连续下跌过程中减少了企业损失。

国投南京公司建仓步骤：

合约	入场时间	建仓数量(手)	建仓价格
CF1505	2015. 03. 05	1200	13180
合计		1200	13180

国投南京公司平仓步骤：800 手随着现货销售，期货平仓；400 手组织仓单交割。

合约	平仓时间	平仓数量(手)	平仓价格	备注
CF1505	2015. 03-04	800	12820	现货销售，期货平仓
CF1505	2015. 05. 15	400	12920	最后交易日按结算价交割平仓
合计		1200	12853	

国投南京公司 800 手现货套保头寸期货盈利合计：

$(13180-12820)*800*5=1440000$ (元)；现货平仓成本 13000 元/吨，销售均价 12850，现货亏损 $(13000-12850)*4000=600000$ (元)，即国投南京公司 800 手未组织仓单部分实现套保收益 $1440000-600000=840000$ (元)。

国投南京公司 400 手组织棉花仓单部分：仓单成本 12900 元/吨，CF1505 平仓建仓价 13180 元/吨，实现交割收益 $(13180-12900) * 400 * 5 = 560000$ （元）。

（四）创新模式——棉花非标仓单采购

近年来纺纱厂普遍资金紧张，贸易企业灵活的账期可以达到维护客户、扩大业务规模的目的，但同时也会产生信用风险及货物贬值风险，并增加自身财务压力。因此，业务模式创新非常必要。

国投南京公司具有雄厚的集团背景，又通过资源整合拓宽了产业链平台，同时具备了资金优势和棉花产业链资源优势。能否使这种优势转化成效益？国投南京公司想到了业务模式创新。

2015 年 4 月下旬，国投南京公司与张家港某纺纱厂达成 5-7 月份棉花供货合同，合同期 3 个月，合同数量 600 吨，合同期内月度平均 200 吨；由于该纱厂资金困难，无力全额支付货款转移货权，该纱厂向国投南京公司先行支付 20% 货款锁定选定棉花的货权，答应在三个月内按纺纱进度平均提货，并在出库时再支付 80% 货款；由于兵团降价销售的传言开始得到市场认可，同时市场传言国储棉也将很快要进行抛储，受以上因素影响，下游纺纱企业对未来棉价预期较低，认为仍有下跌空间，因此，该纱厂要求订购的 600 吨供货合

同要求在提货时按照市场价进行结算。南京国投公司对阶段性棉花价格同样持有偏弱观点，若未来棉价果真下跌，执行该供货合同将有较大损失。南京国投公司与该纱厂沟通，按供货合同同等数量在 CF1509 上进行卖出保值，纱厂提货时提前通知国投南京公司，以便国投南京公司在期货市场提前做好对冲处理的预案；国投南京公司同意按照纱厂提货当天的市场价进行货款结算，但纱厂需要支付高于 CF1509 当天期货结算 30 元/吨额外资金，作为对国投南京公司供货合同期内风险管理的补偿。双方就以上内容达成一致意见，该供货合同得以顺利签订。

2015 年 5 月上旬，兵团棉花果然降价销售，以 13200 元/吨作为基准，大单采购每 1 万吨降价 100 元/吨，大单采购 3 万吨以上降价 300 元/吨，现货价格和期货价格应声下跌；2015 年 7 月 10 日，国储棉抛储政策公布，2011 年度棉花按照 13200 元/吨进行抛储，2012 年度棉花按照 14200 元/吨进行抛储，进口棉按照 15000 元/吨进行抛储，虽然 07.10-08.31 计划抛储 100 万吨仅仅成交 6.34 万吨，但国储棉抛售的极低成交率打击市场信心；2014 年 7 月 14 日新疆兵团又宣布按照 12350 元/吨销售新疆机采棉，市场价格再受打击。2015 年 5-7 月份，现货市场经历国储棉抛储和新疆兵团销售降价之后，现货价格疲弱不堪，期货价格同样震荡下行。

在现货价格和期货价格持续下跌的过程中，国投南京公

司严格履行了供货合同，按照该纺纱厂提货当天的市场价结算货款，由于纺纱厂没有提前锁定供货合同的棉花价格，在棉价下跌的过程中降低了采购成本，同时又提前锁定了棉花品质，保证了企业生产连续性和产品质量；国投南京公司由于提前预判了棉价趋势进行了充分套保，在棉价下跌的过程中规避了存货贬值损失，并敢于签订长期供货合同，维护了产业链客户，同时扩大了企业经营规模；在此过程中，国投南京公司还获得了 30 元/吨的额外收益，作为对客户订货进行风险管理的补偿，另外在此过程中期货跌幅大于现货跌幅，国投南京公司还获得了额外的基差收益。

五、中国国投国际贸易南京有限公司业务风控体系及措施

国投南京公司在长期的期现结合参与过程中，逐步形成了“严控风险、稳步发展”的经营原则；国投南京公司总结近年来期现结合的经验教训，对风控的认识逐步深刻，风控制度逐步完善，风控体系逐步健全，风控措施逐步到位，构建了企业在参与期货市场过程中的“风险防控网”，具体包括如下三个方面：

（一）制度方面

制度建设是基础。首先，国投南京公司针对期货套保和套利业务建立了风险隔离、利益冲突与关联交易的防范制度、

风险管理制度、信息披露与报告制度等；其次，国投南京公司根据其业务实际，建立了内部控制双岗制与风险控制复核制度，细化套期保值管理制度及操作流程等细节；第三，建立针对期货套保和套利业务的财务预算管理制度，提前做好资金预算，做好仓单质押和折抵业务，既保障套保套利业务的顺利开展，同时又有效提高资金使用效率。

（二）流程方面

流程控制是关键。在业务开展中，国投南京公司期现结合业务实行项目制，重大期现结合项目的推进均需要根据具体情况经过项目评估委员会、风险控制委员会或投资决策委员会审议通过，层层把关，控制风险最小化。在具体业务操作流程中，需要《客户需求表调查》、《客户基本信息申报表》、《项目评估表》、《项目执行及合同签署申报表》、《项目进度一览表》等。

（三）操作方面

操作管理是核心。国投南京公司从参与期货市场之初便建立了资金、货物、期货头寸三位一体的业务风险控制操作体系：当资金支付出去时，保证货权在国投南京公司，同时期货头寸做了相应保值；当货权转移时，对方已支付资金，期货头寸相应了结。在具体业务中，财务管理中心、机构服务中心、交易风控中心三个职能部门紧密配合，时刻关注三

者的匹配度，建立每日风险会议制度，保证公司目前无风险事件发生。

六、中国国投国际贸易南京有限公司参与期货心得及体会

国投南京公司作为大型贸易公司，与期货有着天然的联系，经过对期货市场多年的参与和操作实践，通过与产业客户多年的合作，总结出以下几点心得与体会：

（一）要熟悉交易所交易、交割等相关制度

对于郑商所交易品种来说，要牢记《郑州商品交易所标准仓单管理办法》、《郑州商品交易所交割细则》、《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》等，熟知仓单有效期、仓单交割标准、交割替代品及升贴水规定等，以便在仓单操作实践中提前做好风险防范预案，做好资金管理预案，做好持仓管理预案，做好成本核算等；没有对交易制度的深入理解而参与期货市场，这本身就是极大的风险。因此，要避免因对交易、交割制度不了解带来的业务风险。

（二）要树立科学套期保值观念

套期保值是对敞口头寸的风险管理，不是投机交易，产业客户要以期现货结合的角度对待套期保值期货头寸的盈亏，要时刻根据所持有的现货头寸进行一定比例的保值管理。

(三) 要建立完善的风控体系

国投南京公司既是贸易公司，同时也具备风险管理公司的特征，国投南京公司在部门设置、人员配置、制度设计、流程控制等方面建立了完善的风控体系。

(四) 要培养专业队伍

风险管理行业对人才素质的要求很高，需要既懂期货、又懂现货的复合型人才，需要既懂金融、又熟知贸易的实用型人才，需要既了解国内市场、又熟知国外市场的创新型人才。

七、对郑州商品交易所的几点建议

(一) 棉花期货经过多年的发展，目前流动性不足的问题仍较突出，建议郑州商品交易所进一步加强对棉花期货的宣传工作，引导更多的个人投资者和产业投资者关注棉花期货、参与棉花期货，为棉花期货的真正套保者提供充分的流动性支持。

(二) 棉花期权产品尽快推出，实现真正的套期保值风险管理工具。目前市场上存在期货公司或其风险管理子公司提供的场外期权，但存在期权费定价偏高、信息不透明、交易对手稀缺、行权执行可能产生信用风险等问题，郑州商品交易所推出棉花期权品种可有效满足企业套保需求。

（三）建议增加棉花及纺织产业链期货品种，构建整个大棉纺期货产业链。就棉花品种而言，建议适时推出棉籽、棉粕、棉油期货，形成棉副产品完善链条，既可以对棉花价格精确定价，也可以吸引棉副产品相关者有效参与；就棉花上下游及替代品而言，建议适时推出棉纱、涤纶短纤、长丝等期货品种，完善纺织产业链，吸引整个纺织产业链参与到期货市场。

（四）提高棉花期货交割标准。棉花期货交割标准应该起到产业引导的作用，即引导棉花产业生产高质量的棉花；目前国内棉花质量较几年前明显下降，棉花期货仓单质量标准更是下降较大，之前棉花期货仓单代表优质棉花的形象一去不复返，棉花交割标准的提升有利于产业链买方参与，实现买卖双方的力量均衡，过低的交割标准鼓励现货卖方打击现货买方兴趣，长期的不均衡将限制棉花品种发展潜力。



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年棉花品种期现结合示范点基地

报告名称	新疆银隆农业国际合作股份有限公司棉花期货“点基地”项目报告
“点”基地名称	新疆银隆农业国际合作股份有限公司
辅导公司	华信万达期货股份有限公司
课题人员名单	
郑商所协调人	
报告日期	2015-09-02

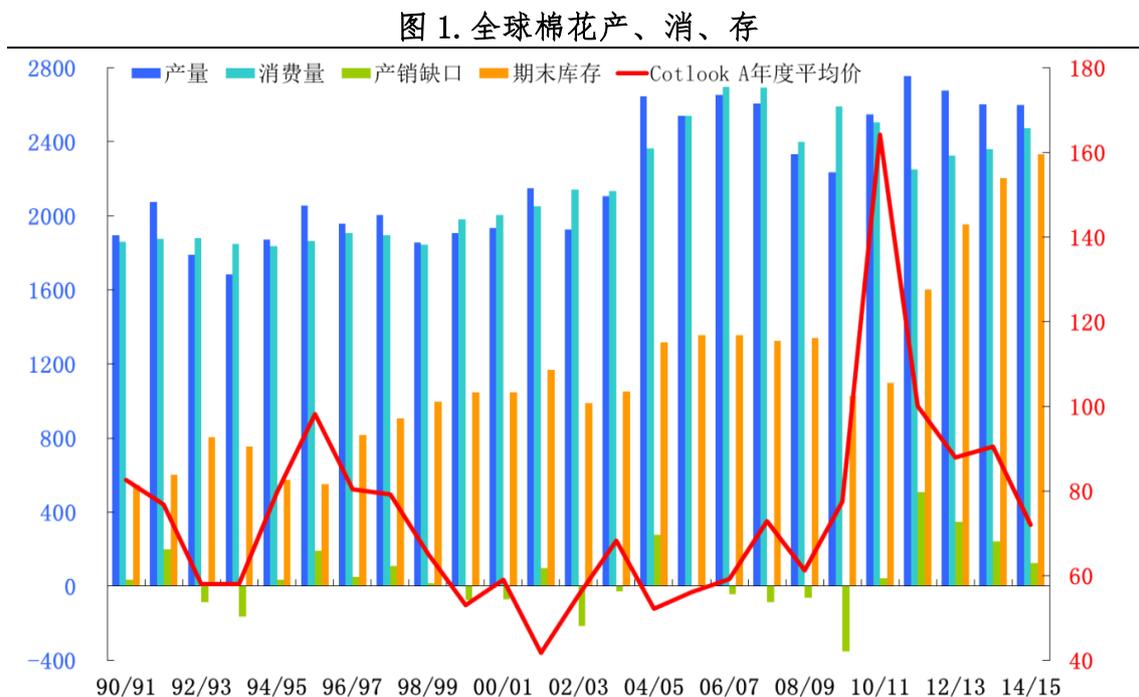
目录

一、2014年10月国内外棉花市场行情分析.....	107
(一) 全球基本情况.....	107
(二) 中国棉花市场基本情况.....	113
(三) 价差结构分析.....	116
二、2014/15年度棉花套期保值策略	118
(一) 成本分析.....	118
(二) 套期保值方案.....	120
(三) 2014年度套保方案实施及效果	120
(四) 银隆农业期货操作团队及管理制度.....	121
(五) 总结与体会.....	124
(六) 新年度如何进一步利用期货市场.....	125

一、2014年10月国内外棉花市场行情分析

(一) 全球基本情况

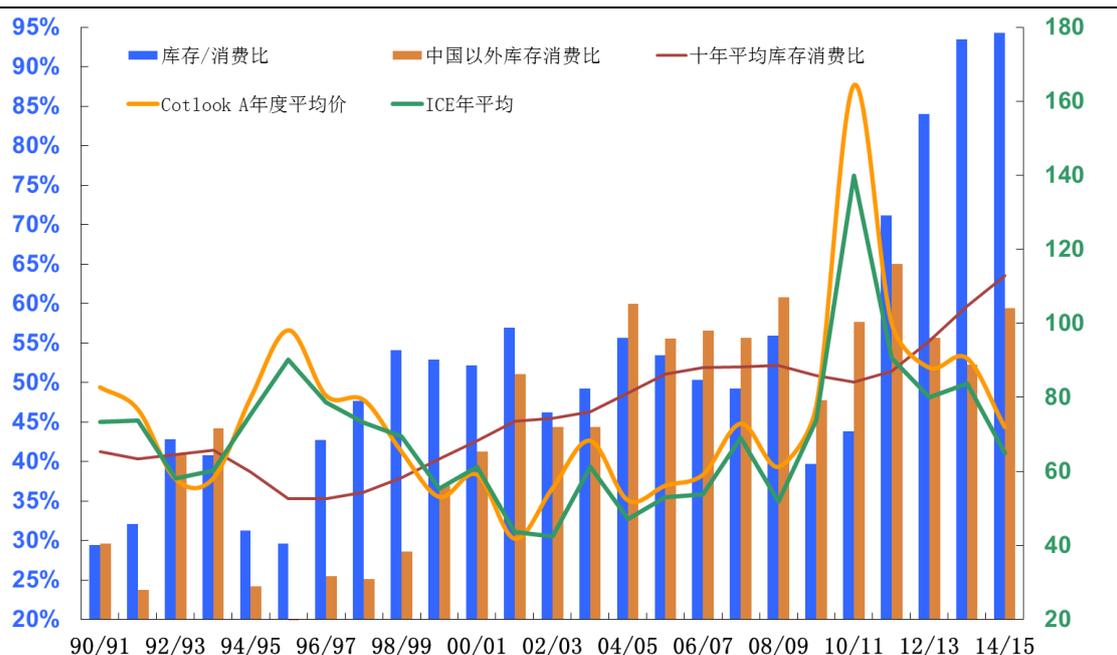
1、全球棉花产消存



图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

2014年10月,USDA预测2014/15年度全球棉花产量2599万吨,消费2475万吨,供应过剩124万吨,进出口量749万吨,期末库存达到创纪录的2332万吨。

图 2. 全球棉花库存消费比



图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

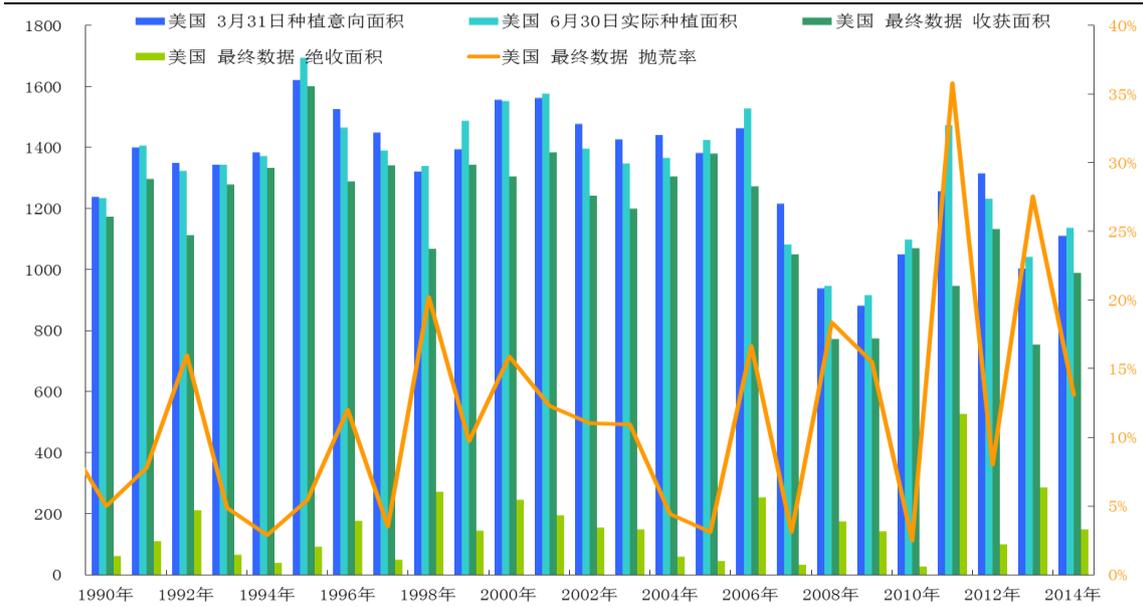
2014/15 年度全球库存消费比上升至 94.22%，远高于十年平均值 63.52%。在中国收储前，全球库存消费比最高仅为 52.19%，均值仅为 43.43%。

从数据分析，2014/15 年度全球期末库存将达到 2332 万吨，扣除中国因素后，中国以外地区期末库存达到 979 万吨，创历史新高，虽然中国以外地区消费增加，但库存消费比依然达到 59.4%，处于高位水平。

扣除中国国储库存后，全球库存依然达到 1196 万吨，高于 1093 万吨平均水平。在不考虑中国及国储因素后，全球库存均处于高位水平，在供应严重过剩、全球经济复苏步伐缓慢的情况下，处于高位的库存将对国际棉价构成极强的压力。

2、美国市场基本情况

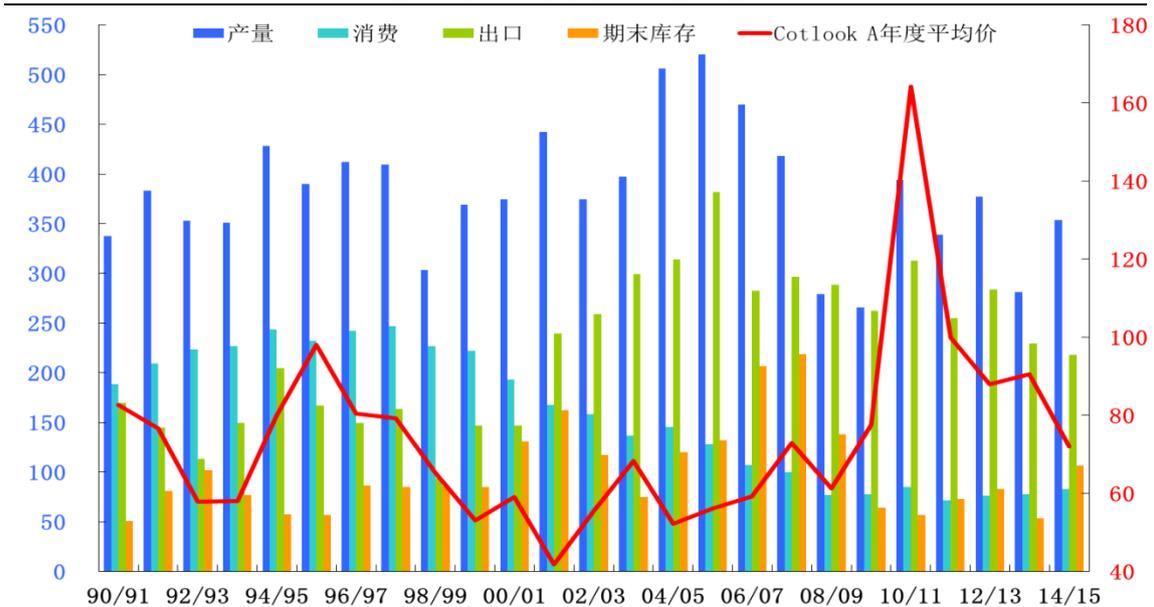
图 3. 美国棉花产、消、存



图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

2014 年美国植棉面积 1137 万英亩，较 2013 年 1041 万英亩增加 96 万英亩，增幅达到 9.2%。2013 年美国抛荒率达到 27.6%，10 月 USDA 预期 2014 年抛荒率降低至 13.1%，收获面积将达到 988 万英亩，较上年增加 31.0%。

图 4. 美国棉花产、消、存



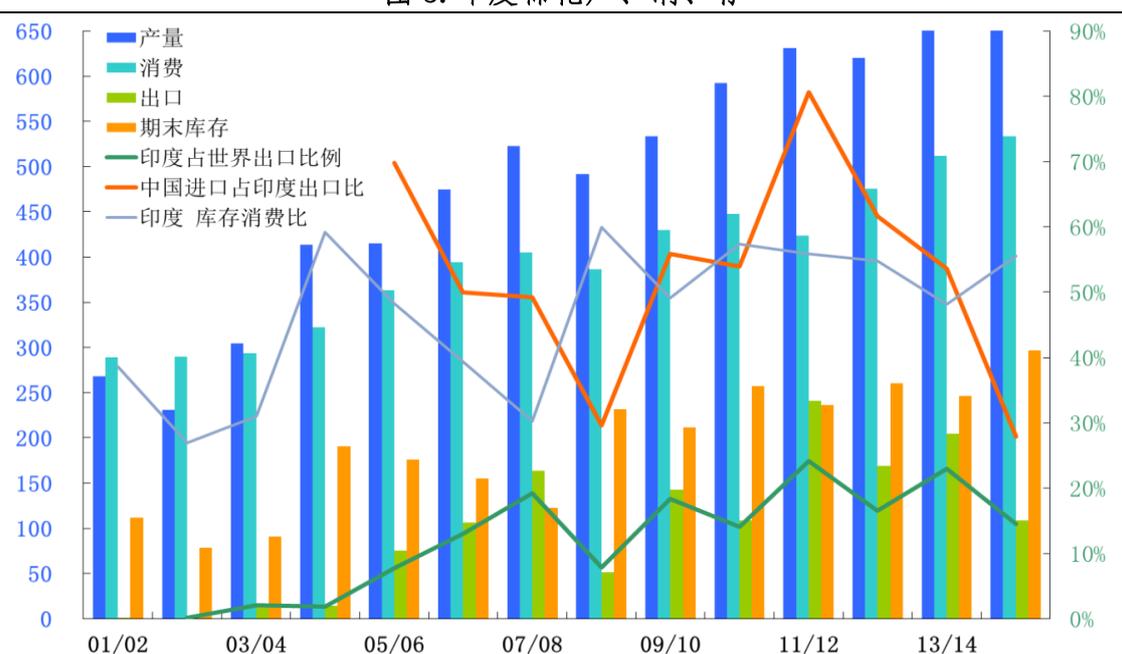
图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

USDA 预测 2014/15 年度美棉增产 73 万吨至 354 万吨，增幅达到 25.9%；期末库存上升 53 万吨至 107 万吨，如果产量增幅与面积增幅相同，美棉产量将达到 368 万吨。基于产量及库存分析，2014/15 年度美棉将面临较大的销售压力，国际棉花定价中心美国的棉价将因此下跌。

3、印度市场基本情况

2014/15 年度印度植棉面积超过 1.8 亿亩，近两年印度开始发展转基因棉花，这将导致未来印度单产与总产水平提升，有望取代中国成为下一个纺织工业中心。

图 5. 印度棉花产、消、存



图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

印度 2014/15 年度棉花产量 675 万吨，与上年度持平，首次超过中国成为最大生产国，期末库存将达到 296.5 万吨，库存消费比达到 55.59% 的高位水平。本年度供应过剩 142 万

吨,出口大幅萎缩至109万吨,在全球市场占比下降至14.54%,面临前所未有的销售压力。

表 1. 印度棉花出口与中国进口印度棉对比

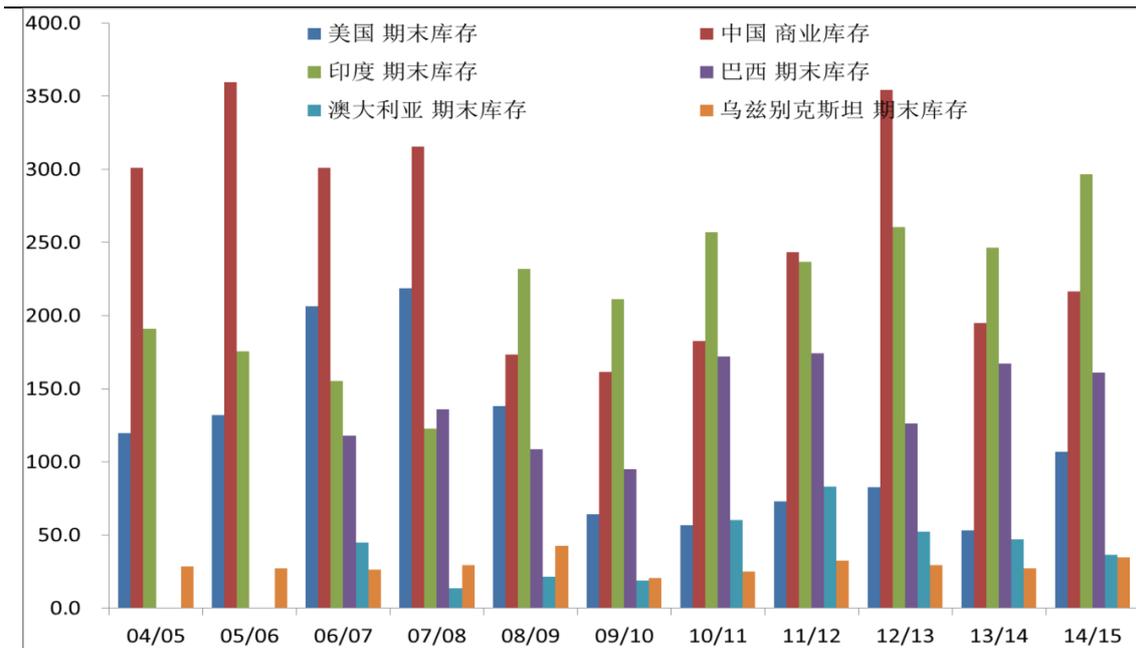
年度	印度出口	中国进口印度棉花	出口中国/总出口	中国总进口量	进口印度/中国总进口
09/10	142.6	79.7	55.89%	237.42	33.57%
10/11	108.9	58.77	53.97%	260.8	22.53%
11/12	241.2	194.6	80.68%	534.16	36.43%
12/13	168.7	104	61.65%	442.63	23.50%
13/14	204.7	109.74	53.61%	307.49	35.69%
14/15	108.9	45.51	41.79%	150	30.34%

从上表来看,2009/10-2013/14 年度的 5 个年度之内,印度棉花累计出口中国 546.8 万吨,平均占其出口量的 61.16%,年均出口中国 109 万吨,其中 2011/12 年中国进口印度棉占其出口的 80.68%,即中国是印度不可或缺的市场。

2014/15 年度中国减少进口,印度棉市场将大幅萎缩,其价格可能维持低位水平,原料价格的下跌可能导致其纱价走低,挤占中国棉纱市场份额。

4、全球棉花库存结构

图 6. 全球棉花库存结构



图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

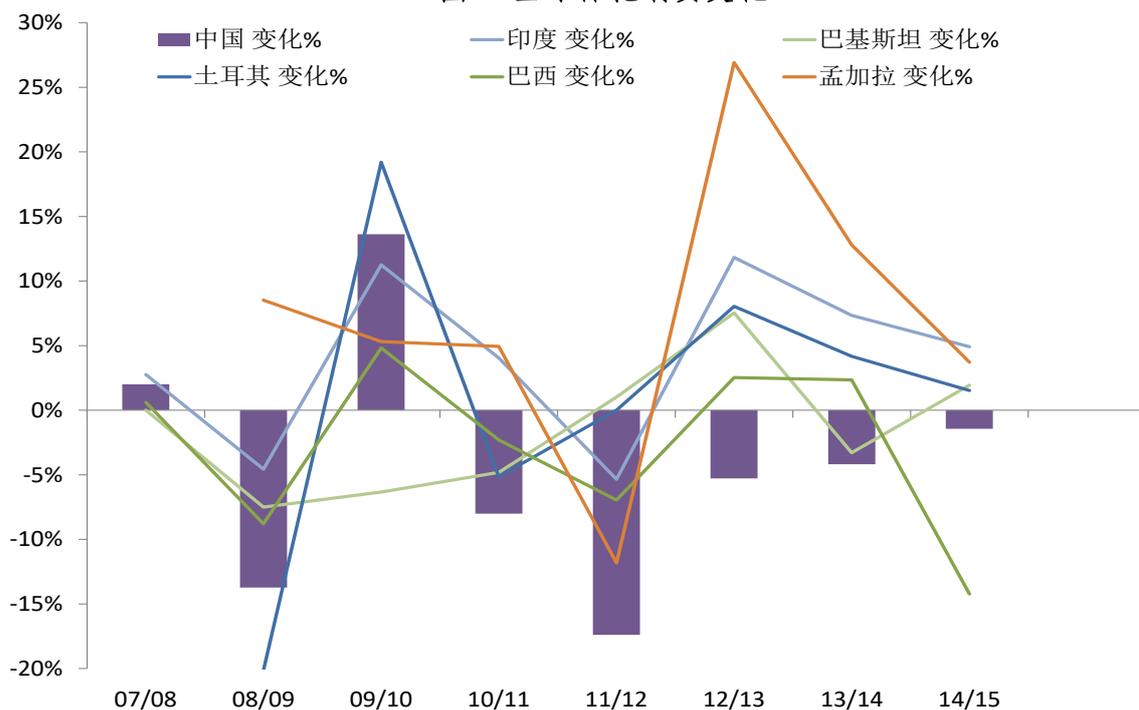
从主要生产国、消费国库存情况来看，美棉库存处于中等水平，但印度库存创历史新高，巴西库存同样处于高位区域，他们将成为国际棉价的主要压力，并拖累美棉价格下跌。

5、全球棉花消费变化

图 2. 三年收储中国与全球消费变化对比 (USDA)

	全球消费	中国消费	中国以外地区消费
历史最高	2695.4	1088.6	1606.8
2010/11 年度	2505.3	1001.5	1503.8
2013/14 年度	2360.3	751.2	1609.1
增加	-145	-250.3	105.3
增幅	-5.79%	-24.99%	7.00%

图 7. 全球棉花消费变化



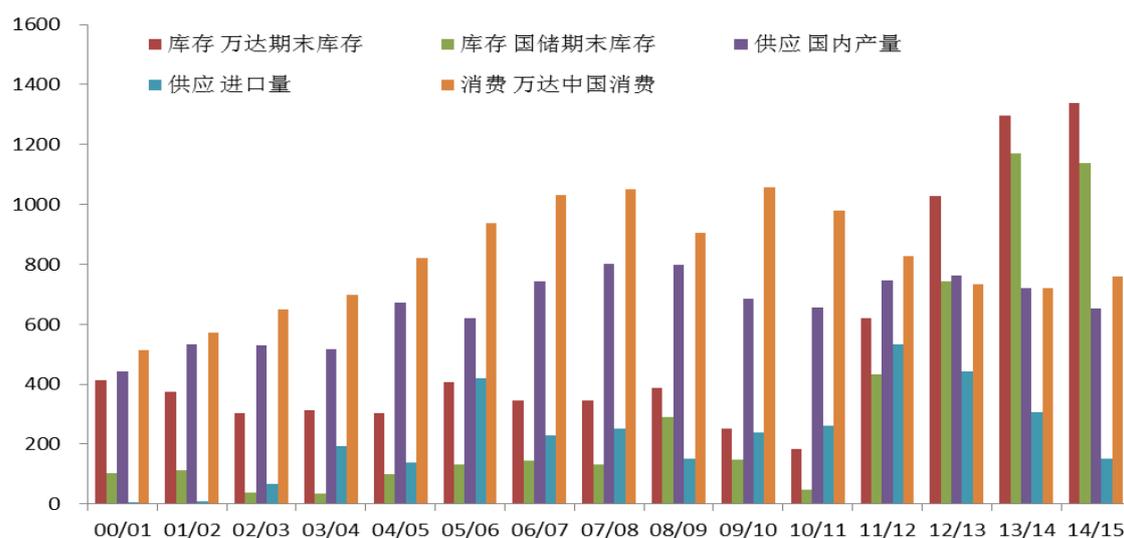
图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

从消费国家数据来看，2014/15 年度除中国与巴西消费下降外，印度、巴基斯坦、土耳其、孟加拉等国家消费均保持增长态势，中国市场正在被第三世界国家侵蚀，中国消费的萎缩将对 2014/15 年度棉价形成压力。

（二）中国棉花市场基本情况

1、中国棉花产消存

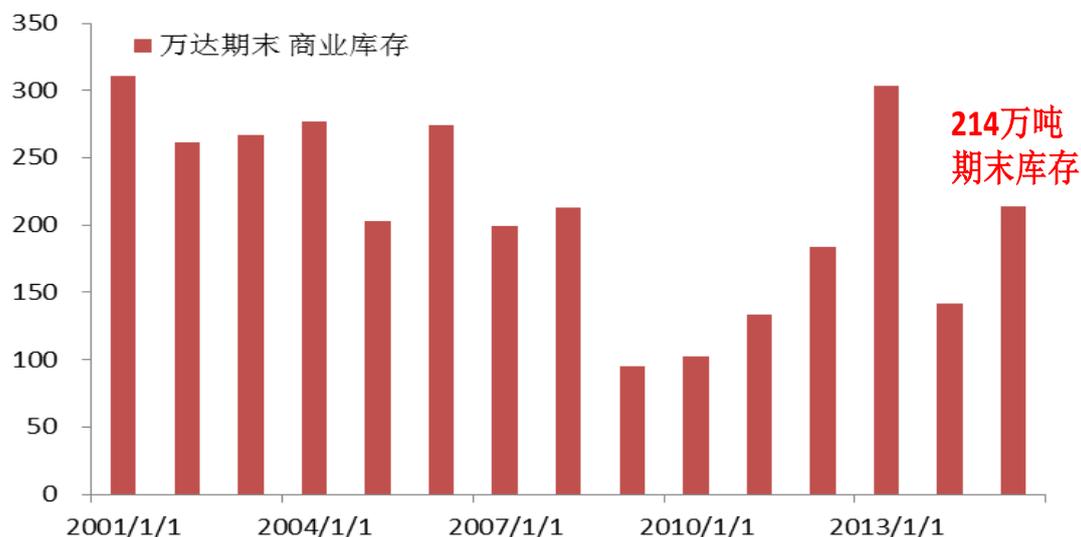
图 8. 全球棉花产、消、存



图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

2014 年 10 月，预期 2014/15 年度中国棉花产量 652.0 万吨，消费 760.0 万吨，进口 150 万吨，当年供应 802.0 万吨，期末库存将达到 1337.2 万吨，商业库存达到 200.6 万吨，即本年度中国供需宽松，全年棉价将维持弱势。

图 9. 中国期末库存结构 (7 月底)



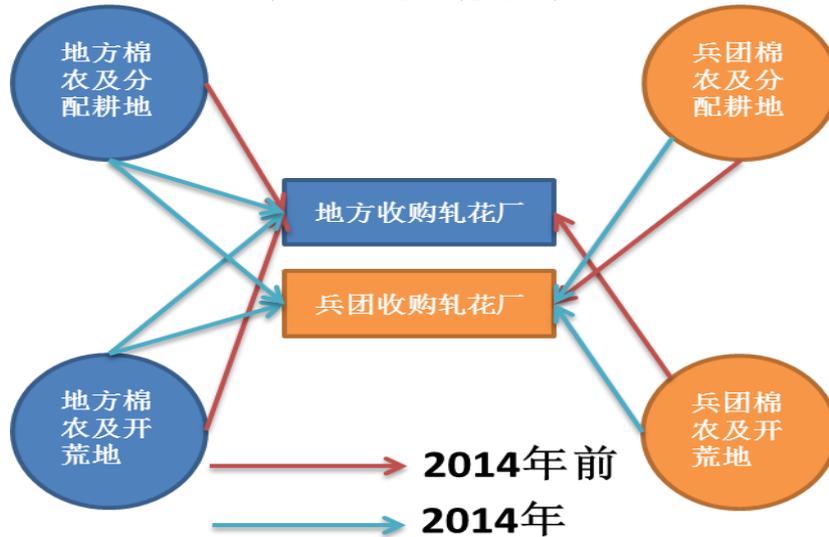
图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

从历年 7 月底中国商业库存对比数据来看，2009-2011 年商业库存均处于低位水平。本年度 7 月商业库存将上升至

214 万吨，按月均 60 万吨消费计算，足够 2015 年 8、9、10 三个月的消费，顺利完成新老棉的接轨。

2、2014/15 年度资源重新分配，企业收购资源减少推高收购价格

图 10. 新疆棉花流向图

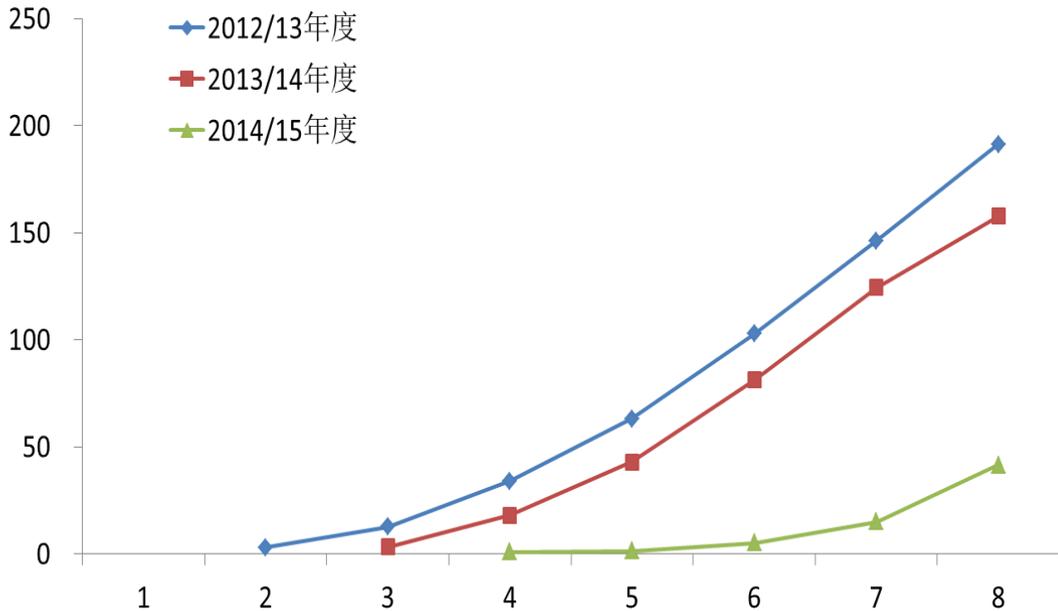


图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

2014/15 年度新疆实行目标价格补贴政策，兵团按产量地方按面积分开补贴，这导致兵团棉花难以流出到地方市场，历年兵团流出的棉花在 2014/15 年度回流兵团申请补贴。按 25 万吨棉花回流入兵团计算，新疆兵团产量有望达到 185 万吨，地方产量下降至 210 万吨，按 800 条生产线计算，平均 2625 吨/线。按 25 万吨计算，将近 100 条生产线无法获得资源，这导致 10 月初轧花厂普遍反映收购资源减少，10 月初抢收籽棉推高成本：北疆机采棉价格 5.4 元/公斤左右，折算成本 13700 元/吨左右。南疆地方手摘棉收购价格 6.2-6.6 元/公斤不等，折皮棉成本 14600-15300 元/吨不等。

3、上市进度推迟

图 11. 新疆棉花上市进度图



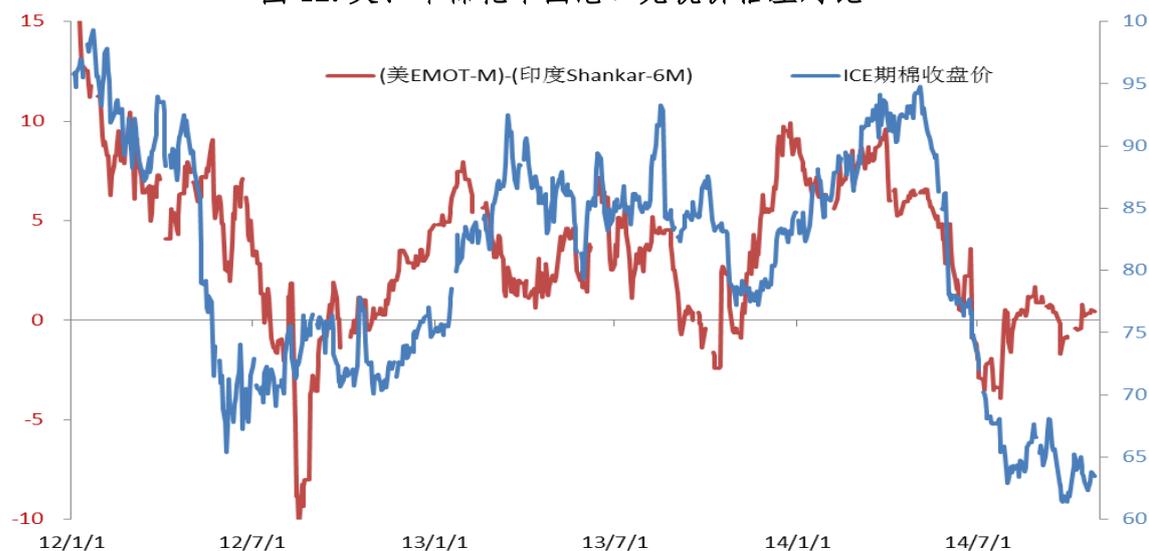
图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

截至 10 月 26 日，新疆累计入库棉花 72.3 万吨，公检棉花 35.3 万吨，上年度同期达到 133 万吨。上市推迟导致短期供应紧张，而纺织企业集中补库显示现货需求旺盛，同时 9 月底 10 月初中棉集团对外报价 14000 元/吨托市收购皮棉，这使现货市场需求增加，皮棉价格上涨带动籽棉价格走高。

(三) 价差结构分析

1、美棉与印度棉价差

图 12. 美、印棉花中国港口完税价格差对比



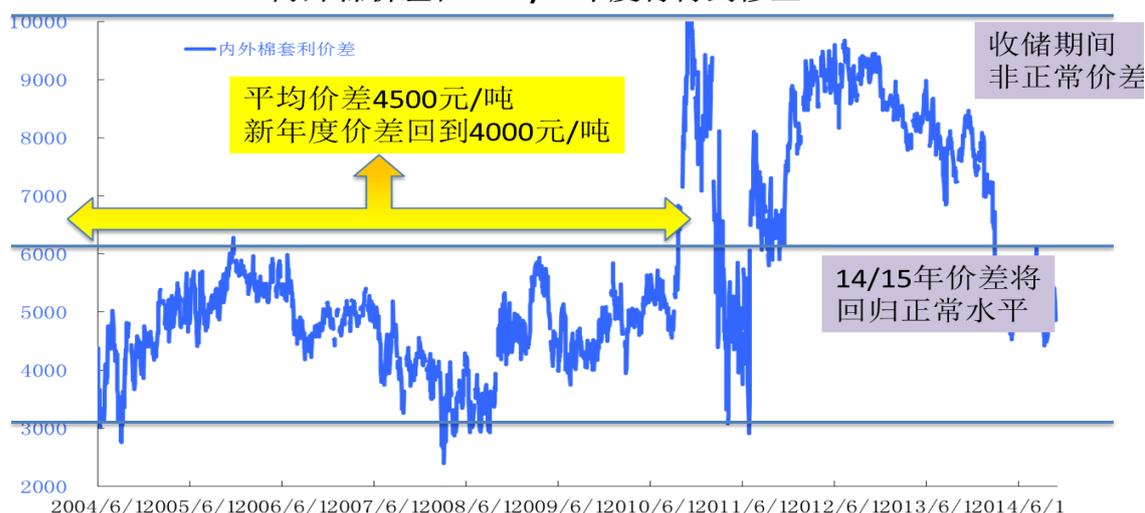
图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

美棉与印度棉价差缩小，随着新棉上市资源的增加，未来美棉价格下跌将拖累国际棉价。

2、中美棉花价格差

图 13. 中美棉花价格差

内外棉价差在2014/15年度将得到修正



图表数据来源：华信万达期货股份有限公司棉花研究中心

从上图来看，2014/15 年度内外棉价差偏高，但随着中国棉花重新市场化，价差将得到修正，预期将回归至 4000 元/吨左右。我们以 ICE60 美分计算（折人民币报价 8127 元/吨，内外棉价差 4000 元/吨），国内郑棉价格低点为 12200

元/吨左右，因此预期 2014/15 年度国内棉价区间位于 12000-15000 元/吨之间。

综合以上数据分析，2014/15 年度全球及中国棉花依然处于供大于求格局，同时全球期末库存依然处于高位水平，全球棉价将因此维持跌势，国内郑棉期货年度低点有望至 12000 元/吨。但由于 9 月底 10 月初中国政府托市、新棉推迟上市导致轧花厂抢收、下游纺织企业集中补库等因素影响，10 月市场形成短期利好，棉价虚高，这导致我们企业收购成本大幅增加，企业库存风险扩大。虽然价格偏高可能导致企业经营风险扩大，但同时也为企业提供了良好的卖出保值机会。基于以上分析，我们为农垦农业公司在 2014 年制定了卖出保值计划，并具体实施如下。

二、2014/15 年度棉花套期保值策略

（一）成本分析

1、收购成本

南疆手摘籽棉平均 6.1 元/公斤、1.7 元/公斤棉籽、40 衣分、500 元/吨加工费计算，企业收购成本达到 13570 元/吨左右。

2、交割成本

1 月前运输高峰期，从工厂到交割仓库运费 1100 元/吨左右，倒短及监管库费用 225 元/吨，入库及注册仓单 100

元/吨，亏重 1.5%，按 13500 元/吨计算，亏重损失 200 元/吨，合计成本达到 1625 元/吨，出疆运输补贴 500 元/吨，实际成本达到 1125 元/吨。

3、资金利息

企业主要利用发行贷款资金收购棉花，按年息 6% 基准利率、13500 元/吨货款计算，月息 67.5 元/吨，10 月收购到 1 月交割汇款，不超过四个月，资金利息 270 元/吨。

综合上述三点，企业实际净成本：

收购成本+交割成本+资金利息=13570+1125+270=14965 元/吨

4、升贴水

新疆产地升水 200 元/吨

等级升贴水：南疆手摘棉二次公检后相对于标准级可实现 600 元/吨左右的等级升水

公毛重差：籽棉收购及皮棉成本为毛重，期货交割标准为公定，南疆公定与毛重之间差额达到 400 元/吨左右

以上三项升水=200+600+400=1200 元/吨

综合以上分析，考虑企业皮棉收购成本、交割费用、资金利息、等级升贴水等费用，郑棉 1601 合约最低卖出保值价格为：

企业实际净成本-升贴水=14965-1200=13765 元/吨

因此保守的策略为郑棉 1601 合约价格突破 13800 元/吨，企业卖出保值可以实现库存零风险。

(二)、套期保值方案

1 套保方向：卖出

2 卖出价格：1601 合约 13800 元/吨以上分批卖出保值

3 合约选择：1501 合约、1505 合约、1509 合约（逐渐过渡为主力合约，流动性好，政策性风险小）

4 套保数量：

企业每年有风险敞口的棉花贸易量近 100000 吨，通过期货市场卖出 20000 吨（4000 手）保值

进场时间：2014 年 12 月前

	价格区间（元/吨）	卖出数量（手）
第一批	13800	1000
第二批	14200	2000
第三批	14600	1000
平均/合计	14200	4000

5 资金准备

保证金： $20000 \times 14000 \times 7\% = 1960$ 万元

风险准备金： $20000 \times 500 = 1000$ 万元

合计准备资金 2960 万元

(三) 2014 年度套保方案实施及效果

1、建仓

合约	入场时间	建仓数量（手）	建仓价格	备注
----	------	---------	------	----

1501合约	2014年10月17日	1000	13884	
--------	-------------	------	-------	--

由于 1501 合约最高仅至 14100 元/吨，未能完成 4000 手建仓任务。

2、平仓及效果评估

平仓时间	开仓价格 (元/吨)	数量 (手)	平仓价格	平仓数量 (手)	盈利 (元/吨)	总盈利 (万元)
12月1日	13884	1000	13081	700	803	281.05
12月2日			13104	300	780	117.00
合计		1000		1000		398.05

12 月现货价格按 14500 元/吨销售，实现 930 元/吨毛利润，计算期货市场盈利，企业实际毛利润达到 863.05 万元，扣除每吨 627 元总计 313.5 万元费用，企业实际净利润达到 549.55 万元，每吨净利润达到 1099.1 元。

3、其他期货套利、套保操作

	具体操作方法	效果
1	2014 年进口棉卖出套期保值，17000 元/吨	郑州期货价格跌至 12400 元/吨，盈利 4600 元/吨利润，规避价格下跌风险
2	2014 年 9-10 月 1411 期货合约棉价 14860-15340 元短暂期现基差交易时机，采购交割高指标优质棉花货源 2.6 万吨	质量公检升水幅度达 500-850 元
3	参与 1501、1505、1509 各期棉合约套保套利，卖 1 买 5、卖 5 买 9	累计循环交易 5.2 万吨，获利 1500 余万元

(四) 银隆农业期货操作团队及管理制度

1、银隆农业期货经营操作模式

针对各年度棉花市场形势及发展趋势，结合银隆农业棉花期货经营的具体情况，逐年增加棉花套期保值比例，最终完全实现期货定价收购、点价销售的新模式，从而扩大公司棉花经营规模。基于此，银隆农业形成六大经营原则：

(1) 提前预测并确定年度棉花价格运行趋势；

(2) 明确公司年度现货经营规模及风险额度；

(3) 根据价格判断确定保值额度，年度保值额度不低于50%，棉花期货价格高于企业预期利润目标，增加保值比例；

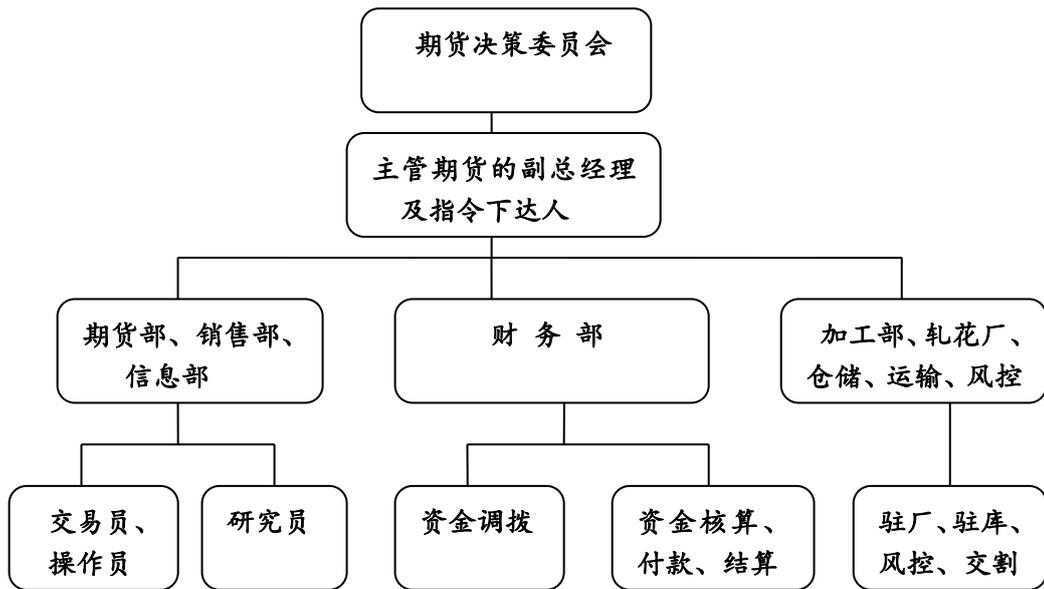
(4) 以期货价格倒推籽棉收购价格收购现货，同时期货市场卖出保值，规避风险；

(5) 提前发运部分棉花存放于交割仓库，以便能按期交割；

(6) 提供充足期货保证金和风险准备金，规避极端风险情况出现。

2、健全棉花期货市场营销决策执行风控体系

公司增强了期货部人员力量，同时成立了信息部和棉花电子商务部，通过采集棉农、轧花厂、仓库、贸易商、下游纺织企业、棉花棉纱进口市场、国际棉花市场、国际国内产业政策等信息进行汇总与分析，审慎制定套期保值方案，明确对套保操盘、监管、跟踪等分工权责。业务部门根据市场情况定期召开会议，分析市场行情趋势，提出操作决策预案落实执行。



3、制定执行严格的棉花期货经营原则及规章制度

银隆农业建立、健全了公司棉花期货的决策、经营、操作、结算、风控体系，制定了规范的《棉花期货套期保值业务管理办法》，规定资金调拨、交易、风险等岗位职责，制订了棉花套保程序。公司加工部、销售部、运输部、信息部、电子商务部、财务部等在套保的各环节配合期货部门做好信息收集、棉花加工、运输、检验、开票、交割、总结等一系列工作，做到环环相扣，规范高效。

4、银隆农业棉花期货交易风险管理制度

(1) 只做棉花、棉纱期货及相关期权产品，不得做规定之外的期货产品；

(2) 只做棉花、棉纱期货的卖出方，期权的买入方；

(3) 交易持仓规模不得超过总库存规模的 100%；

(4) 财务部确保资金调拨能力，能满足及时追加能力。

（五） 总结与体会

2014/15 年度是中国棉花再次市场化的第一年，也是目标价格补贴政策实施的第一年，市场出现的新情况、新问题为企业经营增加了难度。总结 2014/15 年度期现货面临的问题及情况，我们将在以下方面进行改善，以期在 2015/16 年度取得更好地成绩。

1、明确机采棉与手摘棉之间价差，进而合理套保。在新疆机采棉占据半壁江山的情况下，郑棉期货价格反应的是机采棉为主的低等级棉花价格，相对于南疆手摘棉，市场很难给出顺价保值的时机。因此新年度要明确机采棉与手摘棉之间的价差关系，制定负基差保值策略，避免 2015 年度保值目标确定过高而错过保值机会的情况发生。

2、期货现货市场两手抓。虚盘保值利润远高于实盘保值，因此虽然套期保值规避了库存贬值风险，但我们不能就此放弃现货市场。在期货价格大幅低于现货棉价的同时，如若能及时完成现货销售，期货市场平仓利润将远远高于计划利润。

3、积极参与棉花期货中转库业务。2015/16 年度新疆启用棉花交割中转仓库，我们将充分利用中转库的中转仓单，增加棉花的融资功能及金融属性。在此基础上积极推广期货点价销售的模式，规避集中运输高成本问题，使企业稳定健康发展。

（六）新年度如何进一步利用期货市场

1、充分利用交割中转仓库功能实现融资及定价功能

新年度新疆交割中转仓库启用，银隆农业将依托中转仓库生成中转仓单，使棉花标准化，以此开展期货定价销售的模式。同时利用中转仓单的融资功能，解决企业资金及保证金紧张问题，从而减轻财务压力，延长销售周期。

2、加强期货销售渠道建设

近两年纺织企业改变了用棉习惯，由以前的囤货改为随买随用，大量的销售压力与风险集中在上游轧花企业，新年度我们将积极拓展棉花期货规避风险及注册交割销售功能，增加企业的销售能力。

3、加强套利交易

经过与华信万达棉花研究中心沟通交流，近年棉花期货市场存在较为理想的套利机会与盈利空间，2015年度我们将依托华信万达的研究优势，发挥银隆农业的资金与销售渠道优势，增加套利交易规模，使之成为公司新的利润增长点。



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年棉花品种期现结合示范点基地

报告名称	河北星宇纺织原料有限公司棉花“点基地”项目报告
“点”基地名称	河北星宇纺织原料有限公司
辅导公司	中衍期货股份有限公司
课题人员名单	
郑商所协调人	
报告日期	2015-08-30

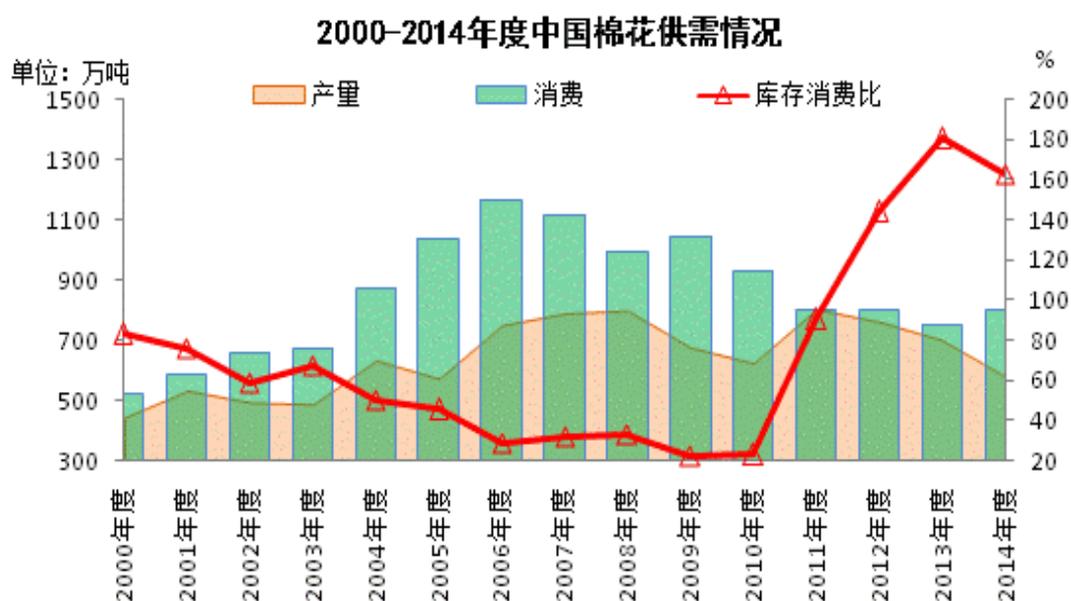
目录

一、行情趋势判断.....	128
(一) 国内棉花市场现状.....	128
(二) 全球主要棉花供需情况.....	129
二、影响棉价波动的主要因素.....	131
(一) 涉棉政策对市场的影响.....	131
(二) 皮棉加工成本.....	1323
(三) 棉价季节性波动特征.....	135
三、期货操作策略选择.....	136
(一) 套保企业情况.....	136
(二) 风险敞口分析.....	136
(三) 经营策略以及期货操作策略.....	137
四、操作方案.....	30
(一) 套保方案.....	30
(二) 进场步骤.....	31
五、实际操作及平仓情况.....	139
六、期货操作团队以及内部管理.....	141
七、如何进一步利用期货市场.....	143

一、行情趋势判断

趋势：2014年，中国棉花政策面临重大调整，整体方向将由保棉农转为稳纺织。2014年，棉花直补将取代收储成为稳定棉花生产的主要措施，影响棉价的主要因素将由政策过渡到市场。从2014年开始，棉价重心将明显下移。

(一) 国内棉花市场现状：



1、2014/15年度（从2014年9月1日-2015年8月31日），国内开始在新疆试点棉花目标价格补贴制度，目标价格19800，持续三年的棉花临时收储政策终止。国内棉花定价逐渐过渡到由市场主导。因缺乏政策对棉价的支撑，国内棉价重心预计明显向下。

2、2014/15年度国内棉花库存消费比预计在160%，处于历史较高水平，国内棉花期末库存在1200万吨左右。因

国储库存巨大，虽然预计国内棉花有明显减产，但全年可用资源较为充足。

3、新疆大规模采用机采棉，在技术发展限制下，新疆机采棉在颜色、马值、断裂比强度以及短绒率方面明显低于手采棉，目前新疆机采棉价格较新疆手采棉贴水 1000-1500 元/吨，由于郑棉仓单未禁止机采棉进入，预计在相同价格下，郑棉仓单资源将大量由机采棉组成，相应贴水市场现货价格至少在 500-1000 元/吨。仓单棉下年度资源结构的可能变化或使郑棉期货主要对机采棉定价，期货价格或对现货价格形成贴水。

4、因国内主要产棉区灾害偏多、气温偏低。预计新疆新棉上市时间推迟。国储棉抛储于 2014 年 8 月 31 日暂停，国内棉花 9-11 月供应主要依赖进口棉、纺织企业工业库存以及少量上市的新棉。

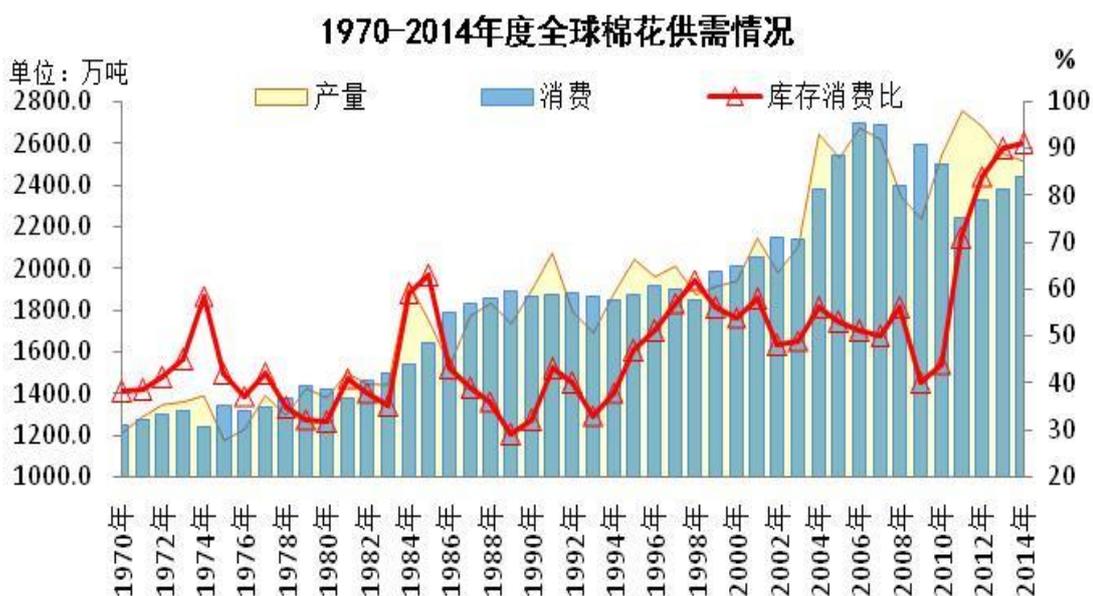
（二）全球主要棉花供需情况：

1、2014/15 年度全球棉花供应减少，消费略有增加，但产大于需状况仍没有改善，全球棉花库存消费比达到近 45 年来最高，达到 91.5%。其中中国库存占 6 成。除中国外库存消费比在 56%附近，处于历史正常略偏高水平。

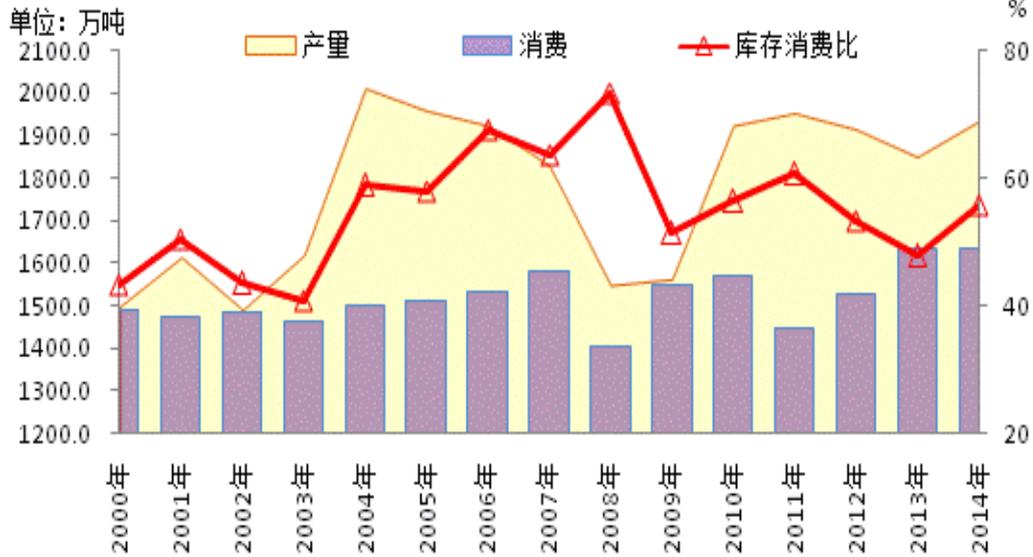
2、从主要产棉国种植情况看，中国、澳大利亚减产，美国增产，美国农业部虽预计印度减产，但从印度生长及种植面积看，2014/2015 年度印度继续增产的可能性较大，并

可能超过中国成为全球最大产棉国。

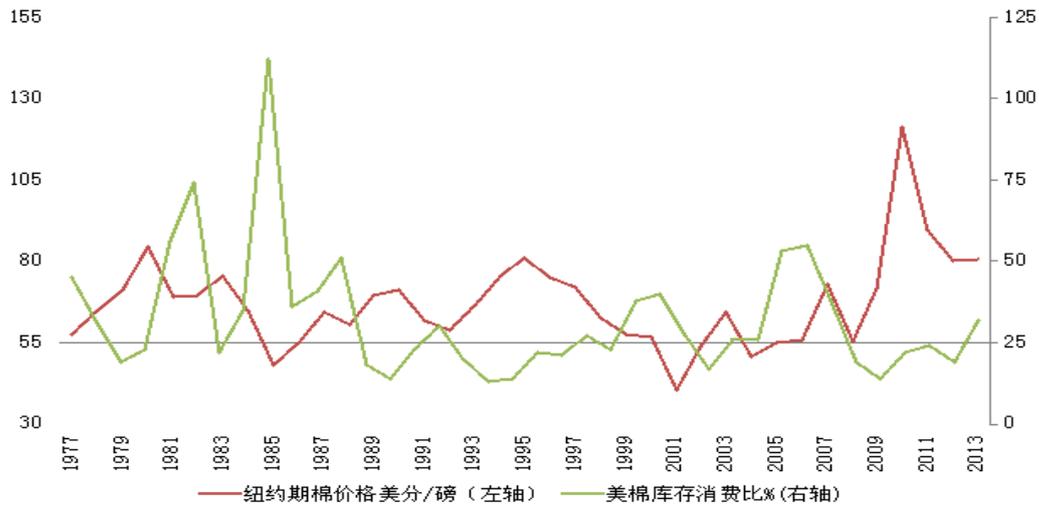
3、由于内外价差缩小，内外市场联动性加强。从影响外盘的价格看，美棉供应及美棉出口签约进度对国际棉价走势影响较大。2014/15年度，美棉库存消费比（美棉库存消费比为期末库存/(出口+国内消费)）为32%，远高于2013/2014年度的19%。因缺乏中国进口需求，美棉产量虽预期增加，但出口量预期较2013/14年度有所下降。美ICE期棉价格走势需关注美棉出口签约进度。



2000-2014年度中国之外棉花供需情况



纽约期棉价格与美棉库存消费比的关系



总结：郑棉期货看消费，美 ICE 期棉看出口。全球质量较好的棉花资源偏紧，中低质量棉花资源供应过剩。

二、影响棉价波动的主要因素

(一) 涉棉政策对市场的影响

1、稳定棉市的四项措施 (2014年9月)

2014 棉花年度初期，国家发改委明确提出：为保障目标价格改革试点顺利推进，保持新棉上市后市场平稳运行，国家将采取综合措施加强市场调控。一是新棉上市后停止储备棉投放，为新棉购销创造良好市场条件。二是做好新棉收购工作，引导企业和农民积极购销。三是妥善安排进口，鼓励企业多使用国产棉。四是制定托底预案，当国内市场棉花价格过度下跌、出现“卖难”时，将采取必要措施鼓励企业入市收购，稳定市场，解决“卖难”。

四项措施简单归纳为“一停、二引、三限、四托”。四项措施整体看来属于阶段性政策，目的是保证市场平稳运行。但从客观上的影响看，其造成的结果可能是这样：

(1) 新棉上市后停止储备棉投放——将国储棉库存压力延后。目前国储棉库存仍超过 1000 万吨，相当于国内一年半以上的棉花消费量，国储棉库存压力仍较大。新棉上市后停止抛储，但年度后期不排除继续抛储的可能，可能在 3 月份之后，此举并没有从根本上解决库存压力，只是将供应压力延后。

(2) 妥善安排进口，鼓励企业多用国产棉——在国内棉价高于国际棉价时，鼓励企业多用国产棉难实现。鼓励的方式无非有两种：一种是通过配额限制棉花进口数量，造成阶段性国内供应偏紧，使企业不得不用国产棉，这样的结果是内外棉价差继续扩大，纺织企业会缩减用棉量、加大棉纱进

口量，使年度棉花消费继续萎缩，国内棉价长期处于低迷状态；一种是国内棉价大幅下跌，使国产棉产生价格优势，纺织企业弃进口棉多用国产棉。但进口棉报价折 1%关税下价格在 12200 元/吨左右，不考虑内外棉市场的相互联动性，国棉现货价格在 16500-17000 元/吨（2014 年 9 月），即使国产棉现货价格跌至 14000，未来仍有近 2000 元的跌幅，对应期价仍有下跌空间。就调控政策而言，无论采取哪种策略，国内棉市长期低迷或大幅下跌都难以避免。对下游用棉纺织企业而言，棉价尽快下跌，内外棉价差尽快回归，更有利于棉市基本面的好转。棉价必有一跌。

（3）制定托底预案——出台的条件是棉价过度下跌，出现“卖难”。由于无法定义“过度”和“卖难”的情况，预案的启动要么将供应压力延后，要么发生在棉价已出现大幅下跌之时。延后供应压力，将对年度棉花远期合约造成更大压力，在更大的供需压力下，棉价只会产生报复性下跌——结果是一样的。

2、目标价格补贴机制影响

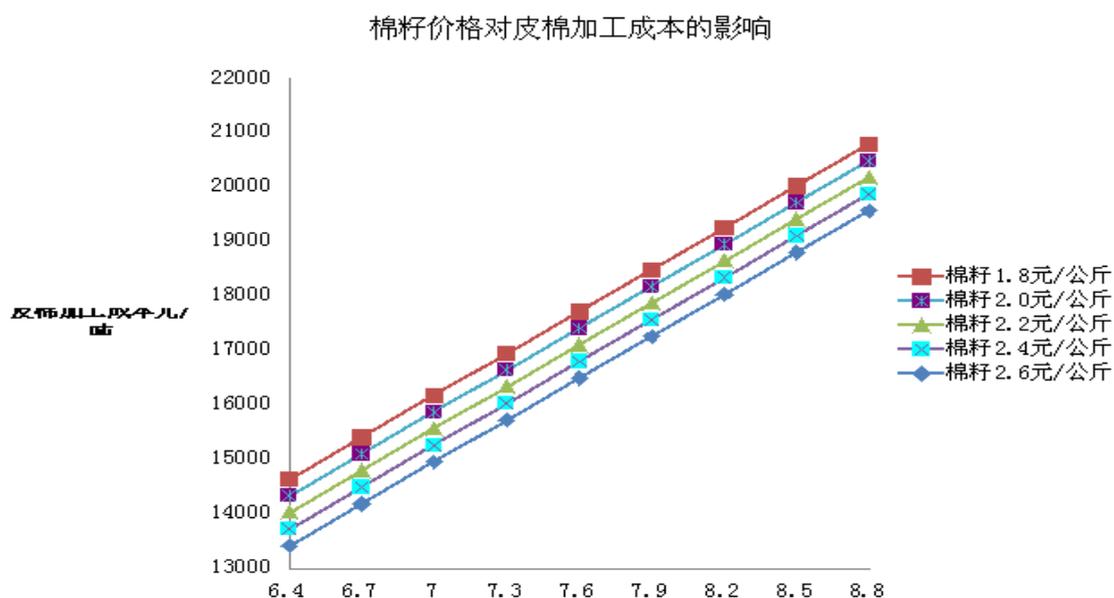
首先，政策阐明将根据目标价格和所监测的市场价格直接的差价进行补贴。2014 年为新疆试点直补的第一年。为取信于民，直补足量补贴是大概率。这就决定了市场价格对新疆棉农收益的影响是很小的，棉农顺价销售即可。从需求方看，纺企也希望棉价尽快下跌，一方面降低成本，另一方面，

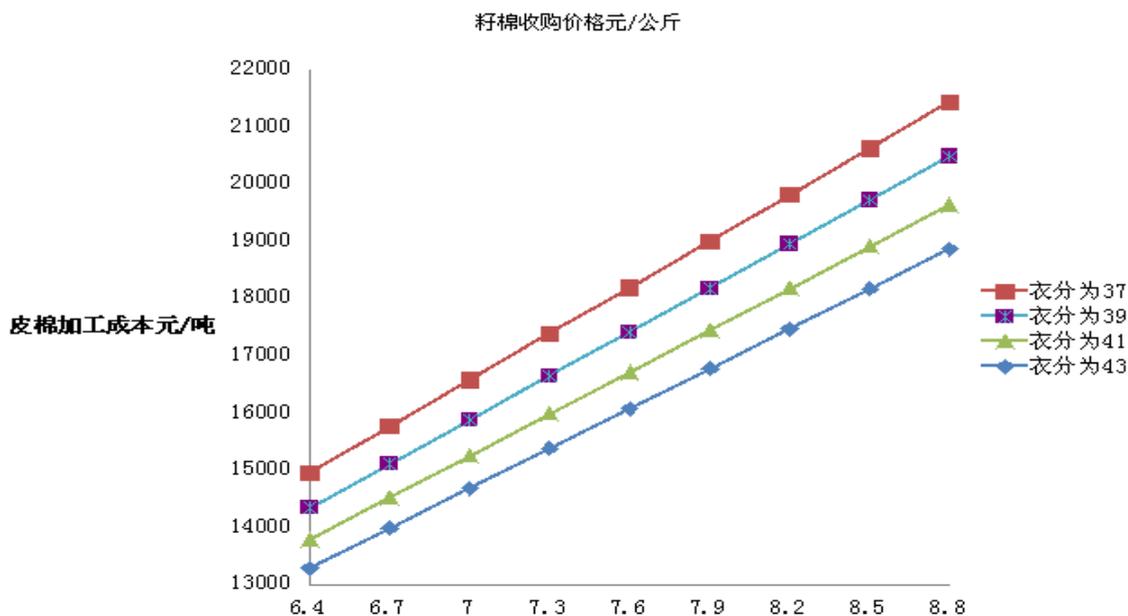
棉价尽快调整到位有利于纺织企业接单。那么，市场的主要风险主要集中在棉花加工及流通企业。为对冲风险，若收购期难以低价收购籽棉，则加工企业在远月套保的力度就明显增大；若能低价收购籽棉，则现货下跌，对应期货的价格也继续下跌，期货也存在下跌空间。

（二）皮棉加工成本

1、棉籽价格。棉籽价格与皮棉加工成本呈现负相关关系，棉籽价格越高，皮棉综合成本越低。

下图为不同棉籽价格下的皮棉加工成本。（收购籽棉衣分为 39，加工费用为 1000 元/吨），当籽棉收购价格为 7 元 / 公斤时，棉籽价格为 2.0 元 / 公斤时，皮棉的加工成本在 15900 元/吨左右，相同收购价下，棉籽价格在 2.6 元/公斤时，皮棉加工成本在 15000 元/吨左右。





2、衣分。衣分与皮棉加工成本呈现负相关关系，衣分越高，皮棉综合成本越低。当籽棉收购价格为7元/公斤时，棉籽价格为2.0元/公斤，衣分为39时，皮棉的加工成本在15900元/吨左右，而当衣分为41时，皮棉的加工成本在15250元/吨左右。

总结：皮棉收购价格很难超过7元/公斤，对应皮棉加工成本难超过16000，若为争夺籽棉资源，高价收购籽棉，则后期购销倒挂的风险将明显加大。

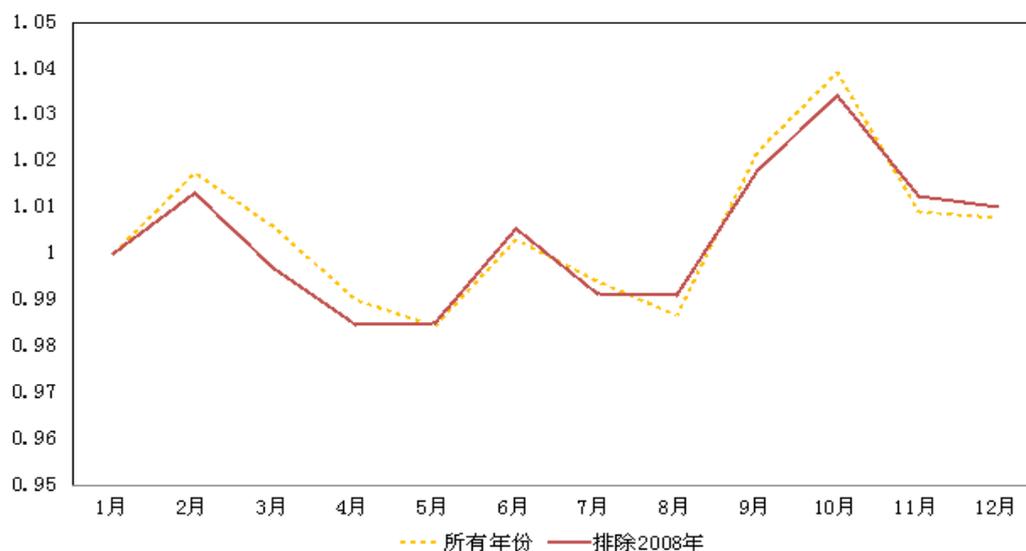
（三）棉价季节性波动特征

郑州期棉价格一年中的主要上涨集中在9月、10月份和1月、2月份，下跌主要在4、5月份和7、8月份。从月度涨跌概率来看，10月份和2月份月内出现阶段性高点的可能性较大，可关注卖空机会。

从棉花产销节奏看，11月份为新棉大量上市时节，短期

供应增加，棉价回落的风险较大。

郑州棉花期货季节性指数



总结：9-10 月份、1-2 月份是较好的卖出保值建仓点。

三、期货操作策略选择

（一）套保企业情况：

棉花贸易企业，年经营量8万吨，在内地有自己的棉花加工厂。

（二）风险敞口分析：

1、全国棉花加工能力过剩，棉花产业重心向新疆转移，在新棉上市时期，加工企业为抢夺籽棉资源竞争激烈，或者难以收购到足量的籽棉资源，或者高成本收购籽棉，影响企业经营、抬高收购成本。

2、2014年度国内棉价没有收储支撑，棉价重心将明显下移，棉价大幅下跌影响棉花企业销售。

（三）经营策略以及期货操作策略

1、基于涉棉政策和棉花趋势分析，棉价整体呈下跌趋势，严控收购风险，少收购、多贸易。期货上以套保卖空为主。

2、棉花年经营量8万吨，其中一半为无订单贸易，需做好卖出保值准备。

3、内地棉花播种面积大幅缩减，关注新疆棉花资源。考虑中高等级棉花资源较少，中低等级棉花资源供应过剩，在现货采购及销售中采取差别化策略。

4、1405合约交割期未出现逼仓，反而在交割月大幅下跌。之后合约逼仓可能性小，从5月中旬开始，根据新棉收购计划，提前在远月预埋少量空单，新棉上市期再根据政策及供需形势进行卖出保值操作。

四、操作方案

（一）套保方案

1、套保方向：卖出

2、合约选择：1501合约、1505合约、1509合约（逐渐过渡为主力合约，流动性好，政策性风险小）

3、套保数量：

企业每年有风险敞口的棉花贸易量近30000吨，进行1:1套保，在期货保值数量在6000手（每手5吨）

进场时间：2014年5月20日至2015年4月30日

(二) 进场步骤：

1、建仓步骤

合约	入场时间	建仓数量(手)	建仓价格	备注
1501合约	2014年5月	1500	15800	
1505合约	2014年5月	500	15600	
1505合约	2014年9-10月	1500	13800	
1509合约	2014年9-10月	1000	14000	
1509合约	2015年1-2月	1500	13700	
合计		6000	14455	

2、操作资金及费用计算：

期货交易资金匡算

	期货	测算标准
建议参与套保数量	6000手(30000吨)	根据棉花库存
交易手续费	$6000 \times 6 \times 2 = 72000$ 元	每手6元
交易保证金	4336.5万 ($14455 \times 5 \times 10\% \times 6000$)	保证金比例按10%算
维持保证金	1500万	按照14455入场,能承受价格上涨500点产生的浮亏
合计	5844万元	

3、补充保证金与平仓时机：

补充保证金：期价大幅反弹，超过入场点500点以上

平仓时机：收购或买入的棉花销售出去

4、套保效果测算

套期保值效果

	期货	现货(与期货涨跌方向相同,幅度相同)	效果
	按分批建仓加权建仓计算,卖出价在14455元/吨,6000手	现货30000吨,成本在14000元/吨	
价格下跌至13000	赚4365万	亏3000万	1365,保值
价格下跌至12500	赚5865万元	亏4500万	1365,保值

价格上涨至 15000	亏 1635 万元	赚 3000 万	1365, 保值
----------------	-----------	----------	----------

5、有关现货的销售预案：

(1) 利用专业棉花仓库的优势和资金优势，为河北主要几个产棉大县的棉花加工企业提供棉花质押融资业务，在采购环节严把质量关，保证收购的棉花在质量和加工上基本能满足期货仓单棉质量要求；

(2) 根据棉花质量进行分类，对下游企业认可度不高，但符合期货仓单要求的制作成期货仓单，采取点价销售的模式，减少风险敞口。

五、实际操作及平仓情况

实际操作过程中，1501 合约现货交割近 6000 吨，1505 合约通过交割近 4000 吨，其余合约平仓价格如下：

合约	入场时间	建仓数量（手）	建仓价格	平仓价格	平仓时机
1501 合约	2014 年 5 月	1500	15800	12800 左右	2014 年 11 月底-1 月中旬
1505 合约	2014 年 5 月	500	15600	13200 左右	2015 年 4 月-5 月中旬
1505 合约	2014 年 9-10 月	1500	13800		
1509 合约	2014 年 9-10 月	1000	14000	12400 左右	2015 年 6 月中旬-7 月中旬
1509 合约	2015 年 1-2 月	1500	13700		
合计		6000	14455	12770	

现货方面，平均销售价格 12800 元/吨左右。

期货	现货（与期货涨跌方向相同，幅度相同）	效果
按分批建仓加权建仓计算，卖出价在 14455 元/吨，6000 手	现货 30000 吨，成本在 14000 元/吨	
$(14455-12770)*5*6000$ 赚 5055 万	$(12800-14000)*30000$ 亏 3600 万	赚 1455 万，保值

其他相关费用：在采购的 30000 吨现货中，绝大多数可制成棉花期货仓单，根据之前的现货销售预案，将 30000 吨现货根据质量指标分为三类：一类是绝对高等级新疆手采棉，这部分棉花在颜色指标、长度、强力、三丝等方面都高于市场平均水平，主要通过现货市场进行销售，满足下游纺织客户对于高等级棉的需求；第二类是质量能达到 3128B 指标，但其他可纺性指标如强力、长度等不够好，下游纺织企业接收度不高，在到库后制成期货仓单，可参与期货交割，也可在现货市场进行销售，并且可进行仓单质押，在降低期货保证金、提高资金利用率上有明显优势，第三类是质量达不到 3128B 标准，但达到期货仓单要求。若从现货渠道销售，有较大困难，但若走期货交割渠道，则无需担忧，这部分主要销售是通过期货交割来完成的。

	描述	销售	提高资金利用率
第一类	高等级新疆手采棉	现货销售	
第二类	3128B 等中高等级棉	现货销售+期货点价销售	仓单充抵保证金、仓单质押
第三类	低于 3128B 中低质量棉	期货交割	仓单充抵保证金、仓单质押

通过对采购的棉花现货的分类，有将近 18000 吨棉花制作成期货仓单，考虑期货仓单仓储费用以及入库费、运费等费用，制作仓单以及仓储成本在 150 元/吨，合计费用在 270 万元。

除了在期货上采取套期保值操作之外，在现货销售方面，星宇纺织也尝试了基差销售模式来锁定销售利润。基差即现货与期货的价差，相比传统的一口价交易，基差交易在定价

上给买方提供了更大的主动权。比如星宇纺织与下游纺织企业客户签订了 2014 年 9 月交货的棉花基差交易合同，并约定一个固定基差，客户便可以在合同签订日之后至 9 月 1 日前期货市场任何一个交易日点价。只要期货价格曾击穿该客户点价的价格，该笔基差交易便视为达成。双方最终的现货交易价格为期货点价价格加上双方约定的基差。在这种定价方式下，客户能够按照自身对市场的研究判断和自由选择适合的结算价格。在这种定价方式下，客户能够按照自身对市场的研究判断和自由选择适合的结算价格；对于星宇纺织而言，由于自己在期货上已经做了套期保值，在现货卖出上也以期货价格为参考，使得星宇纺织对市场价格的绝对涨跌便不再敏感，而只关注基差的变化。这样则大大降低了现货价格波动给企业带来的销售风险，而在下游客户点价之后，则在期货上将相应数量的期货合约在同样位置平仓，则完成了整个基差交易加套期保值的操作。

六、期货操作团队以及内部管理

专业期货操作团队的三要素

对于一个机构投资者而言，一个完整的期货操作团队应至少包含三个要素：市场分析团队与操作计划制定、执行团队、风险控制团队。

考虑作为产业企业，人员有限、对市场信息的理解也较

片面，在市场信息搜集和分析方面，可充分利用各期货公司的研究分析团队，保持交流和联络。在制定重要操作方案时，邀请期货研究人员路演、充分理解相关操作过程中涉及的交易、交割制度、潜在风险等，可有效规避交易方面的一些风险。

1、方案与审批

在一个可操作的方案中，应涉及以下 5 个要素：期货合约、方向选择与做法、操作点和时间限制、资金额度和持仓量、盈亏与止损。

在一个操作周期长达一年的期货操作方案中，期货操作方案的确定，需注意：第一、该方案必须经过期货投资部门分管领导与公司法人代表或法人代表授权签字；第二，至少两名期货投资主管签字，并作为方案的直接负责人；第三，财务及审计部门签字；第四，当方案中涉及交割及相关现货操作时，因增加采购部门或者营销部门的签字。只有相关操作方案得到相关各部门的理解和配合，才能使期货操作方案按计划进行，并抓住市场给予的每一次机会。

2、内部协调

在期货交易中，期货投资主管需与期货公司联系，获取市场信息并通知企业，期货部门需与外部研究部门进行沟通，了解市场资讯，为内部决策服务；在期货交割过程中，期货部门需与采购部门、营销部门、财务部门及时沟通，完成货

物的进出以及资金的结算。

3、内控机制的“分离”与“配合”

在期货操作的内部控制环节，需要做到既分离又配合，具体表现在：决策和执行分离、操作与风控分离、操作与资金分离，当行情出现不利于持有头寸的方向时，若行情在风险预期内，则需保证操作计划的执行，避免交易心态反复，操作方案无法执行的情况。当风险超出预期，为避免期货投资部门为盲目扳回成本而造成更大亏损，需执行风险控制。

配合主要表现在：营销与采购的配合，期货与现货的配合、期货与财务的配合。期货部门作为一个部门，不再独立于企业经营之外，而是作为企业经营另一条腿，不但需要定期与营销及采购部门沟通，了解市场行情，而且可作为现货采购和销售的渠道、财务管理的工具，帮助企业去完成经营目标。

七、如何进一步利用期货市场

河北星宇主要利用期货市场进行套期保值和判断行情。事实上期货市场还有很多可以和现货市场结合的地方，根据企业的情况，后期还可以尝试参与一些其他的操作，例如：

（一）期现套利

期现套利是指某种期货合约，当期货市场与现货市场在

价格上出现差距，从而利用两个市场的价格差距，低买高卖而获利。

我们注意到银华棉麻在 2011 年 3 月份成功设立了郑州商品交易所的棉花交割库，这为企业进行交割和期现套利操作提供了很大的便利条件。建议企业不妨在合适的机会尝试一下。

（二）仓单质押

期货市场标准仓单质押融资业务主要针对卖方客户。具体流程为卖方客户先通过会员单位在交易所注册仓单，在该仓单最后交割日之前，卖方客户把该批次仓单通过交易所仓单质押系统质押给银行，银行把该批次仓单相应的部分款项划给该卖方客户在期货公司开立的保证金监管账户，并通过交易所仓单质押系统变更仓单持有人。至此，卖方客户获取流动资金用于日常经营，避免大量货源占用宝贵的流动资金；银行则通过提供此项金融创新业务，获取相应收益；交易所和期货公司协助客户完成标准仓单质押业务，更好地发挥期货市场服务国民经济的功能。上述业务在银行称为“已有标准仓单质押信贷业务”。

建议企业可以利用仓单质押业务周转资金，提高资金的流动效率。



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年菜粕品种期现结合示范点基地

报告名称	上海浦耀贸易有限公司菜粕“点基地” 项目报告
“点”基地名称	上海浦耀贸易有限公司
辅导公司	中粮期货有限公司
课题人员名单	王琳 刘霓
郑商所协调人	尚军
报告日期	2015-06-10

目录

一、上海浦耀贸易有限公司的基本情况	147
二、上海浦耀贸易有限公司的现货经营情况	148
三、上海浦耀贸易有限公司参与期货历史及现状	149
四、企业参与菜粕系期货市场的详细案例	150
(一) 基差交易案例	150
(二) 跨期套利案例	152
(三) 跨品种保值(套利)案例	31
五、企业在利用期货过程中所面临风险的分析, 风险规避手段, 企业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建设	154
(一) 面临风险分析, 风险规避手段	154
(二) 企业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建设	157
六、企业取得的经验、心得体会及进一步利用期货市场的设想	161
七、对于郑商所今后市场发展、产业服务和品种拓展的意见建议	162

一、上海浦耀贸易有限公司的基本情况

上海浦耀贸易有限公司是民营股份制企业，公司位于上海市浦东新区航头镇航头路 109 号，注册资本为人民币 2500 万元，主要经营饲料及饲料原料的大宗商品购销批发业务，业务范围包括国内贸易和国际贸易。公司 2014 年贸易量 140 万吨，其 95% 贸易货物为豆粕、菜粕，实现销售收入 40 亿元。公司计划 5 年内贸易量达到 500 万吨，其中蛋白类饲料原料占 60%，能量类饲料原料占 40%。

自 1998 年成立以来，公司一直秉承“踏实诚信、协作共赢、专业创新、创造价值”的企业价值观，多年来与广大的上下游企业建立了稳固而友好的贸易合作关系。在上游，与嘉吉、达孚、邦基、益海嘉里、中粮、中纺、中储粮、金光、来宝等国内外数十家大型粮油集团公司建立了长期紧密的合作关系，在华东、华南、华北、山东等地建立了很好的采购平台；在下游，成为温氏、海大、通威、南宝等大型饲料集团的长期供应商。

2009 年之前公司经营区域主要位于华东，2009 年开始进入华南市场，2013 年进入华北市场，2014 年开拓了山东河南市场，2015 年进入云贵川市场，同时将湘鄂赣从华东市场独立出来，形成了国内六大区域市场。公司 2005 年前后开始涉足进出口业务，目前年进口量在 10 万吨左右。公司自营进口美国、加拿大、澳大利亚、法国、乌克兰等国的大

宗农产品，进口品种包括 DDGS、鱼粉、高粱、大麦、大豆等饲料原料。

近年来，在保证利润的前提下，上海浦耀贸易有限公司通过利用菜粕期货和基差交易的原理，实现在更有竞争力的价位完成现货买卖，帮助企业在激烈的竞争中快速成长。通过参与期货市场，有效地实现了规避菜粕价格波动风险的目标。公司的经营与市场变化紧密相连，通过积极参与郑商所的菜粕期货交易，公司可利用的时间空间、市场领域等已经大大扩展。

二、上海浦耀贸易有限公司的现货经营情况

公司立足于华东、华南市场，并在全国主要地区设点，业务网络覆盖全国大部分地区。广东地区供应商主要有湛江中纺、湛江渤海等；与广西防城港地区的枫叶粮油、澳加粮油及中粮油脂(钦州)等保持密切合作关系；福建地区供应商主要有集佳油脂、厦门银翔、漳州中纺等公司；在华东地区与东海粮油建立了长期良好的合作关系。公司通过探索期货基差交易模式，实现菜粕销售量每月 1.5-2 万吨，2014 年菜粕实现销售收入 5 亿元，对公司利润贡献率为 20%。

三、上海浦耀贸易有限公司参与期货历史及现状

公司于 1999 年开始参与期货市场，初期仅利用期货盘面调整现货的单边头寸，资金量也比较有限。公司于 2007 年开始改变策略，通过跟踪期现货基差，着重于基差交易，并开始大量运用远期一口价交易模式应用于豆粕交易，同时盘面买入豆粕对应合约，锁定基差。2012 年后，公司通过调整经营量的基差比重，保证三分之一的豆粕通过基差交易进行（或转换成基差交易方式）。2012 年 12 月 28 日郑商所菜粕期货上市，公司把豆粕基差交易的成功经验应用到菜粕贸易上，并得到上游企业的支持，每月至少 5000 吨的基差合同成交。目前，公司在操作策略上灵活多变，充分利用了期货套保工具。日常操作以基差交易为主，对应主力月份估算出合理基差，销售基差给下游企业，待基差缩窄，择机从油厂购买；或者销售远期一口价给下游企业，同时在盘面买入套保，等到交割月基差回归，再从油厂购买一口价，同时平掉盘面多单，或直接盘面交割。除此之外，该公司还采取单边为辅的方式，对市场看多时适当建立多单或在看跌时提前在期货建立空单或者销售远期现货进行获利。

四、企业参与菜粕系期货市场的详细案例

（一）基差交易案例

基差是指特定商品在某一特定时间和地点的现货价格与该商品在期货市场的期货价格之差，即：基差=现货价格-期货价格。

1、案例分析：

（1）行情分析：2013年夏，菜粕现货供给紧张，现货基差处于高位，高基差持续到13年底，导致油厂预售6-9月菜粕能以250元/吨的基差销售。根据我们对基差的理解及对未来供需的判断，我司认为该基差过高，故跟随油厂做空基差，同时从下游客户收取履约保证金，到现货交货月份再择机从市场买回相对低价的基差合同交货。

（2）提前预售基差或一口价：2013年10-12月共卖出2.5万吨2014年6-9月交货的菜粕，其中一半左右是基差合同，其余为一口价合同，一口价销售成交后通过在期货上买入相应合约，以实现做空基差的效果。操作完成后平均成本在RM409+230左右。

（3）采购油厂基差：进入2014年4月后，菜粕基差已降至50元/吨左右，进入5月后基差短期下跌到-130元/吨。当基差回到100元/吨之后就陆续的从油厂补回6-9月交货

的菜粕，部分是以基差合同形式成交，部分是以一口价的形式买入并通过平期货多单形成基差。回补的平均成本在 RM409+50 左右。

(4)利润核算：基差销售 RM409+230，基差采购 RM409+50，单位利润 $230-50=180$ 元/吨。

总盈利=（销售基差-采购基差）*25000=（230-50）*25000= 4500000 元

2、案例的宣传及推广价值：

作为贸易商，公司会遇到下游客户不愿购买基差，或供应商不愿销售基差的情况。这时我们可以选择变通的方式，通过在期货盘面上的操作实现基差的买卖：例如：假如下游客户要求一口价合同，可按当日基差+当日盘面价格的一口价销售给客户，同时在盘面买回对应吨位的期货，锁定基差；假如供应商不愿销售基差，我们可以通过计算当天供应商的一口价报价与盘面价格的价差（即基差），如果认为该基差合适，则买入一口价合同，同时在盘面上卖出相应的期货，锁定基差。基差操作的时间跨度较长，期间可以有更多的时机去寻找解单的机会。基差的波动幅度较单边小的多，风险相对较小，且影响基差的因素较单边也少的多，比较容易判断。

（二）跨期套利案例

跨期套利是指同一期货产品在不同合约上建立数量相等/方向相反的交易部位，最后以对冲或交割方式结束交易，获得收益的一种方式。

1、案例分析：

（1）行情分析：2015 年春节过后，巴西卡车司机罢工及国内 3/4 月大豆到港偏少，豆粕 5-9 价差走强，而菜粕 5-9 价差跟随豆粕月差走强。根据公司的船期监测，五月之前菜籽买船充足，且豆菜粕价差一直偏低，菜粕需求疲弱。不支持菜粕 5-9 价差走强。

（2）入场时机：3 月 2 日，菜粕 5-9 月差达到 110 元/吨，此前做空 4/5 月菜粕基差时盘面上有 5000 多吨菜粕的 RM505 多单，在 3 月 2 日之后的几天内，把 RM505 多单陆续转到 RM509 上，平均成本在 113 元/吨。

（3）出场时机：4 月 10 日起，菜粕 5-9 月价差快速回落到 80 元/吨以内，在价差到达 80 元/吨左右时陆续将 RM509 多单转回到 RM505，平均成本在 75 元/吨。

（4）盈亏计算： $(113-75) * 5000 = 38 * 5000 = 190000$ 元。

2. 案例的宣传点及推广价值：

利用跨期套利可以在价格出现短暂偏离时获利。跨期套利的操作可以很灵活：1、跨期套利可以是单纯的套利，以赚取利润。2、当有基差合同时，同时月差出现偏离时，可以要求油厂进行转月，如果油厂不允许转月，则可以在自有帐户上做月差以对冲持有的基差合同，实现转月的目的。

（三）跨品种保值(套利)案例

跨品种套保（套利）主要是指在买入或卖出某种商品的同时，卖出或买入相关的另一种商品，当两者的差价缩小或扩大至一定程度时，平仓获利的交易方式。

1、案例分析：

（1）市场分析：2014年4-6月豆菜粕价差持续走低，菜粕在饲料中无性价比优势。7月初南方各大饲料集团集中下调菜粕在配方中的添加比例，菜粕需求前景暗淡，按当时的需求测算，到9月菜粕现货压力将剧增，因此我们预计豆菜粕价差将走强。

（2）入场时机：进入7月后，菜粕在配方中的添加比例下调，但豆菜粕价差并未迅速拉大，而是维持在630-670元/吨区间振荡，期间，我们陆续把豆粕的2万吨左右空单移到菜粕上。平均价差在650元/吨左右。

(3) 出场时机：进入8月中旬，豆菜粕价差扩大到900元/吨以上时，陆续把空单转回到豆粕上，平均成本930元/吨左右。

(4) 利润核算： $(930-650) \times 20000 = 5600000$ 元；

2、案例的宣传点及推广价值：

菜粕现货量虽相对较小，但期货成交量足够大，如果豆菜粕价差合适，利用菜粕跨品种为豆粕套保也是很好的选择。直接做盘面的豆菜粕价差套利也能获取相当的利润。跨品种套保（套利）为操作上提供了更多的选择和机会。

五、企业在利用期货过程中所面临风险的分析，风险规避手段，企业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建设

（一）面临风险分析，风险规避手段

公司业务以饲料原料贸易为主，国内贸易以豆粕和菜粕为主，进口品种包括DDGS、玉米、高粱、大麦等原料，面临的风险主要是原料的价格波动风险，而规避风险的手段是参与期货市场进行套期保值。套期保值理论上为企业提供了理想的价格保护，但实际上这种理想化的保护并不存在。期货市场是风险重新配置的市场，套期保值其实质是企业将价格波动的风险和机遇同时转化为商品一标准合约，通过期货市

场出售、转移给涉险逐利的其他风险偏好者。配置风险的市场充满了风险的不确定性，套期保值犹如一把双刃剑，既能护身也能伤身。不少企业因忽视套保过程中的风险而遭遇新的损失，继而以错误结论视套期保值为洪水猛兽避而远之。因此，正确认识套期保值过程中的风险，把握影响套期保值成败的种种因素，有助于企业真正用好套期保值这把利剑。

1、期现价格严重背离

企业严格按照“月份相同或相近、产品种类相同、数量相等、方向相反”四原则实施套期保值以规避价格波动风险，实际上只是一种理想状态。合约到期时，期现价格趋于一致，但通常期现价格总会存在一定程度的背离，称之为基差。基差在一定范围内波动是合理且必要的，但如果严重背离，套期保值的理论基础就不复存在，基于基差在合理范围内运行的前提设计的套保方案就无法规避价格波动风险。

2、保证金不足

企业套保要根据购销数量计算最优头寸，生产经营规模较大时头寸也较大，且由于生产经营的连续性，头寸持有时间也相对较长，即使套保方向正确，也容易出现保证金不足的问题。

3、转月

企业一般根据全年原材料采购计划或销售计划制定套保方案，立足现货采购或销售，在与此相对应的期货合约月份进行操作。但期货市场不同、合约活跃程度不同，其流动性也不同，如果相对应的合约流动性差，企业只能选择较接近的合约进行替代，到期移仓。如不同月份间价差保持稳定，则对保值效果影响不大；如月差出现异常，则会严重影响套保效果。

4、交割储运

交割量虽占期货交易总量的 5% 以下，且套保也不一定交割了结，但现货企业在期市采购原材料或销售产品有利可图时，常进行实物交割。现货交割环节多，程序复杂，处理不好就会影响套保效果。交割风险主要包括：交割商品是否符合交易所规定的质量标准（有质量期限或容易发生质量变化的商品交割时经常出现质量不符）、运输环节中交货时间能否保证、成本控制是否到位、交割库地点与需求地点是否一致。此外，替代品种升贴水、交割中的增值税等，也存在种种意外可能。

套期保值归根到底是收益与风险之间的双向博弈，交易过程中突现危机在所难免，没有百战百胜的常胜将军，关键必须建立科学的危机处理应急机制。公司将风险控制视为重

中之重，对各个环节中的风险制定了相应的措施予以应对，未雨绸缪，将承担的风险控制在一定限度之内，并防止套保变形为过度投机；同时公司建立了专业的团队，一旦危机显露则依靠上级主管部门和专业化的集体智慧正确应对；最后制定了多项应急预案，以供危机出现时临危不乱果断决策，化危机为转机，变危机为生机。

（二）企业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建设

1、组织机构设置与人员配备

公司成立了期货决策小组：由股份公司相关领导与研发部经理组成，为公司期货业务的决策机构与资金管理机构，主要负责企业参加期货交易的范围、品种、交易方案、风险控制以及其他与期货相关的重大问题的处理。决策小组定期研究讨论关键交易策略及其他期货业务中存在的问题。

公司成立了信息研发部门：为公司期货业务的职能管理部门，主要职责为广泛收集市场信息，分析、预测市场行情；提出套保/套利/投机方案，并跟踪方案的执行；制定期货统计报表等。

公司成立了风险管理部门：风险管理部门为独立部门，负责监督公司期现货业务的执行情况以及全程风险控制，核查交易人员的交易行为是否符合套期保值计划和具体交易

方案，每日交易纪录与结算数据的复核，发现风险问题向业务、期货部门及领导小组作出警示，并有权对超风险期货头寸进行处理。风险管理制度明确了内部风险报告制度、风险处理程序等，利用事前、事中及事后的风险控制措施，预防、发现和化解风险，把从事交易、风险管理及结算（资金划拨）职能的岗位和人员有效分离，确保能够相互监督制约。

通过设立相应的部门，企业明确了相关人员的职责，使相关部门既相互协作，又相互制衡，有效化解了人为因素对期货操作的干扰。

2、内控制度建设

内控制度对提高企业的抗风险能力、充分利用期货市场的优点非常重要。企业内控制度主要包括组织和授权、业务运作、风险管理、财务管理等方面。

（1）组织授权制度

组织授权制度解决企业期货业务小组构建和业务授权问题。一般而言，企业期货业务小组由董事会授权，由总公司总（副）总经理直接领导，全权负责。业务小组包含财务、操作人员、风控人员若干。

此外，公司对期货交易操作实行授权管理。交易授权书列明有交易的人员名单、可从事交易的具体种类和交易限额，并由期货领导小组负责人签署。

（2）业务运作制度

业务运作制度解决套保业务具体运作问题，从制度层面杜绝操作违规等问题。期货交易人员应定期向公司期货业务主管领导报告新建头寸状况、持仓状况、计划建仓及平仓状况，以及市场信息等基本内容。

（3）风险管理及处理制度

期货交易有极大的风险，所以风险管理及处置制度必不可少。

首先，公司应该建立一套完整的内部风险监控系統。

其次，期货业务领导小组和高层管理人员需保证对内部风险的监控力度。

再次，交易风险监控的指标必须由监控部门以书面形式作出规定，并要求有关人员贯彻执行。这种指标既包括管理目标、交易形式、交易管理手段，又要有交易人员的授权权限、交易损失与收益的评估标准、交易监控手段、计算盈亏差额的结算原则。

最后，企业设置专职风险管理人员，并建立完善的错单处理程序。风险管理人员应向公司期货业务主管领导定期书面报告持仓风险状况、保证金使用状况、累计结算盈亏、套期保值计划执行情况等。公司期货业务主管领导须签阅报告并返还风险管理人员。

（4）财务管理制度

相关企业套保时用于交易的资金要符合本规定和《资金管理制度》相关规定。入市之前经过期货领导小组集体讨论，听取财务部门的意见，确定最高投资限额。资金调拨人员应定期向财务主管领导报告结算盈亏状况、持仓风险状况、保证金使用状况等，同时应通报风险管理人员及公司期货业务主管领导。此外，公司开展期货套期保值业务，相关的套期会计处理遵照 2006 年颁布的新《企业会计准则》规定执行。

此外各部门和相关人员还要严格执行其他的内部控制制度。

(5) 公司建立资料管理制度。对套期保值计划、交易原始资料、结算资料等业务档案至少保存 10 年。有关开户文件、授权文件等档案应至少保存 15 年。

(6) 公司建立保密制度。期货业务相关人员应遵守公司的保密制度，并与公司签订保密协议书。

期货业务相关人员未经允许不得泄露本公司的套保计划、交易情况、结算情况、资金状况等。

(7) 计算机系统安全管理制度。公司应根据业务需要，对从事套期保值业务的计算机系统实行分级授权管理制度。计算机管理人员因岗位变动或调离，应及时更改密码。

六、企业取得的经验、心得体会及进一步利用期货市场的设想

在当前的市场环境下，采用传统的“左手买、右手卖”的贸易方式难以保证稳定的利润，贸易企业欲求得生存与发展必须有所突破，采用新的商业模式。以上几个案例具有很强的代表性，基本上包含了近年来我们把现货和期货结合起来的理解和感悟。期货市场的各种工具和方法是帮助企业来控制现货的风险，帮助实现现货的生产经营的稳健和高效率。我们设有期货部，处理和期货相关的一切事务，人员构成主要是研究员和交易员。研究员主要从事数据和信息的搜集整理，负责和工厂的现货对接，负责平衡表的制作。交易员主要负责内外盘的交易，负责和领导的沟通。我们不断研究市场以适应行情的变化，调整、检验和完善策略。除此之外，独立于交易部门的风控部门在交易过程中严格执行旅行风控职责，充分发挥风险监控的功能，保证贸易风险可控。

郑商所的菜粕期货自上市以来，随着信息的透明化以及参与者增多，其盘面和现货的波动幅度变得更为剧烈，行业内以前所采取的单边模式使得贸易的难度加大，方向一旦看错，很容易就出现巨幅亏损。但是由于期货盘面和现货长期走势基本一致，两者之间的基差基本上维持稳定，我司在考虑到公司持续稳定经营的策略下，在菜粕期货上市之后大量运用基差交易的策略，并获得了较好的效果。而通过对基本

面较为透彻的研究，也让我们在基差交易之外更好的利用了期货合约间的联系，从而让公司增加了利润来源的途径。

对于企业来说，期货市场是一个发现价格、规避风险的工具，参与期货市场，不是为了投机，而是要利用好这个工具，稳定企业的经营。对于我公司来说，是把现货与期货有效结合，当成一盘棋来下的。

展望未来，我司将吸引更多的人才加入，进一步完善基差交易的策略，把握菜粕期货市场上的相关套利机会，利用好期货工具，为企业的生产经营保驾护航。

七、对于郑商所今后市场发展、产业服务和品种拓展的意见建议

郑商所的菜粕合约上市为我司的现货贸易提供了新的交易模式和相对稳定持续经营的机会。从我司的实际出发，希望郑商所后期可以进一步推广基差交易，加强对下游企业的培训，令产业发展更加完善。

我们希望郑商所菜粕合约可以吸引更多的投资者进入，增加持仓规模，减少企业持仓的限制，放宽套期保值申请的审批，加强各主力和非主力合约的流动性，改变目前仅是1月、5月和9月合约活跃的局面。

郑州商品交易所已经上市了菜籽、菜油和菜粕期货，覆盖了菜籽加工的所有产品。菜籽、菜油及菜粕价格相关性强，希望能够有针对性地推出便捷的套利指令。同时由于菜粕、菜油和豆粕、豆油、棕榈油等有密切相关，所以建议郑商所联合其他期货交易所推出更丰富的跨品种套利指令，方便期货市场参与者进行交易。

期待郑州商品交易所早日推出菜油、菜粕期权，丰富产业客户风险规避的工具。



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年菜粕品种期现结合示范点基地

报告名称	湖北省粮油集团菜粕 “点基地”项目报告
“点”基地名称	湖北省粮油集团
辅导公司	美尔雅期货
课题人员名单	黄蔚
郑商所协调人	金祖坦
报告日期	2015-08-18

目录

一、企业基本情况.....	166
二、企业套期保值业务流程和风控制度.....	167
(一) 期货套期保值业务组织机构设置.....	167
(二) 公司期货业务流程.....	1626
(三) 风险管理与制度.....	170
三、企业套期保值实例.....	1262
(一) 案例 A: 利用期货盘面锁定压榨利润套保, 提高农民菜籽收购价, 有效的保证农民种植的积极性.....	174
(二) 案例 B: 企业利用菜粕期货卖出保值.....	177
(三) 案例 C: 买入菜籽套期保值, 提前“期转现”接现货压榨, 提高市场积极性.....	181
(四) 案例 D: 利用菜油期货仓单质押提高资金周转率.....	182
四、套利保值经验总结.....	30
五、企业参与菜系品种期货历程.....	187
六、结束语.....	188

一、企业基本情况

湖北省粮油（集团）有限责任公司是 2000 年经省政府批准，以湖北省粮食局原下属 5 家公司为基础组建而成的国有独资企业，现由湖北省长江产业投资有限公司履行出资人职责。

公司目前注册资本 9.29 亿元，业务范围涉及粮油政策性收储、加工、成品销售、粮食深度开发利用及进出口贸易，集团下属公司包括湖北嘉嘉乐米业有限公司、湖北瑞丰粮油食品有限责任公司、湖北康宏粮油食品有限责任公司、武汉九星饲料厂、武汉佳宝糖业有限公司，拥有出资企业 20 余家全资、控股及参股公司。集团“嘉嘉乐”、“白玉”、“蜜之宝”、“中昌”多个品牌被评为“湖北名牌”和省市“著名商标”。其中，“嘉嘉乐”太子米是实施国家地理标志保护的品种，“白玉”挂面为“全国粮食行业协会知名品牌”。截止 2014 年底，公司总资产过 70 亿元，年销售收入过 20 亿元，是全国百佳粮食企业、全国稻米和食用油加工 50 强、全国十佳粮油集团，是湖北省农业产业化重点龙头企业。

根据公司 2015-2017 五年发展规划的总体设计，公司将三大主营业务（收储、加工、贸易）为基础，打造粮食、油脂、饲料三条产业链，发展粮食公司、油脂公司、康宏公司、瑞丰公司、九星公司、经营分公司六大经营主体，最终实现“八个一”的战略目标，即：100 亿元的销售收入、100

万亩的生产基地、100 万吨的收储量、100 万吨的加工量、100 万吨的贸易量、1 个亿以上的利润、1 家以上上市公司、1 个以上全国知名品牌。公司将在省长江投集团公司支持下，利用政府鼓励国有粮食企业做大、做强、做优的宏观政策，优化资源配置，实施资本运作，以效益优先，规模同步为基本原则，以行业政策为发展依托，以市场行情为经营导向，以经济效益为企业命脉，以精品名牌为核心竞争力，以营销网络为市场推手，以全产业链为盈利模式，成为立足湖北，辐射全国，省内最大的农业产业化龙头企业。

二、企业套期保值业务流程和风控制度

（一）期货套期保值业务组织机构设置

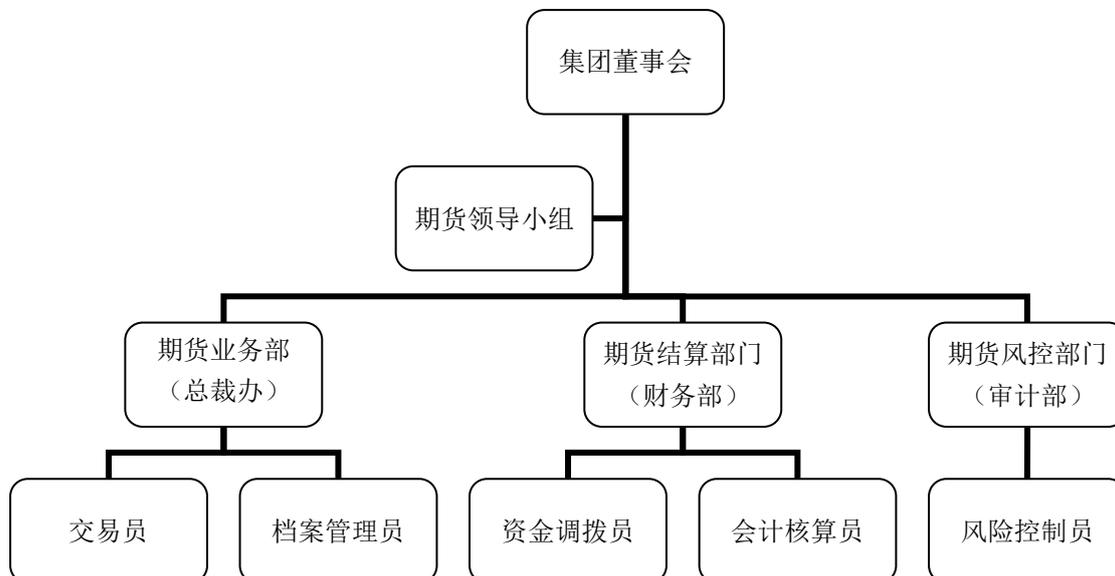
1、成立期货业务领导小组和期货业务部，期货业务领导小组为期货业务决策机构，期货业务部为期货业务执行机构；

2、领导小组组长由总裁担任，为了全面了解企业真实情况、充分发挥各部门的优势和能力，组员包括总裁办（期货业务部）、采购部、运营管理部、战略投资部、财务部、集团销售公司、各分子公司负责人等相关人员；

3、业务部设在总裁办。期货业务部内设交易员、档案管理员等职位。期货业务资金调拨员、会计核算员由财务部人员担任，负责期货保证金的划转以及会计处理，风险控制

员主要负责监督、审计期货业务的各项风险。一般由有相关工作经验的人员组成，由公司分管财务的副总负责。

图 1. 组织机构设置图



(二) 公司期货业务流程

期货业务流程大致分为三个部分：保值策略制定阶段、交易计划制定阶段和交易计划执行阶段。具体操作流程如下：

1、期货业务部结合公司近期经营规模、原材料需求、销售情况和市场价格行情，制定期货套期保值交易方案，报公司期货领导小组批准后方可执行。交易方案应包括以下内容：套期保值交易的建仓品种、价位区间、数量、拟投入的保证金、风险分析、风险控制措施、止损区间、价位及额度等。

2、交易员根据批准的方案，填写注入或追加保证金的付款通知，由风险控制员审核，经期货小组长及财务部相关主管审批同意后交资金调拨员执行付款。会计核算员进行帐

务处理。交易员根据公司的套期保值方案选择合适的时机下达交易指令。

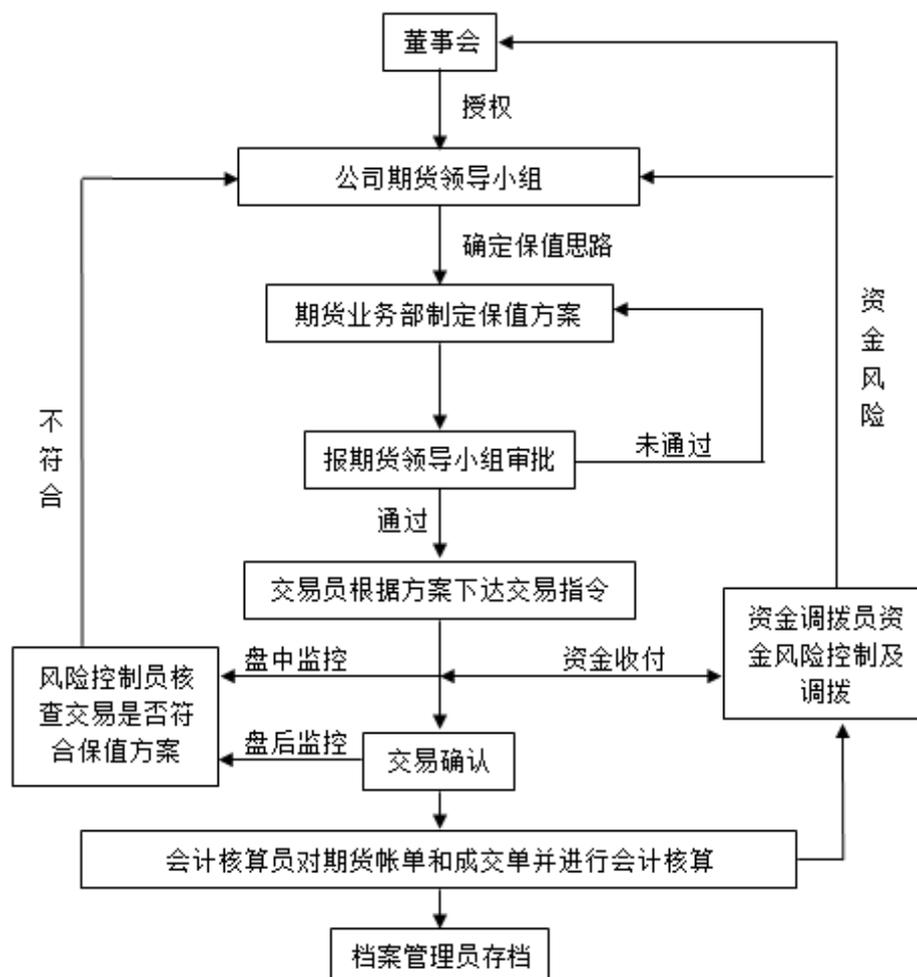
3、每笔交易结束后，交易员应于 1--2 个交易日内及时将期货经纪公司交易系统生成的交易账单打印并传递给期货业务部负责人、风险控制员进行审核。

4、风险控制员核查交易是否符合套期保值方案，若不符合，须立即报告公司期货领导小组。

5、会计核算员收到交割单或结算单并审核无误，并经财务部相关主管签字同意后，进行帐务处理。会计核算员每月末与交易员核对保证金余额。

6、套期保值管理办公室根据公司生产经营计划和锁定价格材料的实际采购情况拟定平仓方案，报期货领导小组批准后参照上述流程执行。

图 2. 期货业务流程图



(三) 风险管理与制度

1、内部风险管理制度

(1) 定期报告制度

交易员应于每天收市后将已占用的保证金金额、浮动盈亏、可用保证金数量及拟建头寸需要追加的保证金数量，形成专门报告或标准帐表，并及时上报公司期货领导小组。当市场价格波动较大或发生异常波动（期货价格波动 10%以上）时，交易员应立即报告期货业务部负责人和风险控制员；如果交易合约市值损失接近或突破止损限额时，应该立即启动止损机制；如果发生追加保证金等风险事件，期货业务部应

立即向期货领导小组报告，并在 24 小时内提交分析意见，由期货领导小组做出决策。同时，根据公司《重大信息内部报告制度》及时向董事会及董事会秘书报告。

（2）信息管理制度

期货执行小组与期货经纪公司合作进行收集、筛选、整理。建立广泛的信息渠道，加强与专业分析机构建立联系，加强与业内企业的交流。关注连续性重点参数：价格、库存、持仓（基金持仓）、升贴水、宏观经济指标等信息。逐步建立高效、准确、快速的市场信息渠道和市场研究队伍。

（3）结算管理制度

结算根据当日交易员确认的成交单进行。每周与经纪公司账务核对、监理、协调等。按月编制期货阶段报表，准确及时反映期货交易状况，负责与结算业务相关部门的业务联系。负责期货交割事宜。

（4）档案管理制度

期货业务需要归档保存的文件有：套期保值计划、套期保值交易授权表、交易原始材料、成交确认单、结算资料、期货交易情况月报表、有关期货业务开户合同、文件及授权文件、资金调拨单、各类台账等。套期保值计划、交易原始材料、结算材料、期货交易状况月报表等业务档案保存至少 5 年。

2、风险处理程序

(1) 期货业务部负责人及时召集公司期货领导小组和有关人员参加会议，分析讨论风险情况及应采取的对策；

(2) 相关人员执行公司的风险处理决定。

(3) 交易错单处理程序：当发生属期货公司过错错单时：由交易员及时通知期货公司，并报告期货领导小组，责成期货公司采取相应处理措施，再向期货公司追偿产生的损失；当发生属于公司交易员过错的错单时：交易员应立即报告期货业务部负责人，并下达相应的指令，相应的交易指令要求能消除或尽可能减少错单对公司造成的损失。

三、企业套期保值实例

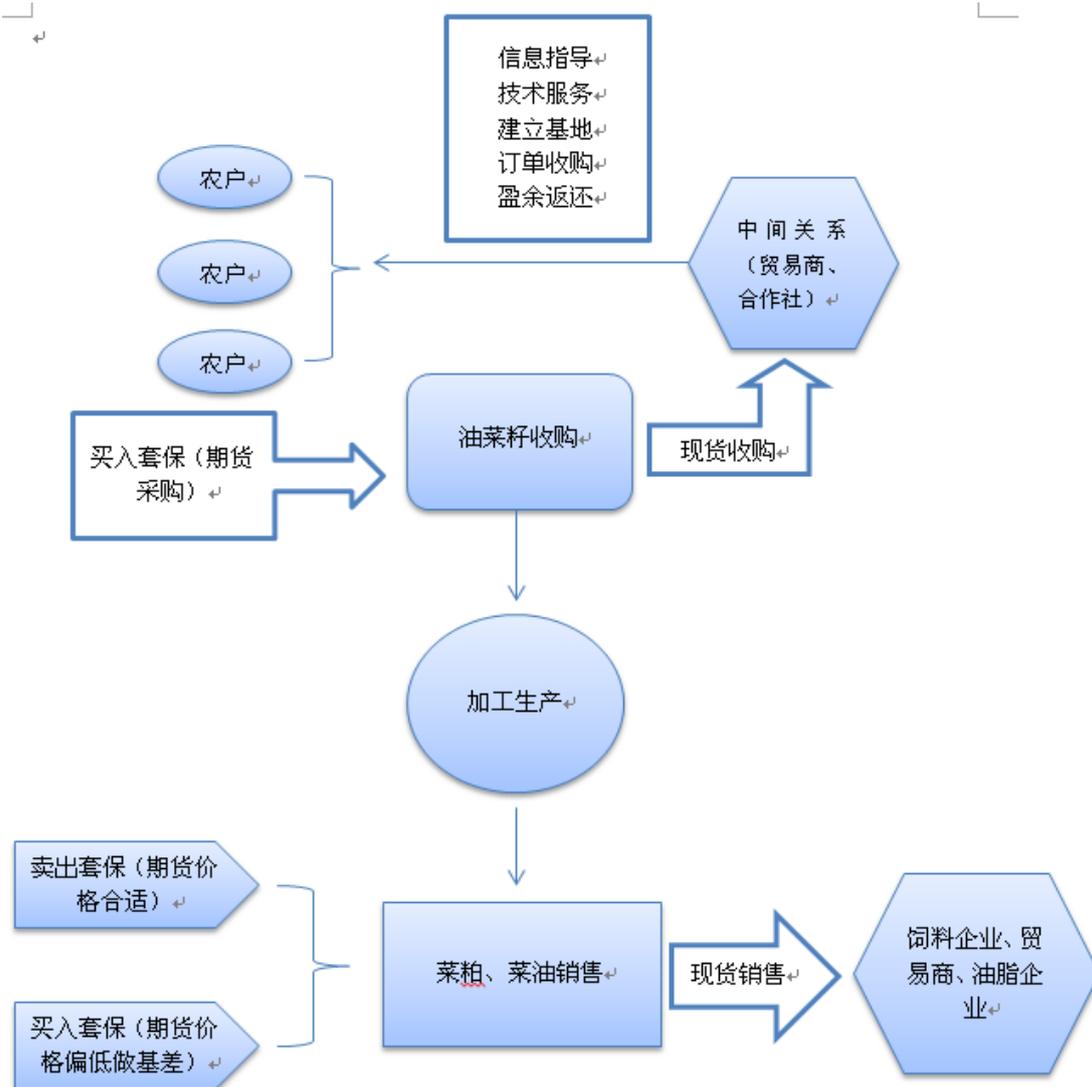
套期保值是指经营者在现货市场买进(或卖出)一定量的现货商品的同时，在期货市场卖出(或买进)与现货品种相同，数量相当，但方向相反的期货商品(期货合约)，以一个市场上的盈利弥补另一个市场的亏损，达到规避价格波动风险，控制成本，锁定利润的目的。根据在期货市场上操作方式不同，套期保值可分为买入套期保值和卖出套期保值。

市场经济在其运行过程中不可避免地存在着商品价格波动的风险。菜籽市场存在众多影响因素，原料价格的波动、供求的转变、以及宏观经济走势等都将影响企业生产和经营的正常运行，导致的生产和经营中往往无法确定成本、锁住利润。我国菜籽行业季节性特征明显，“季产年销”即“一

季收籽、集中加工、全年储藏和销售”的特点，让在收购到加工再到销售的时间段里面临着价格波动和其他不确定因素的影响。因此，菜籽加工企业需要通过卖出保值来规避企业经营销售过程中的风险。

省粮油集团下面有油料加工企业，就油料加工企业而言，上游要接触农户确定原料及其成本，下游要确保产品销售，还要不断的壮大企业规模，在激烈的市场竞争中立于不败之地，依靠传统的集中收购压榨全年销售的模式已经行不通了，在企业不断的探索下，由最开始的“公司+市场”逐步成熟为“科技+公司+基地+农户+期货市场”的发展模式，如图所示。

图 3. 企业结合期货市场“产业周期与成本销售”模式流程



(一) 案例 A: 利用期货盘面锁定压榨利润套保, 提高农民菜籽收购价, 有效的保证农民种植的积极性。

近几年由于菜籽托市政策的改变以及进口菜籽的冲击, 国内菜籽现货市场出现大幅变化。

2008 年全球金融危机爆发后, 我国政府为了保护种植油菜农民的利益, 稳定国内油脂价格, 在油菜主产区启动了油菜籽托市收购政策。由中储粮公司委托油脂加工企业按照国

家规定的价格收购油菜籽，并加工成菜籽油充实中央储备。2009-2010 年菜籽托市收购主体调整为中储粮公司及中央和地方油脂加工企业。其中，中储粮公司委托油脂加工企业收购菜籽后，加工成临时存储菜籽油；油脂加工企业按照国家规定的价格收购菜籽，加工成菜油后自行销售，企业自负盈亏，中央财政给予 200 元/吨加工费用补贴。2011-2014 年国家取消了中央和地方油脂加工企业补贴收购菜籽政策。由中储粮公司委托油脂加工企业按照国家规定的价格收购油菜籽后，加工成国家临时存储菜籽油。在此期间，国内托市收购数量与总收购数量对比如下图所示。2015 年起由地方政府负责组织各类企业进行油菜籽收购工作，这意味着临储菜籽收购政策取消。

表 1. 近几年我国夏收菜籽收购量

年份（单位：万吨）	托市收购数量	国粮局统计夏收菜籽收购量
2011 年	330	565.8
2012 年	437	590.9
2013 年	500	615.7
2014 年	210	348.6

数据来源：国家粮油信息中心

2015 年，主产区油菜籽托市收购政策不再执行，取而代之的是收购补贴政策，具体收购价格和补贴细则等由地方政府决定。油菜籽市场开始由“政策市”进入“市场市”。往年 5-7 月新产油菜籽的上市旺季，种植油菜的农民、收购油菜籽的油厂和贸易商们都会忙得热火朝天，农民积极出售，

油厂和贸易商们则抢收着新产油菜籽，新榨菜油、菜粕在这个时候也已经开始大量供应市场。2015年新产油菜籽上市以后，由于没有了政府的托市收购，市场价格出现了低开低走现象，湖北等地新产油菜籽收购价一度跌到了1.6元/斤，和去年的政府托市收购价相差近1元/斤，这造成大部分农民惜售。同时，由于对后期走势把握不准，油厂和贸易商们也不敢贸然入市收购，农民不卖、油厂不收成了普遍现象，新产菜油和菜粕更是无处可寻，特别是菜粕市场往年同期的“水产行情”也消失不见了。2015年水产消费情况并不好，菜粕的现货消费比较悲观，企业压榨出来的菜粕销售也是一个很严重的问题。而菜油价格一度下跌，盘面反应的是进口菜油，国产非转基因菜油直接抛盘面价格不合适。

在这种情况下，省粮油集团根据菜籽现货市场收购情况、菜粕期货盘面价格以及菜油现货市场销售情况，在菜粕1509合约期货价格拉到2350上方时，直接在菜粕期货盘面上作出卖出套期保值操作。菜粕2350以上的成本空单，企业可以将菜籽的收购成本价提高0.05-0.1元/斤，这样兑现给农户或者贸易商的收购价就相比市场同期价格提升了0.05-0.1元/斤。

表 2. 压榨利润成本折算表 单位：元/吨

菜籽价格\菜粕价格	1800	1900	2000	2100	2200	2300	2400	2500	2600
3000	6044	5883	5722	5561	5400	5239	5078	4917	4756
3100	6322	6161	6000	5839	5678	5517	5356	5194	5033
3200	6600	6439	6278	6117	5956	5794	5633	5472	5311
3300	6878	6717	6556	6394	6233	6072	5911	5750	5589

3400	7156	6994	6833	6672	6511	6350	6189	6028	5867
3500	7433	7272	7111	6950	6789	6628	6467	6306	6144
3600	7711	7550	7389	7228	7067	6906	6744	6583	6422
3700	7989	7828	7667	7506	7344	7183	7022	6861	6700
3800	8267	8106	7944	7783	7622	7461	7300	7139	6978
3900	8544	8383	8222	8061	7900	7739	7578	7417	7256
4000	8822	8661	8500	8339	8178	8017	7856	7694	7533
4100	9100	8939	8778	8617	8456	8294	8133	7972	7811
4200	9378	9217	9056	8894	8733	8572	8411	8250	8089

数据来源：美尔雅期货；注：压榨利润=菜油*0.36+菜粕*0.58-菜籽收购价-加工费（220）

如上图所示，当菜籽价格 3400 元/吨，菜油价格 6350 元/吨时，菜粕的成本大概是 2300 元/吨。7 月初市场进口菜籽油现货价格 6300-6400 元/吨，市场菜籽收购价格集中在 1.65-1.7 元/斤（因为此前一直没有压榨利润出现，市场企业均不愿意收购菜籽），期货盘面菜油价格一直低迷在 6000 以下，菜粕 1509 合约期货盘面拉升至 2300 上方时，省粮油集团根据自身压榨利润，觉得可以通过菜粕期货盘面直接卖出套保，来保证压榨利润，同时也开始大规模展开收购工作，当其他家企业还在挂牌 1.7 元/斤时，省粮油集团已经挂出 1.75-1.8 元/斤的收购价格对市场收购。

表 3. 压榨利润套保操作情况

操作时间	菜籽	菜粕	菜油
2015 年 7 月上旬	1.7-1.8 元/斤在现货市场收购菜籽	在 RM1509 合约上以 2320 的成本卖出 350 手菜粕空头	现货渠道，通过打造自己品牌小包装销售

（二） 案例 B：企业利用菜粕期货卖出保值。

菜籽粕在 2014 年价格走势分化明显，1 月-3 月为回落

期，4月-6月上涨期。7月-12月大幅下滑。2014年菜籽粕走势“一反常态”，本应在7、8月份的需求旺季的上涨期提前至6月份，步入7月份的水产需求旺季，菜粕价格大幅下调。

2014年1月-3月适逢元旦春节，上游原料油菜籽供应有限，菜籽油行情的持续萎靡，压榨国产菜籽利润偏低甚至有亏损，长江流域压榨国产菜籽油厂开机率低，国产菜粕供应相对紧张。华南地区压榨进口菜籽，由于进口油菜籽相对廉价，油厂有利润可见，油厂压榨积极性较高，国产加籽粕供应相对宽松。在需求方面，菜籽粕在水产方面消费量达47%，1-3月为传统水产消费淡季，水产饲料厂需求减少，有少量备货需求。菜粕在畜禽饲料方面消费也减少，禽流感导致家禽行情受到重创，生猪市场行情大跌，加上豆粕价格走低明显，蛋白替代明显，畜禽方面需求饲企多更改配方，使用廉价的豆粕，对于菜粕的购置较为谨慎。

2014年4月-6月进入4月水产逐渐恢复，气温回升明显的水产产区开始投放鱼苗，饲料需求跟进，国产菜粕由于油厂开机不高，供应依旧紧张。华南地区油厂压榨进口廉价菜籽意愿明显，但3月进口油菜籽到港数量仅为15.2万吨，同比减少44.4%，对菜粕市场带来利好，菜粕整体供应偏紧。畜禽行业也健步回升，较前期萎靡期，饲料需求有所改善。5月份，长江流域等产区新菜籽陆续上市，但由于收割期雨

水天气频繁，菜籽质量、产量双双下降，且新菜籽供应推迟。5月底菜籽临储政策下达，收储监管严格，国产菜粕供应受影响供应延迟大半月。6月中上旬，湖北地区菜粕销售政策发生改变，统一销售菜粕已全面启动，采取经销商销售和饲料企业直供两种方式进行，且中储粮定统一销售价格 2900 以上，处于较高水平。压榨国产菜籽的部分油厂菜粕陆续上市，但在水产旺季，饲料厂采购积极，整体市场反应货源依旧偏紧，油厂挺粕，价位偏高。

2014年6月下旬，中储粮统一销售价格较高，下游需求企业大部分直接采购进口加籽压榨的菜粕，而导致国内菜粕销售不佳，且由于统一销售致使国产菜粕上市期往后推迟，错过了水产需求旺季的时间段，部分内地油厂生产的国产菜粕无从走货，就考虑通过期货交割的方式，销售菜粕。于是6月底的时候，当RM1409合约拉至3000以上的时候，部分内地加工企业根据盘面价格直接在盘面进行卖出套保，菜粕价格开始“一泻千里”。

2014年7月-12月水产需求旺季，菜粕走销不旺，油厂多次出现胀库停机，在去库存的道路上艰难前行。豆粕价格持续走跌，豆粕、菜粕价差一路回落，拖累菜粕行情。步入10月行情跌势继续。水产旺季已过，菜粕除了少量水产需求之后，多用于禽料，行情走势难独立，过多依赖于豆粕引领。菜粕的库存有待消化，需求疲弱，下游企业即采即用，油厂

有意挺价，但库存压力迫使价格难涨。菜粕价格跌跌不休，使得豆粕、菜粕现货价差扩至 1200 元/吨以上，足量货源、低廉价格使得菜粕优势凸显，菜粕成交量有所增加。特别是在豆粕货源紧张价格坚挺的条件下，个别地区菜粕价格挺价抗跌，出现短暂反弹。由于 11 月豆粕表现供应紧张价格坚挺，菜粕在供应宽松和价格低廉的优势促使其走跌幅度减缓，走货量尚可。目前菜粕价格过低，长时间的压榨负利润，有油厂宁愿挺价，等待下一年一月份的年前补货行情。但下行的行情已然注定，菜粕价格步步寻底。年底市场底价基本确定，油厂低价走货意愿不强，宁愿等待下一年的备货期。

在 2014 年 6 月底-7 月的时候，省粮油集团参与了菜粕的卖出套期保值，成功的将手中的尚未压榨的菜籽锁定了一个较高的菜粕出货价格。当时期货价格其成本和数量如下图所示。企业在建立了套保空单后，菜粕期现货价格短期内加速下跌，准备全线压榨，将压榨的菜粕通过交割方式注册仓单，后因交割仓库货有仓容的库分布较散交割不便利，且现货上可以较市场价降价 30 元/吨左右出货，也可以令下游需求企业受益，综合考虑的情况下，省粮油集团决定通过现货渠道将菜粕现货销售，而期货盘面的空单则获利平仓了结。

表 4. 企业菜粕期货卖出套保

操作	卖出 RM1409 合约 (元/吨)	卖出数量 (手)	买入平仓 (元/吨)	买入平仓数量 (手)	期货销售盈利 (元)
2014 年 6 月底至 7 月	2762.2	500	2718	500	221000
	2776	3100	2690	3100	2666000

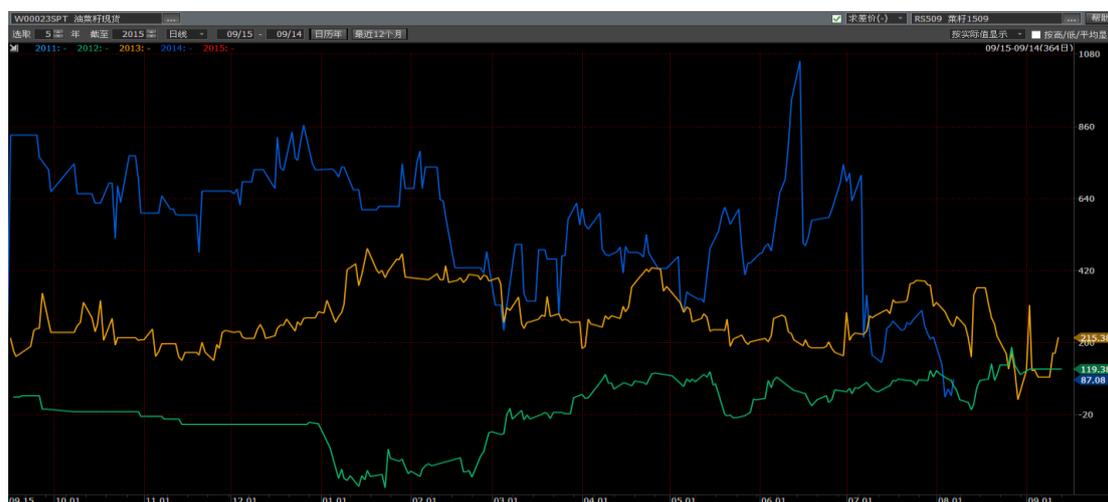
	2737	600	2651	600	516000
	2780	3000	2722	3000	1740000
合计	2773.458333	7200	2702.027778	7200	5143000

此次操作，成功的将菜粕现货通过卖出套保的方式，锁定了较高的销售价格，而现货方面也通过降价销售的方式，稳住了下游需求企业的利益，建立了良好的合作关系。

(三) 案例 C: 买入菜籽套期保值，提前“期转现”接现货压榨，提高市场积极性。

2015 年菜籽收储政策变为直补，且政策前期一直没有明确，菜籽现货价格自上市来惨跌，农民惜售，市面上菜籽流通量较往年同期相比减少很多，油厂收购菜籽的量较少，无法如往年进行菜籽加工以达到现货经营需求。为解决收购问题，粮油集团在菜籽 1509 合约上建立多单(如下表格所示)，并提前进行“期转现”业务，协议交割接货菜籽进行加工，生产出的菜粕通过期货盘面进行卖出套期保值，就地直接送入交割库，菜油则通过现货渠道销售。

图 4. 菜籽现货与 1509 期货基差季节性变化图



数据来源: wind

表 5. 菜籽 1509 期货合约买入套期保值操作

操作	买入 RS1509 (元/吨)	买入数量 (吨)
2015 年 7 月底-8 月上旬	3710.9	6570
	3753	5890
合计	3730	12460

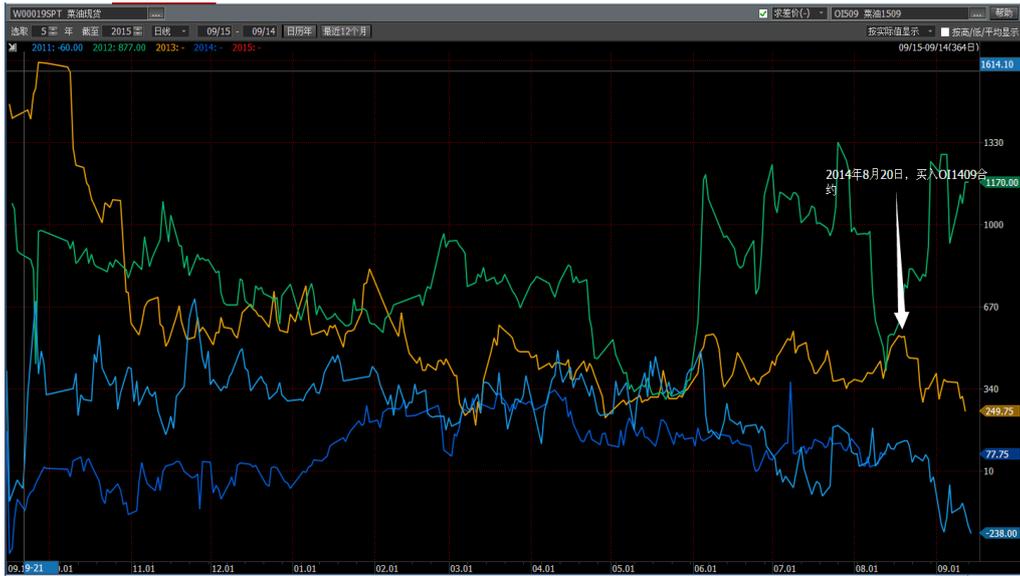
数据来源：湖北省粮油集团

由于企业大量的接货菜籽，使得市场上收购的需求加大，给前期低迷的菜籽市场注入了一剂兴奋剂，市场上菜籽收购小高潮又重新出现。给湖北本地菜籽收购企业、贸易商和农户提高了积极性，扭转了市场的悲观气氛，又给了大家新的希望，为服务三农经济做出来较大的贡献。

(四) 案例 D：利用菜油期货仓单质押提高资金周转率

2014 年 3 季度，由于国内油脂供应充足，外盘原油及其他油脂价格大幅下挫，国内菜油的价格也是一路下跌，到 8 月底临近 1409 合约交割时，菜油期货盘面价格已经跌至 5800-5900 之间，接近金融危机后的低价。且此时菜油现货与期货的基差已经到了一个阶段性高位，临近交割月附近，基差肯定会有回归。于是省粮油集团在 2014 年 8 月 20 日附近，在期货盘面直接买入 0I1409 合约，准备持有至交割月交割。

图 5. 菜油现货与 1409 基差季节性变化图



数据来源: wind

图 6. 菜油 9 月合约日 K 线图



数据来源: wind

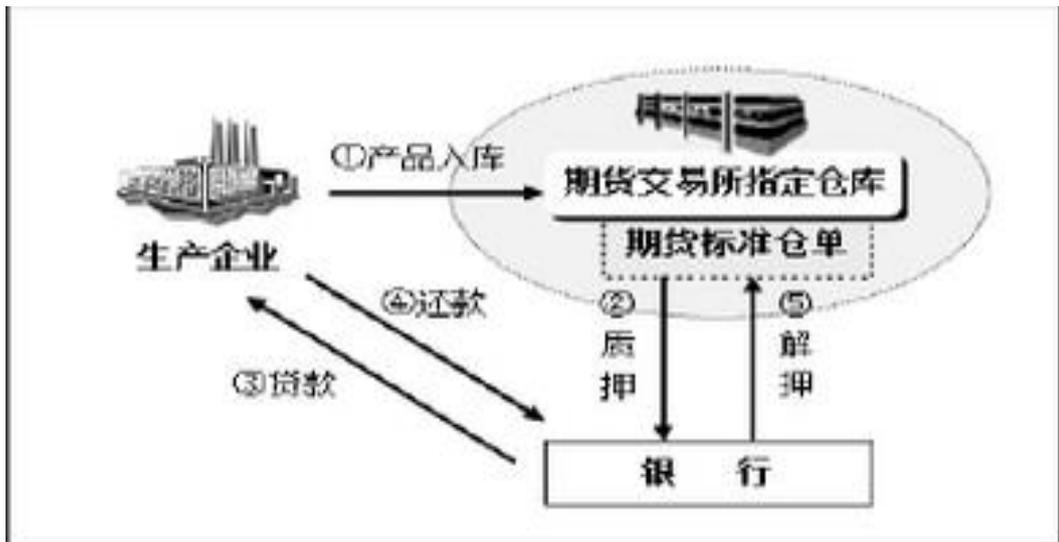
表 6. 省粮油集团买入 OI1409 合约期货操作

操作	买入 OI1409 (元/吨)	买入数量 (吨)
2014 年 8 月底	5843.0809	3830
	5840.4265	3470
	5791.1169	1540
	5878.3463	7740
合计	5854.161652	16580

省粮油集团买入 OI1409 后, 将现货注册成标准仓单, 拿到标准仓单后, 为了节约资金成本, 提高资金利用率, 通过美尔雅期货公司向郑州商品交易所提交质押申请。

标准仓单质押融资，指借款人以自有的按期货交易所规定入库后由指定交割仓库签发所得或自交易所交割所得的标准仓单作为质押物，银行基于一定质押率（50%~70%）向企业发放信贷资金，用于满足短期流动资金需求，或用于满足交割标准仓单资金需求。标准仓单质押融资可有效解决标准仓单占压资金出现的流动性问题，或在没有其他抵质押品或第三方保证担保的情况下为企业提供资金购买标准仓单，在期货价格较低时完成原料采购，从而锁定价格和降低成本

图 7. 标准仓单质押流程图



省粮油集团在期货市场建立 OI1409 合约买方持仓头寸，在标准仓单交割配对后，银行在期货公司协助监管下，向省粮油集团发放流动资金贷款用于实物交割，并将交割所得标准仓单质押到银行，从而达到了先收贷款，后作抵押的效果。而交割还款时，在期货公司监管下，银行将企业质押的标准

仓单解除质押，通过期货公司的配合在期货交易所进行交割，交割完毕取得货款后，利用交割资金归还银行贷款，从而达到了先交割，再还贷的效果。整个过程下来，省粮油集团极高的提高了资金周转率。

四、套利保值经验总结

随着全球经济一体化的实现，油脂企业长期面临现货报价虚高、销售不畅、库存迅速贬值等问题，传统的油脂生产和销售模式已经不足以支撑企业的生产经营，要更大限度的提高企业的盈利能力、提高企业的竞争力，就必须最大限度的提高规避风险的能力，必须学会利用期货市场。对于企业来说，期货市场是一个发现价格、规避风险的工具，参与期货市场不是为了投机，企业要做的是利用好这个工具稳定经营。在面对种种不利条件的情况下，唯有利用好期货、建立新的经营体系，弥补传统不足，把经营做活，才能在激烈的市场竞争中立于不败之地，也才能使企业更大更好的发展。

在企业近几年参与期货市场的过程中，对期货市场的了解进一步深化，在套期保值手段的运用上也更加灵活，同事也总结出部分经验和对期货市场的一些思考，让期货市场更好为企业服务，帮助企业更好的实现生产和经营。

认真分析市场行情，认真分析和判断市场行情是正确决策的基础，企业在参与期货套期保值应该积极分析现货市场

以及期货市场行情，只有分析了行情才能有正确的套保思路。

正确的认识套期保值的作用，制定正确的期货套保方案。企业进行套期保值的目的是规避价格风险，维持生产经营的稳定，促进企业的发展。在此过程中，追求利润最大化并不是最终目标，要避免在实际操作过程中将套期保值行为演变成投机行为。在每次操作之前都要制定严格的期货套保方案，操作的头寸和方向应该符合企业所需的经营需求。

制定规范的期货操作流程和人员配置，保证操作计划严格执行。期货市场需要企业内部制定严格的期货套保管理条例，套期保值方案确定后，由专门的人员进行操作，并记录每天的运作结果。若市场行情发生变化需要对保值方案进行较大修正，需要企业期货部进行统一讨论。不过决策要快。期货行情瞬息万变。一般情况下，领导只需要定保值方向，具体由操作人员灵活掌握，这样才不会错失良机。一旦交易计划确定，严格执行，不能随意跟随行情认为的变动方向投机。

不断的学习和接受行业新的知识点。时代在进步，期货市场也在发展，随着菜籽菜粕期货的上市，市场的操作模式又发生了些许变化，要不断的接受和学习新的行业知识，提高专业能力，加强对套保套利的研究和推广，多参与交易所组织的培训和教育work，通过各种途径提高对期货市场的认识，加强对期货的应用。

五、企业参与菜系品种期货历程

湖北省粮油集团自菜油上市以及后来的菜粕、菜籽期货上市至今，一直保持着高度积极的参与态度，不断自身主动参与菜系品种期货市场，还积极的向现货产业链推广普及期货知识。

加强自身期货专业学习

湖北省粮油集团参与期货过程中，认识到期货市场是一种专业性市场，是一种不同于现货的市场，是一种风险与收益并存的市场。只有通过认真学习，了解期货市场才能更好地参与，发挥厂库最大效应。

从 2012 年开始，企业就从销售部、财务部、生产部、仓储部、运输部等多部门抽调骨干人员组织期货学习班，联系本地期货公司美尔雅期货进行了每周一次，为期四个月的专项培训。培训期间对期货基础知识，套期保值，交易交割规则等书面知识有了充分的了解，还前往湖北银丰（棉花交割库）进行实地考察交流，前往招行湖北省分行学习信用保函业务。

通过专项培训，使企业内各部门都对期货知识有了充分了解，也明确了各部门在期货运行中的责任，确定了各部门的期货对接专员。最后成立了由一位副总领导，多部门人员参与的期货专项小组。并利用所学知识在董事会上进行路演，获得董事会的支持。

谨慎的态度进行自主交易

菜系品种自上市后，行情十分活跃，特别是菜粕。湖北省粮油集团参与期货的过程中，一直以谨慎的态度对待期货市场，根据自身实际需求参与套保，不盲目投机。

谨慎的态度使得省粮油集团在过去的几年中，避免了很多不必要的风险，保证期现货很顺利的运行。

做好产业客户投资教育工作

省粮油集团相关业务往来的企业分布较广，在与省粮油集团合作的过程中，省粮油集团积极的向这些企业对广期货工具的重要性。湖北省粮油集团联合期货公司、投资机构通过自身影响力，发挥龙头企业作用，为广大菜系品种贸易商、加工厂等产业客户提供培训服务。以便于菜系品种期货能够更好地与现货产业链相结合，也促使更多的产业客户能够理性面对期货风险，认识期货服务产业功能。

自菜系品种期货上市以来，省粮油集团共接待交易所、期货公司、投资机构等调研百余人次，同时通过行业协会会议、企业产品推广会议等各种会议渠道上推广介绍菜系品种期货十余场，受众群体达到千余人次。

六、结束语

湖北省粮油集团作为油菜籽系列品种期货产业客户积极参与期货市场，做到了期货和现货的完美结合，取得了较

好的成绩，实现了企业稳健经营健康发展的目标。同时，湖北省粮油集团也愿意积极配合郑州商品交易所为宣传和推广菜籽粕期货、推动期货市场繁荣发展、为农业发展和社会发展贡献出一份力量！



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年菜粕品种期现结合示范点基地

报告名称	中粮粮油工业（九江）有限公司菜粕“点基地”项目报告
“点”基地名称	中粮粮油工业（九江）有限公司
辅导公司	中粮期货有限公司
课题人员名单	刘霓
郑商所协调人	于雷
报告日期	2015-08-13

目录

一、中粮粮油工业（九江）有限公司的基本情况	192
二、中粮粮油工业（九江）有限公司的现货经营情况 .	193
三、中粮粮油工业（九江）有限公司参与期货历史及现状	194
四、企业参与菜粕系期货市场的详细案例	195
（一）基差交易案例.....	195
（二）跨品种保值(套利)案例.....	197
（三）跨期套利案例.....	198
五、利用期货市场过程中面临风险分析，风险规避手段，企 业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建设	38
（一）面临风险分析，风险规避手段.....	38
（二）企业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建 设.....	39
六、企业取得的经验、心得体会及进一步利用期货市场的设 想.....	205
七、对于郑商所市场发展、产业服务和品种拓展的意见建议	207

一、中粮粮油工业（九江）有限公司的基本情况

中粮粮油工业（九江）有限公司隶属于中粮集团。中粮集团（COFCO）成立于1949年，是中国最大的粮油食品进出口公司和实力雄厚的食品生产商。1994年以来已连续21年入选《财富》世界500强，连年位列中国食品工业百强企业首位，是中国第二大油脂加工商、第二大小麦加工商和最大的番茄制品、杏酱和甜菜糖生产商。

中粮粮油工业（九江）有限公司成立于2009年，地处九江市城东港区，占地面积455亩，由中国粮油控股有限公司（中粮控股HK0606）投资，是中粮集团菜籽沿江战略的首站。其注册资本5380万美元，项目总投资9.37亿元。公司主要生产食用油及豆粕、菜粕等农副产品，同时从事生物饲料、蛋白饲料的开发、生产与销售。日处理量为预榨1350吨、精炼1200吨、分提600吨。年豆粕销售30万吨，菜粕销售12万吨，销售收入13.5亿元。公司计划5年内扩大压榨规模，力争豆粕销量75万吨，菜粕销量25万吨。

2009年公司成立以来，一直秉承“踏实诚信、协作共赢、专业创新、创造价值”的企业价值观，多年来与广大的下游企业建立了稳固而友好的贸易合作关系。与下游饲料企业及贸易商合作良好，成为温氏、海大、通威、南宝、双胞胎、正邦、上海浦耀等大型饲料集团和贸易商的长期供应商。公司豆粕立足于江西、鄂东南、皖南等市场，菜粕广泛销售于

江西、福建、广东、浙江、鄂东、皖南等区域。市场销售基础及渠道良好；菜油方面，多年来与下游食用油深加工企业建立了稳定的贸易合作关系，成为大型方便面厂顶益、统一等长期供应商，并与全国知名包装油企业：中粮食品、益海集团、巴陵油脂、金浩茶油、重庆油脂公司长期保持合作关系，公司菜油立足深耕江西市场，借助长江航运辐射湖北、湖南、重庆等沿江区域，市场渠道健全，销售网络下沉。

近年来，中粮粮油工业（九江）有限公司通过利用菜油、菜粕期货和基差交易的原理，在保证利润和实现与客户共赢的前提下，实现了在更有竞争力的价位完成现货买卖的贸易方式，帮助企业在激烈的市场竞争中快速成长。通过参与期货市场，有效地实现了规避菜粕价格波动风险的目标。公司的经营与市场变化紧密相连，通过积极参与郑商所的菜粕期货交易，公司可利用的时间空间、市场领域等已经大大扩展。

二、中粮粮油工业（九江）有限公司的现货经营情况

公司立足于江西市场，并在九江周边地区设点，业务网络覆盖鄂东、皖南、江西、福建和广东。广东地区下游厂家主要有海大、通威、广东福百盛等公司；福建地区下游厂家主要有海大、通威、华龙等公司；江西地区与本地饲料企业建立了长期良好的合作关系。公司通过探索期货基差交易模式，每月菜粕销售量 1 万吨，2014 年菜粕实现销售收入 2.8

亿元，对公司利润贡献率为 21%。

三、中粮粮油工业（九江）有限公司参与期货历史及现状

公司于 2009 年开始参与期货市场，初期仅通过盘面来调整现货的单边头寸，资金量也比较有限。2010 年开始改变策略，通过跟踪期现货基差，着重于基差交易，并开始在豆粕上面大量运用远期一口价销售，然后盘面卖出豆粕对应合约套保，锁定基差的方式。2012 年之后开始调整经营量的基差比重，保证每个月豆粕至少有三分之一的量是通过基差交易进行（或者转换成基差交易方式）的。2012 年 12 月 28 日郑商所的菜粕期货上市，公司开始把豆粕基差交易的成功经验应用到菜粕上，并得到上游企业的支持，每个月保证三分之一吨的基差合同成交。目前，公司在操作策略上灵活多变，充分利用了期货套保工具。日常操作以基差交易为主，对应月份估算出合理基差，根据公司自身和市场情况，选择合适基差销售给下游市场，赚取稳定基差利润，同时与客户加强沟通交流，帮助客户在合适价位时点价，实现公司与客户共赢；或者销售远期一口价给下游，同时在盘面卖出套保，等到交割月基差回归，再从盘面买入平掉空单，同时执行现货合同，或者直接盘面交割。除此之外，该公司还采取单边为

辅的方式，对市场看好时候适当建立多单或者看跌时提前在期货或者销售远期现货进行获利。

四、企业参与菜粕系期货市场的详细案例

（一）基差交易案例

基差是指特定商品在某一特定时间和地点的现货价格与该商品在期货市场的期货价格之差，即：基差=现货价格-期货价格。

1、菜粕案例分析：

2014年6-7月份，由于储备指导价的支撑，菜粕现货价格一直在3000元/吨以上，导致预售远期9月份的菜粕基差在150元/吨左右。但根据调研情况及数据分析，2014年美豆将是比较确定的丰产格局，豆粕价格下行是大概率事件，而菜粕长期受豆粕价格压制，基本不可能走出独立行情，同时2014年的水产料需求下降，豆菜粕价差过低也显著抑制菜粕的需求，所以菜粕的价格过高，判断后期菜粕价格下行概率较大，且基差也会随之走低，因此决定对现货头寸在盘面进行卖空套保。

针对2014年6-7月收购的10万吨国产菜籽，对应菜粕头寸大致在6万吨，计划将其中3万吨做基差合同销售，剩余3万吨做现货一口价合同销售，同时在在期货上卖出套保。

操作完成后基差合同平均成本在 RM409+130 元/吨，一口价销售在 RM501 均价 2700 元/吨做空套保 3000 手。

2014 年 8 月，由于两次强台风对华南的水产业造成了沉重的打击，菜粕价格出现断崖式的下跌，在下跌过程中套保头寸陆续平仓，平仓均价 2300 元/吨，而同时基差合同报价也下跌至 RM409+30 元/吨。

总盈利=100*30000+ (2700-2300) *30000= 15000000 元/吨。

2、菜油案例分析

2015 年公司根据市场需求，结合郑商所菜油盘面开始实行基差销售模式：

模式 1 基差销售：客户根据当天郑商所菜油合约价格，结合当天我司菜油基差价格，自行选择当日成交价格（盘面价格+基差价格）

模式 2 基差点价销售：客户根据未来对盘面的判断，买定我司基差，在提货前任意一天根据郑商所菜油合约当天盘面价格自行选择点价价位，达成合同成交。

郑商所期货盘面菜油合约的价格基础上结合，客户可根据自身市场需求，和对行情的研判，自己选择成交价格，同时可根据不同菜油的合约期限选择远期交货的采购方式，因此增加了客户对价格的自主权和对自身头寸的滚动能力。同时基

差销售比以往销售更加灵活，以往销售报价后盘面如果出现大幅变动，报价的调整总比盘面要延迟很久，而基差销售则跟随郑商所盘面可随时对成交价格进行调整，客户锁定价格更加方便快捷。

3、案例的宣传及推广价值：

基差销售可以使得客户选择多元化，通过在郑商所期货盘面价格上的操作实现基差的买卖，如下游客户要求一口价合同，可按当日基差+当日盘面价格这样的一口价销售给客户；或下游客户买定基差，后期跟随郑商所期货盘面自行寻找点价机会，同时企业在盘面买回对应吨位的期货，锁定基差。此操作企业可提前锁定加工利润，客户可根据自身的头寸和市场需求选择对锁机会。

基差操作的时间跨度比较长，这期间可以有更多的时机去寻找解单的机会。基差的波动幅度较单边小的多，风险相对较小，且影响基差的因素较单边也少的多，比较容易判断。

（二）跨品种保值(套利)案例

跨品种套保（套利）主要是指在买入或卖出某种商品的同时，卖出或买入相关的另一种商品，当两者的差价缩小或扩大至一定程度时，平仓获利的交易方式

1、豆菜粕价差案例分析：

15 年豆粕与菜粕比价走势，从历史角度看，豆粕与菜粕现货比价均值 1.6:1；比值在 1.5:1 至 1.8:1 之间运行。截止 1 月 13 日，豆粕 05 与菜粕 05 合约比价为 1.27:1；比值处于极端区间，以豆粕价格计算，菜粕价格显然过高。我们预计价差将拉大，建议在豆粕 09 与菜粕 09 进行跨品种套利。

进入 3 月后，菜粕需求很弱，但豆菜粕价差并未迅速拉大，而是维持在 470—520 元/吨区间振荡，期间，我们陆续把豆粕的 3 万吨空单移到菜粕上。平均价差在 507 左右。

进入 7 月中旬，豆菜粕价差扩大到 600 元/吨以上时，陆续把空单转回到豆粕上，平均成本 630 元/吨左右。

总盈利= $(630-507) * 30000 = 3690000$ 元/吨。

2、案例的宣传点及推广价值：

豆菜粕价差套利的性质同豆棕油价差套利十分相似，二者都是存在一定的替代性，虽然菜粕现货量比较小，但是期货盘面成交量足够大，所以当豆菜粕现货价差超出历史区间时，就可以考虑在期货盘面上做二者价差回归，通常能获得不错的收益，跨品种套保（套利）为操作上提供了更多的选择和机会。

（三）跨期套利案例

跨期套利是指同一期货产品在不同合约上建立数量相等/方向相反的交易部位，最后以对冲或交割方式结束交易，获得收益的一种方式。

1、案例分析：

2015年水产料的需求很可能出现了淡季不淡，旺季不旺的态势，传统的7-9月的需求高峰要明显弱于往期，加上2015年豆粕价格位于历史低位，可预期菜粕的需求将被大量替代。所以到15年3月底，我们发现菜粕09与01的价差还维持在130左右，基本面是支持菜粕09和01价差缩小的，我们认为建仓价差缩小时机已到，买入RM501同时卖出RM409，平均成本在120元/吨左右。通过持有套利寸头2个月，至5月底菜粕09和01价差已缩小至30左右，获利平仓出场。

一手的总盈利= $(120-30) * 10 = 90 * 10 = 900$ 元/吨。

2、案例的宣传点及推广价值：

套利是一个关于博胜率的游戏，由于跨期套利风险相对较低，其收益空间也有限。但是，如果对基本面进行深入研究，跨期套利操作的胜率也随之增加。国内菜粕消费的季节性非常明显，所以菜粕合约的跨期套利有一定的规律性可循，在分析菜粕基本面之后，利用跨期套利在价格出现短暂偏离时获利是一个非常好的选择。此案例仅为单纯在期货盘面的

操作，还可以引申到现货上交易，例如现货头寸该选择哪个合约套保等等。

五、利用期货市场过程中面临风险分析，风险规避手段，企业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建设

（一）面临风险分析，风险规避手段

公司业务主要为大豆、菜籽压榨，销售豆粕、菜粕、豆油、菜油、棕榈油、包装油等，在生产经营过程中，原材料及产品会面临各种各样的风险。

1、原材料的价格风险

原材料的价格受到该商品的全球供需关系及该商品主产地供需关系的影响，波动往往很大。何时、怎样购买原材料是企业遇到的第一个难题。

2、物流风险

主要包括港口物流和船运物流风险。例如 2013 年巴西港口等待装运的大豆船平均等待时间长达 90 多天，严重影响了企业的生产运营，所以选择哪个港口装运，如何安排合理的船期和到货量需要企业关注。

3、汇率风险

目前人民币越来越接近自由兑换。换言之，人民币的市场化程度越来越高，波动性也越来越大，所以汇率风险也成

为企业需要考虑的风险之一。例如：今年8月中旬人民币突然大幅贬值，如果没有相应措施，进口成本将显著增加。

4、政策风险

目前，国产菜籽产量大于菜籽进口量，所以国家托市政策的变化是原料采购环节不可回避且最重要的风险。如何协助国家完成一定的储备量？如果制定收购价格以及水杂标准，即保护农民的基本利益，又控制收购成本？入储菜油的品质如何保证？这些问题都要在每年的收购之前详细了解当年的政策，并制定出相应的解决方案。

公司时时刻刻把风险控制视为重中之重。针对上述风险，我司采取相应的措施予以应对。面对原材料的价格风险，我司组建了一直较强大的研究团队，分析并预测短期以及中长期的价格趋势，从而给公司提出何时买入原材料的建议。销售时，制定远期合同或基差合同，进行期货盘面套保都是降低价格风险的选择。对于汇率问题，财务部门核算财务成本，锁定部分远期汇率。多样化的销售模式以及金融手段，保证在原材料采购和加工的过程中，做到风险可控。另外，严格的企业治理结构，做好内控制度、安防、检验等等，以确保企业稳健运行。

（二）企业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建设

1、组织机构设置与人员配备

企业为了高效及时的执行期货套保策略，避免人为干扰，成立了四个部门：

（1）期货决策委员会：

由集团相关领导、期货部经理层组成，是期货业务的决策机构与资金管理机构，主要负责审批企业参加期货交易的范围、品种、企业套期保值方案、风险监控以及与期货相关的其他重大问题的处理、期货资金的调拨等。

（2）商情部：

是期货决策委员会的重要辅助部门，主要职责是：利用中粮、来宝和尼德拉的信息大平台广泛收集市场信息、分析、预测市场行情；提出套期保值和套利建议方案并负责操作方案的执行；制定企业期货业务管理制度。

（3）风险控制部：

负责套期保值业务全程的风险监控、每日交易记录与结算数据的复核、发现风险问题时向业务部门做出提示、向期货决策委员会报告等；建立期货统计报表制度。

(4) 财务部：负责套期保值业务全程的财务处理。参与套期保值过程中的财务处理工作：包括账户处理和资金划转等。

2、内控制度建设

实行内部控制，重点应当在授权批准、组织结构、财务管理、员工素质和风险管理等重要环节组织实施。

(1) 授权批准控制

授权批准是指公司在处理期货业务的过程中必须经授权批准以进行控制，解决了期货决策委员会与实际执行人员的授权问题。授权的形式有一般授权和特别授权之分：一般授权是办理常规业务的权力、条件和有关责任者作出的规定；特别授权指受权处理非常规性业务。

我司期货决策委员会是由集团总部的总经理直接领导并全权负责，而实际执行人通常包含财务人员、期货操作人员及风控人员若干。公司会明确实际执行人的名单，可从事业务的具体种类或交易限额，实际执行人不得超越自身权限，并做到每单业务都留痕，并由期货决策委员会负责人完成最终签署。

(2) 组织结构控制

确定公司的组织形式，明确各个部门的管理职能和报告关系，以及为每个部门内部划分责任权限。

在确定和完善组织结构的过程中，应当遵循不相容职务相分离的原则：所谓不相容职务，是指多个工作岗位如果由一个人或一个部门担任，既可能弄虚作假，又能够自己掩盖其舞弊行为的职务。因此公司在执行授权、签发、核准、执行和记录的5个工作流程中，尽量保证每一步骤均由相对独立的人员或部门实施，就能够保证不相容职务的分离，便于内部控制作用的发挥。

(3) 财务管理控制

入市之前经过期货决策委员会的集体讨论，听取财务部门的意见，确定最高投资限额。资金调拨人员应定期向财务主管领导报告结算盈亏状况、持仓风险状况、保证金使用状况等，同时应通报风险管理人员及公司期货业务主管领导。此外，公司开展期货套期保值业务，相关的套期会计处理遵照2006年颁布的新《企业会计准则》规定执行。

(4) 员工素质控制

员工素质控制包括公司在招聘、使用、培养、奖惩等方面对员工素质进行控制。期货是一个高风险的行业，因此对员工的素质水平要求就特别高，一方面在招聘的时候倾向于录用有经验的、职业操守高的员工，另一方面管理层也需配置好公司内部的人员，使员工所创造的价值增加；反之，就会造成人力资源价值的不充分发挥，甚至损失和浪费。

(5) 风险管理控制

首先，公司应该建立一套完整的内部风险监控系統，由集团牵头建立了大宗商品风险控制部，实现了各业务板块、各事业部门、各赢利点的多级风控监管。

其次，期货决策委员会和高层管理人员需保证对内部风险的监控力度。

再次，交易风险监控的指标必须由监控部门以书面形式做出规定，并要求有关人员贯彻执行。这种指标包括既有管理目标、交易形式、交易管理手段，又要有交易人员的授权权限、交易损失与收益的评估标准、交易监控手段、计算盈亏差额的结算原则。

最后，企业设置专职风险管理人员，并建立错单处理程序。

六、企业取得的经验、心得体会及进一步利用期货市场的设想

上述案例基本包括近几年我司期现结合的理解和感悟。现货是根本，期货是辅助，期货市场的各种工具和方法是帮助企业来控制现货的风险，帮助实现现货的生产经营的稳健和高效率。我司集团总部设有期货部，处理与期货相关的一切事务，同时还设有商情部，由集团各个品种的研究员组成，涉及油脂油料、饲料养殖、主粮和宏观等方面。研究员主要职责是数据和信息的搜集整理，负责和工厂的现货对接，负

责平衡表的制作。交易员主要负责内外盘的交易，负责和领导的沟通。研究员和交易员是可以相互转换，或者说两者相通，一个好的交易员必然对交易的商品有较为深入的研究，一个好的研究员深入地研究之后也希望自己的成果能在实际操作中有所用武之地。但是研究和交易又是不同的，研究是学术性的，理论的，客观的；交易则是实践性的，带有主观性的，交易中会遇到更多的突发情况和未知的风险。所以在实际操作中，我司经常组织会议进行研讨。目前，我司每天的盘后都将召开一场某一品种的行情研讨会，研究员和交易员都要参加，在会上我们要反复地探讨，反复地修改我们的平衡表，结合我们自己的情况，制定相应的策略，然后再根据行情以及基本面的变化，来调整策略，完善策略，检验策略。除此之外，风控部门对于风险防范也至关重要。

对期货市场我们一直秉持一颗敬畏之心，因为它对于实体企业来说，是把双刃剑，用的好，能为实体企业保驾护航，用的不好，会使得实体企业深陷泥潭。参与期货市场，要确实实业为主，期货为辅的思路，一切从企业的实际需要出发，结合企业的现货情况制定详细的操作策略。首先，要明确风险控制永远是第一位。接下来，就是加强研究，包括基本面的研究，技术分析以及宏观微观层面的研究，和现货结合的期货交易不是简单的投机，大部分时间还是要顺势而为，但是期货市场有时候会受到资金的影响而偏离基本面，这时是

现货企业体现自身优势的时候，结合现货情况，伺机赚取市场过度走势的钱，这种情况下，越来越规范，越来越开放的市场和交易环境，以及越来越多的交易工具和品种，为现货企业抓住这种额外收益提供了可能和便利。国内的期货市场的发展正是蒸蒸日上的时候，品种越来越多，涉及众多不同领域的商品，甚至有些已经覆盖整个产业链，这对现货企业的参与提供了条件和基础，丰富了市场的参与度。而且随着市场的发展，交易工具也在发展，从单一的商品买卖到套利指令的运行，再到即将要推出的期权交易，相信以后还会有更多的交易方式和交易工具推出，来完善整个期货交易市场，来充分体现期货市场的作用。

七、对于郑商所市场发展、产业服务和品种拓展的意见建议

郑州商品交易所是国内四大期货交易所之一，其市场地位毋庸置疑。上市品种覆盖了农产品、工业品等，其中菜粕、PTA、白糖等数个商品的交易活跃度经常居国内前几位，体现出郑州商品交易所在品种选择，交割制度，结算制度等方面的实力，希望以后有越来越多这样优秀的，标准化程度高的品种上市。

作为菜籽系品种的产业客户，我们自然希望郑商所在一般月份套期保值持仓额度和临近交割月份套期保值持仓额

度的申请与审批上进行简化。

此外，建议郑商所能够有针对性地推出菜油和菜粕之间、菜油和豆油、豆粕之间以及菜粕和豆粕之间的便捷的套利指令。

最后，期待交易所能够尽快推出期权交易以及完善的期权交易制度。期权交易的定价模式，报价的连续性和流动性，是市场最为看重的。



郑州商品交易所
Zhengzhou Commodity Exchange

2015 年菜粕品种期现结合示范点基地

报告名称	广东海大集团股份有限公司菜粕“点基地”项目报告
“点”基地名称	广东海大集团股份有限公司
辅导公司	万达期货股份有限公司
课题人员名单	姚晖、李媛
郑商所协调人	陈孟冲
报告日期	2015-08-18

目录

一、广东海大集团股份有限公司的基本情况	211
二、广东海大集团股份有限公司的现货经营情况	212
三、广东海大集团股份有限公司参与期货历史及现状 .	213
四、企业参与菜粕系期货市场的详细案例	214
(一) 买入套保案例	214
(二) 卖出套保案例	216
(四) 盘面采购案例	218
五、参与期货市场过程中风险分析, 风险规避手段选择, 企 业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建设	38
(一) 面临风险分析, 风险规避手段	38
(二) 企业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建 设	39
六、企业取得的经验、心得体会及进一步利用期货市场的设 想	225
(一) 企业取得的经验和心得体会	225
(二) 企业进一步利用期货市场的设想	227
(三) 对于郑商所市场发展, 产业服务的意见建议 ..	227

一、广东海大集团股份有限公司的基本情况

海大集团 1998 年起步于中国南海之滨,依靠技术优势,4 年间成为水产预混料全国第一;2001 年进入水产配合饲料,淡水鱼料快速成为行业第二;2003 年进入对虾饲料,目前已处于行业前三甲;2004 年进入膨化料领域,目前已居行业第一。鸡料经过三年的发展,在广东市场排名第一,鸭料在广东市场排名第二。集团注册资本 15.37 亿元,注册地址为广东省广州市番禺区南村镇南村村北大街 18 号。集团经营范围包括饲料、添加剂的生产和技术开发;畜牧、水产品的养殖、加工和技术服务;以上产品及饲料原料、农副产品的批发、代理及进出口业务等。经过十余年的发展,海大集团已经成为一家集研发、生产和销售水产饲料、畜禽饲料和水产饲料预混料以及健康养殖为主营业务的高科技型上市公司。

目前,海大集团在全国拥有 60 余家下属公司,1 个研究中心和 6 个中试基地;现有员工 10670 人,其中研发人员 940 人,拥有博士以上学历有 200 多人;承担省、市、区多项科研项目,技术处于行业领先水平。公司在华南、华中、华东片区完成建立了包括畜禽饲料、水产饲料、水产苗种等多种产品的综合市场根基,并构建出同时具备盈利及抗风险能力的综合产品线、产业链优势,这种优势的扩大将保证公司能持续稳定的壮大发展。

多年来,海大集团先后获得“中国名牌”、“广东省著

名商标”、“广东省名牌产品”等殊荣，海大集团被认定为“农业产业化国家重点龙头企业”、“国家农产品加工技术研发专业分中心”、“高新技术企业”。公司资金充足，银行信誉评级为 AAA 级；集团积极倡导绿色健康养殖，所属子公司均通过了 ISO-9000、HACCP 认证。2005 年进入行业 30 强，2007 年进入行业十强。2009 年 11 月 27 日，经中国证券监督管理委员会批准，海大集团 A 股在深圳证券交易所上市发行，成为集团发展历程中的重要里程碑，借助于资本市场平台，公司迎来更加广阔的发展空间。

二、广东海大集团股份有限公司的现货经营情况

在当下饲料行业进入洗牌调整期、中小饲料企业加速退出市场、竞争格局不断改变的背景下，广东海大集团仍然实现了营业收入和饲料销量连年上涨，成为行业领头羊。

2014 年，海大集团实现营业收入 210.9 亿元，比上年增长 17.62%，其中饲料销售收入为 194.35 亿元，同比增长 15.16%，占主营业务收入的 92.3%；饲料销量 554 万吨，同比增长 15.66%；水产饲料销量约 200 万吨，同比增长 9.76%，占全国水产饲料总销量的 10%，其中毛利率较高的对虾饲料和高档膨化饲料的增长分别超过 20%和 40%。其他业务均围绕公司饲料业务和养殖业的需求延伸，合计实现销售收入 1.62 亿元。在行业深度调整的背景下，公司取得了远高于行业的优秀业绩。

华南市场依旧是海大的主要营收市场，在经历 2013 年的低迷行情后，2014 年华南市场出现明显回暖，营业收入出现了 16.58% 的增幅。东南亚、华北市场的营业收入增幅最大，分别比上年增长 72.77%、54.52%。

单就菜粕而言，每年 200 万吨的水产饲料产量决定了海大集团对菜粕的需求量巨大。2014 年集团全年菜粕用量近 50 万吨，按照全国进口菜粕 270 万吨、国产菜粕 400 万吨的用量计算，海大集团的菜粕使用量占到了全国市场的 6%--7%。在如此巨大的采购量下，菜粕价格的任何波动都会大大影响集团的原料成本，急需一个可以对冲原料价格波动风险的平台，因此菜粕期货合约的上市给集团降低成本风险提供了绝好的机会。

三、广东海大集团股份有限公司参与期货历史及现状

集团于 2006 年开始参与期货市场，最初是对原料豆粕进行套保，初期资金量非常有限，伴随着期货市场发展以及现货经营模式的变化，公司逐步加强对期货研究团队的投入，在原材料采购环节的期现结合手段逐渐娴熟。近年来由于公司水产料产能规模不断扩大，菜粕需求量也逐步放大，希望能通过菜粕期货规避价格波动风险。2012 年 12 月 28 日郑商所的菜粕期货上市，公司就开始积极参与菜粕期货交易交割，有效规避近年来的价格波动风险，也为公司规模不断壮大奠

定了坚实的基础。近年通过期货市场交割的菜粕量逐年增长，2013年通过期货市场交割的菜粕总量为2960吨，到了2014年这一数据猛增至40350吨。2015年截至目前为止菜粕的期货市场交割量已经达到8720吨。去年通过期货市场交割的原材料占到了集团总采购量的10%，同时通过交割方式获取菜粕现货降低了公司菜粕采购成本，达到了理想的保值效果。

海大集团充分利用期货市场，采用灵活多变的操作策略，通过期现结合的方式成功的对冲了原料价格的波动风险，确保了集团利润，2014年海大集团通过期货套期保值实现的利润达到2226.87万元。

四、企业参与菜粕系期货市场的详细案例

（一）买入套保案例

2013年7月~9月，国内菜籽供应量较小，菜粕现货非常紧张，并且现货基差也处于高位。根据分析，菜粕供需在未来3个月内仍维持偏紧格局。由于担忧后期市场价格上涨，购入成本提高，公司希望提前采购菜粕28000吨。并且从当前情况看，菜粕基差较大，近月盘面价格明显偏低，且离交割月只有2个月，有利于从菜粕期货盘面买入保值操作，因此决定从菜粕期货盘面进行采购，以对冲现货价上涨风险。

1、交易决策程序、过程、方式、具体入市时机（建仓、平仓时间及价格）的选择原因以及交易决策程序、过程、方

式及结果

根据多日的观察和数据分析，菜粕现货价格在 3250 元/吨。并且计划未来 2 个月的缺口在 28000 吨，而基本面来看，我们预估 7-9 月菜籽国内供应量分别为 24 万吨、27 万吨、23 万吨，菜粕供应预期较为紧张，于是决定加大菜粕采购头寸。因临近交割月，期现回归可能性较大，在基差较大的情况下，公司考虑在价格更低的盘面买入菜粕进行套保。2013 年 7 月 18 日开始先后三次分批建仓，菜粕期货建仓均价 2900 元/吨（分批建仓时对应现货均价为 3286 元），共建仓 2800 手（每手 10 吨）9 月到期的菜粕期货合约，建仓完成时基差为 386 元/吨。至 8 月 21 日，现货价格由 3250 元/吨上涨至 3300 元/吨，现货价格并没有较大变动，菜粕 1309 期货合约价格却从 2900 上涨至 3150 元/吨，基差此时为 150 元/吨，相对建仓时基差缩小明显，公司认为后期价格不确定，决定采取平仓菜粕期货合约同时采购现货形式获得现货，基差利润也实现转化，取得了较好的保值效果同时获得基差变化额外利润。

时 间	市 场	菜粕现货市场	菜粕期货市场
7 月 18 日开始		均价 3286 元/吨	买入 1309 菜粕期货合约， 均价 2900 元/吨，共计 2800 手
8 月 21 日		3300 元/吨	卖出平仓 1309 菜粕期货 合约，平仓价位 3150 元/ 吨
盈亏		相当于亏损 14 元/吨	盈利 250 元/吨

此次买入套保策略，成功实现了买入保值效果并且额外获得基差利润 236 元/吨，共 28000 吨，总计盈利 660.8 万。

2、案例的宣传点及推广价值

这个案例中，在基差较大情况下，灵活采用从盘面进行买入套保的效果比直接购买现货好。不仅满足公司对于经营的采购量，而且降低了采购成本。基差的波动幅度较单边小的多，风险相对较小，若基差缩小后企业可通过平仓期货买入现货形式了结获得现货，亦可产生额外基差缩小利润，使公司采购价格比预期的价格更为理想。

（二）卖出套保案例

2015 年春节过后，由于生产原料采购需要，公司已完成采购 10.9 万吨远月 DDGS 现货，均价约 2100 元/吨左右，当时菜粕 1509 合约大概 2300 元/吨左右。经分析后市 DDGS 现货预计大量到港，菜籽供应充足，担忧后期菜粕价格下跌，因此公司决定通过卖出盘面 RM1509 合约进行套期保值。

1、交易决策程序、过程、方式、具体入市时机（建仓、平仓时间及价格）的选择原因以及交易决策程序、过程、方式及结果

根据到港研究分析，预计进口 DDGS3 月到港量约为 24 万吨，4 月到港量约为 60 万吨，5 月到港约 48 万吨。同时年后菜籽到港亦较为充足，预计 3 月到港量约为 28 万吨，4 月到港约为 34 万吨，5 月到港约为 53 万吨，集中到港增加

国内供应，担心蛋白原料价格下跌，公司决定做卖出套保。

当时公司采购 DDGS 均价与菜粕 9 月合约价差 200 元/吨左右，从企业配方调整经验角度考虑，认为菜粕与 DDGS 价差达到 200 元/吨及以上，可考虑通过卖出菜粕期货套保 DDGS 现货。

从企业套保经验出发，选择 DDGS/菜粕=10:7 比例套期保值，共需套保 76500 吨菜粕。

菜粕 1509 合约在 3 月 12 日，价格 2317 元/吨，价格处于相对高位。基于对菜粕及 DDGS 后期供应宽松，价格可能下跌考虑，于 3 月 13 日决定建仓，共建仓 7650 手，建仓均价为 2277.5 元/吨。由于基本面供应宽松，且需求下降，菜粕走弱，菜粕期货价格下跌。4 月 10 日，菜粕 1509 合约期货价格下跌至 2150 元/吨附近，公司认为短期已完成套保作用，因此决定平仓菜粕 1509 合约 7650 手，平仓价格为 2150 元/吨。

此次跨品种套保对于公司而言成功规避 ddgs 现货下跌风险，同时降低了公司的 ddgs 现货采购成本，实现了较好的保值效果，保障了公司的利益。

时 间	市 场	DDGS 现货市场	菜粕期货市场
3 月 13 日		2200 元/吨	卖出 1509 菜粕期货合约， 均价 2277.5 元/吨，共计 7650 手
4 月 10 日		2130 元/吨	买入平仓 1509 菜粕期货 合约，平仓价位 2150 元/ 吨
盈亏		相当于亏损 70 元/吨	盈利 127.5 元/吨

此次套保案例，现货亏损 70 元/吨*76500 吨=535.5 万，菜粕 1509 合约期货盈利 127.5 元/吨*76500 吨=约 975.5 万，成功规避了 ddgs 现货价格下跌风险，同时额外盈利 440 万，实现了较好的套保效果。后期公司对 DDGS 亦有进行数次套保交易，取得理想保值效果，在此暂不详列。

2、案例的宣传点及推广价值

这个案例中，通过饲料配方的考虑以及对历史数据的统计分析对比，说明基于 DDGS 与菜粕价差的统计基础与基差变动的正确判断，选择菜粕期货合约来代替 DDGS 套期保值方案是十分可行的。此次套期保值中，不但使 DDGS 到港前不再受未来价格变动不确定性的影响，保持了经营的稳定性，而且降低了公司采购 DDGS 的成本，增加企业的经营利润。

（三）盘面采购案例

2014 年 4 月，公司需采购一批菜粕现货，但由于美国大豆价格受国际供需影响，价格一路走高，豆菜粕价格亦同样上涨，国内菜粕现货 2800 元/吨。当时菜粕现货价格持续走强，菜粕基差较大。除此之外 4-10 月是水产养殖旺季，对菜粕需求较大，与此同时国家继续执行菜籽临时收储政策，对菜粕价格预计有一定支撑作用。而油脂又处于低迷之时，油厂挺粕意愿更强。当时期现基差呈现较大水平，临近交割月基差预计会逐步缩小实现期现回归。经过以上分析，公司

选择价格更低的期货市场，买入菜粕 1405 期货合约进行套期保值。

1、交易决策程序、过程、方式、具体入市时机（建仓、平仓时间及价格）的选择原因以及交易决策程序、过程、方式及结果

根据盘面分析，于 4 月 9 日开始建仓，盘面买入菜粕 1405 期货合约进行套保，建仓均价 2707.49 元/吨，基差 92.5 元/吨，共建仓 2689 手。临近交割日，基差有所缩小至 40 元/吨，但未完全回归，考虑到临近交割月，且就近交割仓库有标准仓单，公司决定 2689 手全部进行交割，交割价格为 2981 元/吨。

时 间	市 场	现货市场	菜粕期货市场
4 月 8 日		2800 元/吨	买入 1405 菜粕期货合约， 2707.495 元/吨，共计 2689 手
5 月 13 日		3000 元/吨	交割 1405 菜粕期货合约， 交割价位 2960 元/吨
盈亏		相当于亏损 200 元/吨	盈利 252.5 元/吨

此次盘面买入套保操作，在盘面锁定买入成本为 2707.49 元/吨，由于期现货价格不断上升，在期货市场带来盈利，同时基差缩小至 40 元/吨并未完全回归，考虑就近交割仓库有菜粕仓单，采取交割模式获得菜粕现货能额外获取交割利润 40 元/吨（除去交割成本），交割菜粕较直接平仓买入现货利润更大。除去交割成本运输成本，从 4 月 8 日期货建仓均价 2707.5 元/吨到 5 月 16 日获得菜粕仓单 2960 元

/吨算，盈利 252.5 元/吨，实现采购盈利 679 万元。

2、案例的宣传点及推广价值

通过基本面分析，公司预测后期菜粕价格上涨可能性较大，且临近交割月，基差预计会有所回归，买入期货合约更为划算，但最后临近交割日基差最后未完全回归，采取平仓买对应现货策略不能实现较好套保效果，这时为获得基差利润，通过期货交割获得现货实现利润转化是一种有效途径。

五、参与期货市场过程中风险分析、风险规避手段选择、企业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建设

（一）进行风险分析，选择风险规避手段

公司主营业务以水产料饲料加工、饲料原料采购为主，在生产经营过程中，往往伴随着各种风险，其中面临最大风险在于饲料原料成本风险，当预期原料价格上涨时，会提前采购签订现货采购合同，建立原料库存，以规避价格上涨带来原料成本增加的风险；当预期原料价格下跌时，采取随买随用、零库存模式，以规避原料价格下跌的库存成本风险。郑州菜粕期货于 2012 年 12 月 28 日在郑州商品交易所正式上市，为我们企业提供了菜粕期货采购建立库存的工具，就通过参与菜粕期货套期保值规避风险。

在实际现货采购运作过程中，每年需要采购大量的现货

菜粕，菜粕价格上涨带来采购成本增加风险较大，企业可通过签订现货采购合同和买入期货合约建立虚拟库存对冲价格上涨风险。选择哪种买入方式，主要通过关注菜粕基差变化去进行决策。

1、预期菜粕基差扩大。若预期后市菜粕基差将扩大，即现货涨幅会较期货涨幅大，此时会更多考虑采购现货建立库存，更大幅度的降低原料采购成本。

如果在 6 月份预期菜粕期货 9 月合约基差会从当前 80 元/吨扩大至 120 元/吨附近，即预期现货涨幅会较期货涨幅大，或现货跌幅会较期货跌幅小，买入菜粕现货会比买入菜粕期货预期多出 40 元/吨基差利润，企业会积极买入菜粕现货，而不是买入菜粕期货。

2、预期菜粕基差缩小。若预期后市菜粕基差缩小，即预期期货涨幅会大于现货涨幅，此时企业会更多考虑买入菜粕期货合约建立虚拟库存，以更大幅度的降低原料采购成本。

如果在 8 月份预期菜粕期货 9 月份合约基差会从当前 120 元/吨缩小至 50 元/吨附近，即预期菜粕期货涨幅会大于菜粕现货涨幅（或菜粕期货跌幅会小于菜粕现货跌幅），此时考虑买入菜粕期货会比买入菜粕现货预期多出 70 元/吨利润，企业会积极买入菜粕期货合约建立虚拟库存，待后市基差缩小至目标位，采取平仓菜粕期货合约同时买入现货头寸方式获得相应现货库存。这种情况下，买入菜粕期货头寸建

立库存既保证了企业的正常原料采购需求，也可额外获取基差利润，有效降低采购成本，为企业经营提供了有力支持。

3、价格下跌导致的库存风险。一般情况下，饲料采购库存根据情况建立，若因为预判错误建立了一定量库存，量小的情况下一般采取逐步消化库存、减少现货采购量手段。若有大量现货库存，且现货价格预期继续下跌情况下，需采取抛售现货或者卖出菜粕期货套期保值手段。同时，亦需根据基差预期情况，在抛售现货与卖出期货套保中进行选择，使库存风险降至最低。

另外，有些涉外原料合同，往往是一口价的采购方式，而且离岸价格与国内车板价格有 1—2 个月的时间差，这期间预期现货价格会出现下跌风险，需根据价差变化情况判断，采用沽空相关联期货品种的手段，来回避到岸车板价格下跌的风险。

如：已签订合同进口一批 DDGS 原料，但经过分析预期后市 DDGS 价格将出现下跌，综合 DDGS 现货与菜粕现货价差和菜粕基差角度考虑，合适的情况下可以采取在期货市场上沽空与之相关的菜粕期货合约，来对冲到岸后价格出现下跌的风险。

4、交割风险。在一般情况下，期货交易不以交割为目的，只需实现套期保值的目的即可，但是在较为特殊的情况下，也会选择实物交割。

如果期货价格远低于现货价格，出现极端不合理的基差，盘面有时候会出现低风险期现套利时机，将会选择以实物交割为目的的买入套期保值操作，或者将现有的菜粕采购计划转为买入套保头寸，进入交割月，实现实物交割。

进入实物交割流程之后，也存在一些风险，这表现在两个方面：

一是交割地点与现货需求区域不一致，一旦交割配对成功形成实物交割，则会增加物流成本。比如交割地在湛江，而采购地在厦门，就会出现这种风险。

二是采购地出现需求变化，也会出现交割风险。现货经营活动中，因为养殖业环境变化、饲料配方改变等因素，部分地区的菜粕实际用量与先前的估算出现差异，若采取实物交割，也会出现交割风险。

但由于集团型公司经营规模大、范围广，协调能力强，上述交割风险对集团型公司影响较小。

（二）企业期货操作的机构设置、人员配备、内控制度建设

1、组织机构设置与人员配备

为了控制原料的成本，对冲原料价格波动风险，高效运用期货市场的功能执行套期保值交易，成立以下三个小组：

（1）领导小组：

由集团主管领导担任，主要负责审批套期保值方案及期

货资金调拨管理，并根据现货市场和期货市场实际情况，处理与期货相关的重大问题。领导小组有集团分管副总和采购总监两人组成。

（2）策略小组：

期货执行机构，由采购中心统一管理，其主要职责是：广泛收集市场信息，分析、预测市场行情；提出套期保值建议方案并负责套期保值方案的执行；制定企业期货业务管理制度；建立期货统计报表制度。策略小组成员，由相应的部门成员组成，菜粕决策小组则由油料组成员负责，小组成员有四人。

（3）风控小组：

风险监控小组，由财务部门和审计部门人员组成，负责套期保值业务风险监控，参与套期保值过程中的财务处理，负责资金划转调拨，负责每日期货的下单操作，若发现风险问题则及时向业务部门作出提示，并直接向期货业务领导小组报告汇报。小组成员由财务、审计部门中的三人兼任。

2、内控制度建设

（1）期货交易账号管理。

所有期货、期权相关业务开立交易账户统一由广东海大集团、广州海大、海大国际集团有限公司、中国海大饲料集团（香港）有限公司开设，并只能执行套期保值操作，期货交易账户的开户及撤销，必须由采购总监提请集团总经理审

批后才能执行。

(2) 资金管理。

各品种单月单边方案涉及套保资金投入在 3000 万元以下的方案由采购总经理审批；大于 3000 万元的，还需要由董事长审批。

(3) 期货套保品种。

广东海大集团有限公司及各分、子公司的商品期货只能是与公司生产经营有直接关系的农产品期货品种。

(4) 期货套保额度管理。原则上，期现货合计净多头寸控制在现货 35 天的工业用量以内；

(5) 期货操作制度。为了实时控制期货头寸风险，必须从制度建设上杜绝各种风险，具体有以下几个方面：

A、每笔超过 35 天用量的交易必须提交方案，由采购、财务、分管副总裁层层审批，全部通过后才划拨交易保证金；

B、期货日结算单由期货公司每日直接发送至采购总监、分管总经理、风控人员；

C、证券部设风控专人根据期货日结算单每日结算，防范与交易规则不符的操作；

D、出现方案中设立的止损情况，风控严格止损；

六、企业取得的经验、心得体会及进一步利用期货市场的设想

(一) 企业取得的经验和心得体会

海大集团近几年参与菜粕期货的经历，也是不断学习和完善的过程，在研发团队建设、信息渠道建立、决策制度和风控制度制定等方面都取得了丰富的经验，粕类原料采购期现结合手段也日渐成熟，也谈几点经验。

1、积极参与期货市场，充分利用菜粕期货套期保值的功能，规避企业现货经营中遇到的实际风险。

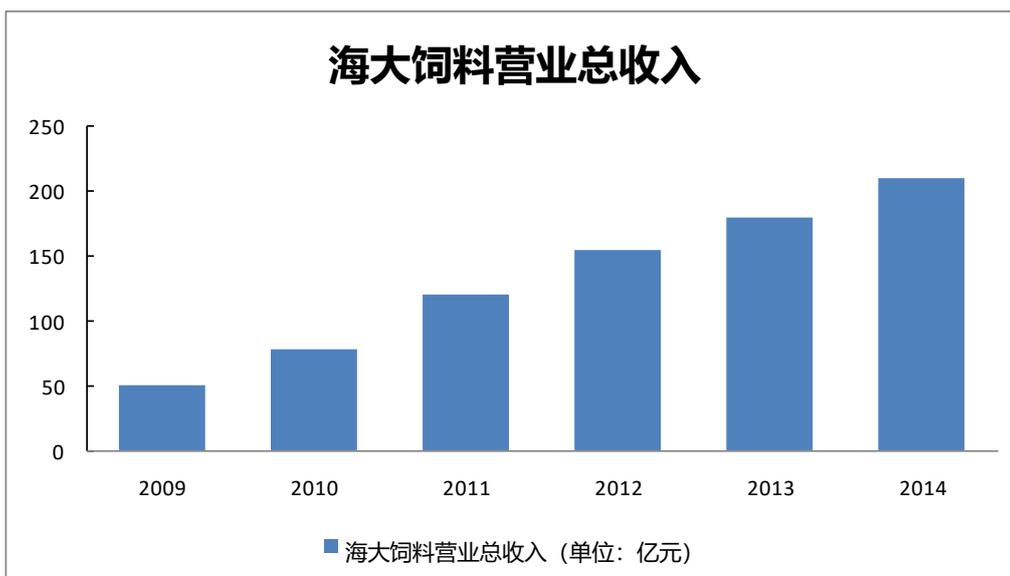
2、建立高效专业的研究团队，帮助搭建有效的信息收集渠道和研究框架，使得其为企业原料采购和套期保值实现提供有效的基本面数据支持。

3、成立领导决策小组，制定合理的决策产生规则，避免领导一票制决策权的模式。

4、制定严格的风控制度，在出现行情判断错误或下单错误的情况下，积极通过设置止损、控制回撤率等方式避免亏损扩大，同时应做好思考总结工作。

5、近些年积极参与行业调研、大型会议，加强与行业上下游沟通，丰富了海大集团利用期货市场规避风险的手段和模式。

海大饲料营业总收入的节节增长与企业积极参与套期保值是息息相关的。



(二) 企业进一步利用期货市场的设想

随着期货行业的快速发展，可供饲料企业利用的金融工具会越来越多，饲料企业应该更多的利用金融工具进行套期保值降低原料采购风险，目前白糖期权推出在即，期权的套保功能也将得到全面体现，期待郑商所加快菜粕期权上市计划，为饲料企业创造一个全新的平台。

(三) 对于郑商所市场发展, 产业服务的意见建议

郑商所近年来在调研、推广菜系期货品种上做了很多切合实际的工作，无论在大型会议举办、品种定期调研、区域内上下游企业沙龙座谈、点基地建设、交易交割制度完善上都做了大量工作，海大集团作为实际受益者，在这几年通过菜粕期货成功规避了价格波动风险，也为海大集团规模快速扩大奠定了基础。

1、建议郑州商品交易所加快菜粕期权的上市进度，组织会议培训期权知识，企业亦可运用菜粕期权进一步降低企

业的套期保值的风险，实现更多种原料采购期现结合手段，提高企业套期保值的效果。

2、建议郑州商品交易所定期举办大型的菜籽类产品会议，邀请国内国内外具有较大影响力的专家莅临授课，创造一个更大的沟通与交流平台，海大集团积极参与所有活动并坚定支持郑商所的发展。

3、希望郑商所领导多莅临海大集团指导工作，为海大集团进一步利用菜粕期货规避风险提出建议。