

路易达孚（福建）精炼糖有限公司 “点”基地报告

目录

| | |
|----------------------------|----|
| 一、路易达孚福建公司概况 | 3 |
| 二、路易达孚福建公司在经营过程中面临的风险..... | 4 |
| （一）国际糖价波动风险 | 4 |
| （二）库存货值变动的风险 | 4 |
| （三）政策风险 | 5 |
| 三、参与期货的历史与现状 | 6 |
| 四、参与期货市场的主要形式 | 8 |
| （一）参与期货市场的主要形式 | 8 |
| （二）参与套期保值的主要流程 | 9 |
| （三）案例分析 | 12 |
| 五、风险控制及管理机制 | 16 |
| （一）参与期货面临的风险 | 16 |
| （二）风险应对机制 | 18 |
| 六、参与期货市场的心得体会 | 20 |
| （一）严格执行内部监督管理和风险控制机制..... | 20 |
| （二）充分利用期货市场提供的价格信息..... | 21 |
| （三）端正对待亏损的态度 | 21 |
| 七、对郑州商品交易所的意见 | 22 |

一、路易达孚福建公司概况

路易达孚集团，作为全球大宗商品贸易及农产品加工等行业领导者之一，经营网络及业务范围遍布全球各地。路易达孚糖部在泰国、印度、中国、澳大利亚、欧洲、巴西和美国中部等众多地区进行原糖和白糖贸易。凭借在目标市场的广阔网络，路易达孚向非生产国和供给不足的国家供应食糖。

路易达孚（福建）精炼糖有限公司（以下简称“路易达孚福建公司”）系由路易达孚亚洲私人有限公司和漳州市白玉兰精糖有限公司于2011年7月合资设立，占地10万平方米，注册资本8000万元，总资产5.9亿元，在职员工165人，是一家集原糖精炼、热电联产、原糖贸易和保税仓储、食糖贸易和仓储等职能于一体的企业。

目前建成的一期项目拥有先进的精炼设备、生产控制实现高度自动化及现代化的微生物理化实验室，可生产加工原糖20万吨/年。公司借助国外兄弟公司160多年专业制糖技术，致力于向中国客户提供最优质的糖产品。自有品牌“南鼎山”牌白砂糖，以优异、稳定的质量，深受客户喜爱，畅销福建、上海、广东、江苏、浙江等地区。2016年8月，“南鼎山牌”一级白砂糖、优级白砂糖、精制白砂糖都获得了国家糖业质量监督检验中心产品质量优秀奖。

二、路易达孚福建公司在经营过程中面临的风险

在公司生产经营过程中，原料价格、成品价格、国际糖价的变化都为公司的经营带来风险：

（一）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，以及国内外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，以及国内外价差的缩减，都会令企业利润下滑，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。

（二）库存货值变动的风险

2011年以来，国内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。

公司作为原糖的进口加工企业，决定了公司在生产经营活动中要保持一定的库存。巨大的库存在白糖价格下跌时，潜在货值变动巨大。如果为了规避风险保持低库存，当下游客户集中采购的时候，公司可能不能满足对方的采购量，从而造成客户流失风险。

（三）政策风险

在国内以及国际市场，政府政策多变会对糖价波动产生影响，从而使公司的生产经营产生一定的风险。与其他现货商品市场相比，白糖市场上政府调控较多。在白糖价格水平、糖料收购、进出口以及储备方面，政府均会根据白糖市场的重大变化，出台相关政策，引导白糖价格变化。

譬如，在 99/00 榨季，糖料和白糖价格持续下跌，农民种植积极性大受打击，白糖生产、加工企业损失惨重。99/00 榨季开始后，国家采取总量控制措施，大力进行结构调整，关闭了一些糖精厂和小糖厂。同时，广西等白糖主产区受霜冻影响，白糖产量大幅度减少，国内白糖市场出现供不应求的情况，糖价持续攀升。为平抑白糖价格，政府有关部门开始组织储备糖在市场上拍卖，才使白糖价格趋于稳定。

在国际市场，国际白糖组织的有关政策、欧盟国家对白糖生产者的补贴，美国政府的生产支持政策等，均对全球白糖价格有重要影响。

三、参与期货的历史与现状

路易达孚集团是“四大粮商”中最早参与金融业的企业，1883 年在路易斯交易所最先使用期货进行交易，1905 年路易达孚银行设立，2008 年路易达孚投资集团成立。130 多年的金融业务经验为公司谷物贸易的顺利开展提供了得天独

厚的优势。1960 年代，路易达孚致力于成为所有农产品期货与现货市场的主要参与者，以此战略定位为核心，进行一系列扩张与兼并活动。

2007 年路易达孚看重南美地区农业发展的巨大潜力，成立 Calyx Agro 私募股权基金，投资巴西和阿根廷农耕地的收购、运营和销售等。2008 年路易达孚成立 Alpha 对冲基金，为客户提供谷物、油籽、白糖、咖啡和可可等农产品投资服务，其投资策略以期现套利和跨期套利为主。

路易达孚设有专门收集市场信息的研究机构，对全球商品市场走势和供求关系进行全方位分析和预测。由风险管理部门负责整理收集市场信息，建立标准化的历史数据库和 IT 系统，使风险监控做到自动化和流程化。其中，获取市场信息的渠道有多方面：一是期货市场，包括芝加哥商业交易所 (CME)、伦敦商品交易所 (LME)，郑州商品交易所等；二是集中交易的电子平台，如 ICE；三是专业金融和商品市场数据供应商，包括彭博终端 (Bloomberg)、托马斯路透社 (Thomas Reuters) 等；四是专业报价机构提供的市场报告，包括普氏 (Platts)、阿格斯 (Argus) 等；五是经纪商提供的场外交易价格数据等。

路易达孚福建公司沿承路易达孚集团一套全面的风险管理体系，在整合全球化的生产信息和市场信息的基础上，总结出了一套以金融技术为基础的风险识别、风险评估、风

险控制的方法和工具，内部专设的风险管理部门，与期货部门以及交易部门一起进行风险管理，不仅防范公司经营风险，而且能够为客户提供咨询服务。

四、公司参与期货市场的情况

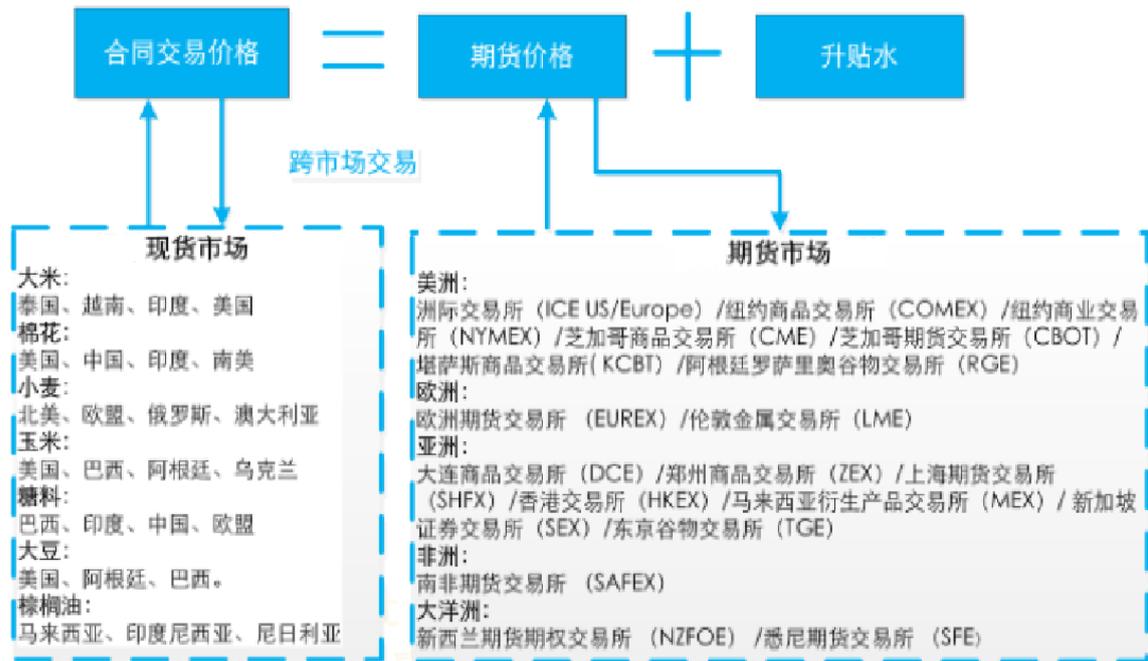
（一）参与期货市场的主要形式

随着我国对外贸易量的大幅度增加，价格因素对进出口企业生产经营的重要性日益显现出来。国际糖价的剧烈波动会造成企业经营收益的不确定性。

路易达孚福建公司凭借自身完善的期货交易机制和雄厚的资金实力，参与国际大宗商品市场期货市场交易。目前国际市场通行的是“点价交易”，即大宗商品交易价格为期货价格加合理的升贴水。因此，路易达孚通过多个期货市场的跨市操作，同时利用现货市场进行配合，最终实现在期货和现货两个市场上的双重收益。

路易达孚福建公司在风险管理中主要运用的是套期保值策略。通过期货和现货两个市场，同种产品，同一数量，相反方向，“在生产环节保价格，在加工环节保基差”，是操作的核心理念。

图 1. 路易达孚市场参与范围



为了将全面风险管理思想贯彻于所有业务活动中，路易达孚福建公司建立风险约束机制，以避免业务部门盲目追求利润导致重大经济损失。路易达孚福建公司设立清晰的风险问责制度，以公司资本金为基础，明确定义公司整体风险的上限，然后将风险分摊到公司的各业务部门，并要求各个部门在各自规定的风险范围内开展业务；各业务部门设有专门的岗位明确负责对该部门业务风险的检测、记录和报告。路易达孚成立独立的风险管理委员会和 risk 管理部门，每日审查和监控各类风险，确保风险在可控范围之内；一旦风险溢出，相关的业务部门要配合 risk 管理部门调整交易仓位和对冲风险。

(二) 参与套期保值的主要流程

1、市场行情分析

认真分析判断市场趋势是正确决策的基础，公司一方面参加各类专业分析机构召开的市场分析会，另一方面定期召开内部的市场行情交流活动。当市场行情发生突变时，期货部门会广泛收集信息及各方意见并及时召开市场分析会研讨行情并制定相应的对策。

2、套期保值方案的制定

期货部门在广泛收集信息，全面分析国际、国内市场趋势基础上，根据公司经营目标制定企业年度或阶段性套期保值方案并提交公司期货业务领导小组讨论研究，形成可操作的套期保值方案。制定保值方案的基本原则是：以走势分析为基础，以产品成本为参照，以企业整体效益为目标，确保不发生风险。

3、套期保值方案的实施

在公司套期保值方案确定后，由期货部门制定套期保值操作方案并与国外总部进行共同研究，结合内外盘分析确定具体操作方案，设立具体合约月份，数量，入场点，出场点以及相应的外汇敞口情况。如市场行情发生较大变化，则再由中国和国外总部开会进一步讨论。

4、资金管理与调拨

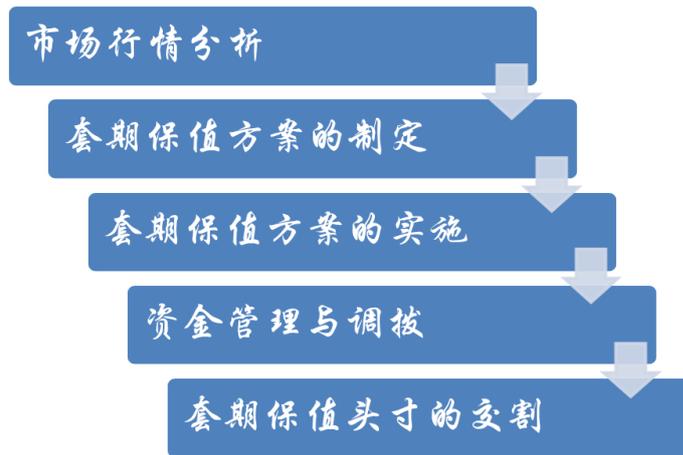
用于期货套期保值的资金由企业法人授权期货部门经理进行调拨。期货部门在保值方案中应制定资金需求计划。在保值方案确定后，按方案所需资金和时间要求及时足额提

供保证金，当行情突变需临时增加保证金时，则由期货部门提出书面报告经有关领导批准后由财务部增拨资金，平时保证金有富裕时应及时调回企业。用于交割提货的资金由期货部门在接到现货部门提出的交割数量后在交割月的前一周向财务部提出申请；卖出保值头寸交割后，要求期货经纪公司必须将全部交割货款尽快汇到企业资金帐户上。

5、套期保值头寸的交割

在进入交割月的前一月由现货部门将需要实物交割的产品数量通知期货部门。现货部门组织货源并发运至指定仓库，由指定单位进行验收、形成仓单，并根据期货部门的书面指令将仓单交由期货经纪公司进行实物交割，或由财务部按期货部门提出的资金计划筹集货款交指定的期货经纪公司办理实物交割。交割完毕后，期货部门将仓单交由财务部门处理。如因货源、资金、运输等原因不能如期办理交割，则及时向企业主管领导汇报，由其进行协调处理。确定不能进行交割，则必须提前通知期货部门作平仓处理。

图 2. 路易达孚福建公司参与套期保值的主要流程

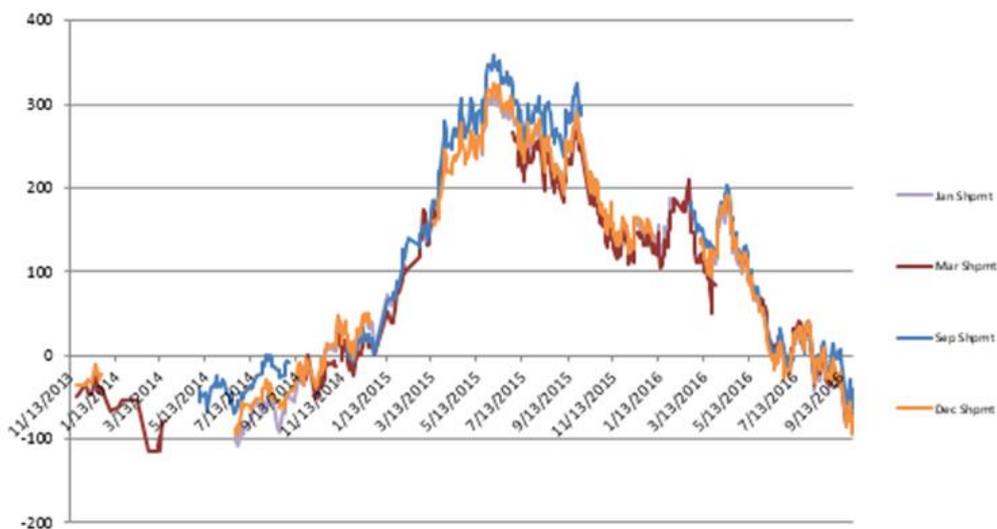


（三）案例分析

1、案例背景

2014年11月，中国对食糖进口引入了自动进口许可证政策，配额外的原白糖进口不再不受限制，而是必须要获得许可证。在这一政策的巨大影响下，国内市场率先反转，1501合约快速上涨，配额外的进口利润急剧放大。如图3所示，原糖的配额外进口利润，从2014年年底的-50美元/吨，一路暴涨至2015年年中的350美元/吨。与此同时，非正常进口量也日益增长。从2015年下半年开始，非正常进口糖出现在北方市场，到2015年4季度，非正常进口白糖充斥着国内现货市场的每个角落。市场普遍预期2015年全年的非正常进口量在150-200万吨左右，国内市场价格难以维持在高位。

图3. 原糖进口利润测算



数据来源：路易达孚

2、基本面分析

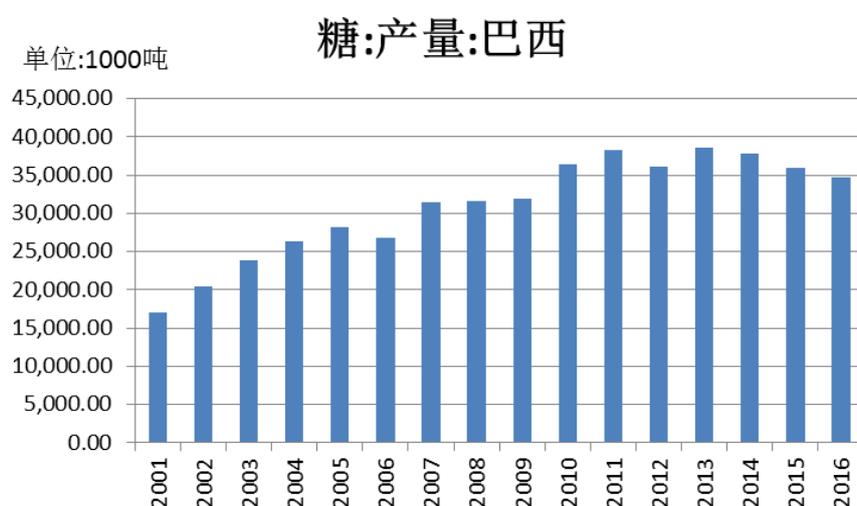
国际方面，截止 2015 年 7 月，巴西糖出口累计 978.6 万吨，占全年总出口量比重为 39.8%，同比增加 1.7%。上半年糖出口速度明显加快，但市场担心还有 60.2% 的糖下半年出口，会对国际市场产生冲击，其实不然。对巴西糖来说，2015 年正处于减产状态中，只是绝对数量较大，市场看法偏空。据 2015 年 8 月末的 UNICA 双周生产进度报告显示，截止 8 月 16 日巴西中南部入榨甘蔗为 3.27 亿吨，同比增涨 0.5%；产糖量为 1635.9 万吨，同比减少 8.7%；产酒精同比增加 3.2%，产糖量下降，但酒精产量增加。在巴西，停工糖厂数量增加，甘蔗业关于 15/16 年度的悲观预期正在显现。

在印度，由于政府对甘蔗的定价过高，脱离市场规律，蔗款高企，当时清理拖欠蔗款虽然进度加快，但仍未全部清还，糖厂表示下榨季难以开榨；政府不断推出刺激措施帮助糖厂，但收效甚微。

在泰国，由于期初库存较高，榨季前糖厂需要清理库存，一方面解决资金问题，另一方面也需要为新榨季做好库容准备，有较强的出口需求。

在欧盟，由于配额销售量减少，本地糖受到廉价进口糖的冲击，销售量减少，价格下跌，糖企销售利润下滑。

图 4. 巴西白糖产量



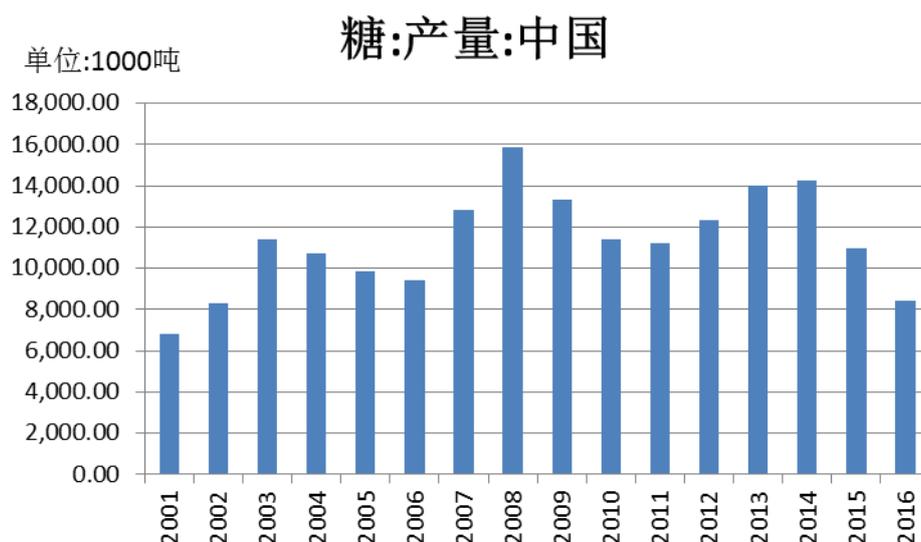
数据来源：UNICA

而国内方面，2015 年 3 季度，按照当年情况，年度国内供应 1050 万吨，进口 420 万吨，加上结转库存，年度供应相当充足。但是，在需求方面并不乐观，市场“旺季不旺”，季节效应不明显，翘尾高度预期“打折”。

从价格来看，国际原糖价格持续处于 10-11 美分/磅，国际白糖价格处于 17 美分/磅以下，而国内白糖价格是国际糖价的 2 倍多，价差过大将引发巨大套利行为。如果未来国内国际两个市场接轨，以当时价格水平看，国内价格虚高，需要跌 1000 点左右。如果维持价差，国内行业监管也将存

在更大的压力，政策是引导这一变化的关键因素。国际糖价目前仍在触底阶段，等待市场出清，随着国际化进程及国内改革的加快，国内国际两个市场的平衡态或将在未来 2-5 年内形成，结构性矛盾将得到一定缓解。

图 5. 中国白糖产量



数据来源：中国糖业协会

3、具体操作

基于以上的背景，路易达孚福建公司在 2015 年 3 季度对国内外的行情做了初步判断，在看到非正常进口源源不断涌入国内的情况下，认为 300 美元的进口利润难以为继，因而在纽约市场买入原糖期货，在郑州市场卖出白糖期货，锁定了未来 1-2 年的加工利润。

随着纽约原糖期货在 2015 年 9 月见底，配额外进口利润在 2015 年 3 季度开始持续缩水，到 2016 年 3 季度，进口利润重新跌回负值。

通过在纽约和郑州两个期货市场上锁定加工利润，福建公司成功地将经营风险最小化，加工利润最大化，保证了当年的经营利润。

表 1. 案例交易明细表

| 市场 | 时间 | 合约 | 开仓/平仓 | 价格 | 仓位 (吨) | 汇率 (¥/\$) | 盈亏 (¥) |
|----|----------|------|-------|-------|--------|-----------|-----------|
| 郑州 | 2015年3月 | 1601 | 卖开 | 5240 | 30000 | | |
| 郑州 | 2015年5月 | 1601 | 卖开 | 5736 | 50000 | | |
| 郑州 | 2015年6月 | 1601 | 卖开 | 5760 | 100000 | | |
| 郑州 | 2015年9月 | 1601 | 买平 | 5490 | 30000 | | -7500000 |
| 郑州 | 2015年10月 | 1601 | 买平 | 5600 | 50000 | | 6800000 |
| 郑州 | 2015年11月 | 1601 | 买平 | 5415 | 100000 | | 34500000 |
| 纽约 | 2015年3月 | 1603 | 买开 | 14.60 | 52650 | | |
| 纽约 | 2015年5月 | 1603 | 买开 | 14.24 | 87750 | | |
| 纽约 | 2015年6月 | 1603 | 买开 | 13.55 | 175500 | | |
| 纽约 | 2015年9月 | 1603 | 卖平 | 12.09 | 52650 | 6.36 | -18529179 |
| 纽约 | 2015年10月 | 1603 | 卖平 | 14.19 | 87750 | 6.34 | -613244 |
| 纽约 | 2015年11月 | 1603 | 卖平 | 15.12 | 175500 | 6.37 | 38693958 |
| 总计 | | | | | | | 53351536 |

五、风险控制及管理机制

在利用期货进行套期保值的过程中，公司也不可避免地面临着一定的市场风险。路易达孚福建公司对所面临的风险进行了全面的分析，并设置了相关的应对小组，制定了一系列的管理机制。

（一）参与期货面临的风险

1. 操作风险

操作风险是由于信息系统、报告系统、内部风险控制系统失灵而导致的风险。套期保值在缺少有效的风险追踪、风险报告的前提下，超过了风险限额而未经察觉，没有采取及时的行动，最终产生了巨额损失。操作风险产生于两个不同

的层次：（1）技术层面，主要是指信息系统、风险测量系统的不完善，技术人员的违规操作；（2）组织层面，主要是指风险报告和监控系统出现疏漏，以及相关的法律法规不完备。

2. 市场风险

市场风险是指套期工具价格与被套期项目反向变化，导致市场价值产生波动带来的风险。套期保值之所以能够降低企业经营情况的波动性，其基础是建立在套期工具与被套期项目的价格呈相同的变化趋势，以相反的操作相互对冲。然而当市场出现剧烈变化时，例如利率、现货市场价格发生重大变化、时间跨度较长或者突发变化趋势或者任何一方的波动过于剧烈，导致二者的亏损无法完全对冲，就会产生重大亏损。

基差风险就是一种典型的市场风险。套期保值实现控制成本锁定利润的基本原理就是期货价格跟现货价格最终要统一，即越接近交割月基差越趋向于零，否则就会有套利者在期货市场上进行交割以获得无风险收益。但是在实际运行过程当中，期货价格和现货价格的波动并不完全一致，基差总在不断变动，这就给套期保值的效果和操作带来一定的影响，要避免这种基差风险，所选择套保的合约要尽量与所签订订单的时间保持一致或接近。

4. 流动性风险

流动性风险可以分为两类：一是市场流动性风险；二是现金流风险。市场流动性风险是指由于市场活动不充分或者市场中断，无法按照现行市价或者以与之相近的价格对冲头寸所产生的风险。现金流风险是指套期保值企业在结算日或者被要求增加保证金时不能履行支付责任。

（二）风险应对机制

套期保值犹如一把双刃剑，能化解市场风险，也能产生风险，关键是要看企业如何使用这把利剑。为了规范经营，平衡风险与收益，防范重大风险事件发生，路易达孚福建公司形成了以下管理机制：

1. 定期进行风险评估

路易达孚福建公司在套期保值过程中始终坚持规范运作，加强风险的动态监督管理，并定期地进行风险评估。企业首先在充分了解和调查的基础上，选择经营规范的经纪公司进行套期保值交易。在事前套保的可行性研究时就对资金需要进行预测；结合企业的资金筹措能力来确定保值的规模，在建仓过程中认真检查自己每笔交易的具体情况，同时在资金管理方面预留一定的备用保证金，仓位控制在一定范围内；在持仓过程中对保证金和盈亏进行实时跟踪和监控；事后对整个套保业务进行核算。在整个过程中使财务数据及时动态地还原套保业务，同时也使套保团队更重视资金的使

用效率和成本。

2. 建立专业套保团队

专业套保团队是有效控制套期保值管理风险的核心力量。路易达孚福建公司所建立的套保团队由管理层、熟悉现货市场的业务人员、熟悉国内外期货市场的投资专家和财务人员组成，部门内部决策人员、操作人员、财务人员和风控人员分工明确、互相牵制，相互制约。同时，路易达孚公司不断加强人才培养，在实践中不断总结经验。

3、期货、现货部门统一考核

国内部分企业在进行套期保值时没有将现货部门与期货部门的运营看作是一个整体的风险对冲运营，经营业绩也不会合并看待。在考核上，现货部门与期货部门也是各自分离。这样就会导致期货部门往往把期货视为盈利的工具，想通过期货市场赚钱，而不是对冲风险。这种情况下，无形之中非但没有对冲风险，反而可能放大风险。在考核方面，路易达孚福建公司对期货部门和现货部门进行统一考核，如果套期保值这方面发生亏损，那么现货部门那面一定是盈利的，企业经营业绩依旧平稳。这样对期货部门就会有一个比较客观的评价，期货部门也不会为了实现绩效而在期货市场进行投机操作。

六、参与期货市场的心得体会

路易达孚中国公司是最早参与期货市场的产业客户之一。路易达孚通过运用期货市场进行套期保值操作，锁定了企业利润，规避了市场风险，并以公司流程再造为基础，改革套期保值模式，建立了成熟、系统化的套保模式和策略，期现互动，共同发展。随着期货市场的越发成熟，路易达孚福建公司在参与期货市场方面也沉淀了不少经验，简要归纳如下：

（一）严格执行内部监督管理和风险控制机制

国内很多企业套保失败的主要原因在于内控机制不健全，交易员建立了大大超过企业自身生产和交易能力的头寸却没有被及时发现和制止，或者企业管理者迷信“明星”交易员，不是根据企业实际情况制定科学的保值方案，而是任由交易员调整保值头寸，当市场行情发生变化时，这些交易员往往处在很大压力下，很容易判断失误，如果期货头寸又很大，后果不堪设想。企业参与期货市场从事套期保值交易的主要目的是规避市场经营风险，因此针对套期保值业务，路易达孚福建公司严格执行所建立的风险监督体系和权利制衡机制。在决策、授权、交易等操作程序上规范运作，发挥各级操作者的主观能动性，提高企业在期货市场的抗风险能力，保障套期保值交易顺利进行。

（二）充分利用期货市场提供的价格信息

由于期货交易是公开进行的对远期交割商品的一种合约交易，在这个市场中集中了大量的市场供求信息，不同的人、从不同的地点，对各种信息的不同理解，通过公开竞价形式产生对远期价格的不同看法。期货交易过程实际上就是综合反映供求双方对未来某个时间供求关系变化和价格走势的预期。这种价格信息具有连续性、公开性和预期性的特点，有利于增加市场透明度，提高资源配置效率。因此，路易达孚福建公司不仅仅将期货市场当作现货采购或销售的渠道，而是充分利用公司成立的专门期货研究团队对期货市场提供的价格信息和市场机会进行深入解读，为企业经营决策服务。

（三）客观公正评价套保效果

客观公正地评价套期保值效果是在套保活动结束后或告一段落后进行的，不断的总结经验，对于提高企业在今后的套保活动中的能力是十分有益的。不过，在总结时，要避免一个倾向，就是简单的用事后价格变化来衡量套期保值效果的优劣。只有投机者的评价标准才是“在期货市场上盈利才算成功”。对套期保值的准确评价应该从企业整体经营目标出发，将期、现两个市场结合起来进行，看是否实现了当初降低价格变动风险的目的。

套期保值的目的是为了锁定风险而赚取稳健、合理的企业利润，而不是赚取额外的高利润，套期保值可以有效地避免极端价格风险冲击企业正常经营活动，稳定地享受企业利润。保值交易以平仓结束，就可能产生期货上的亏损，这一点很多现货企业不容易接受，也是影响这些企业入市积极性的重要因素。路易达孚公司在参与期货市场进行套期保值前就修正了对待亏损的态度：期货市场不是在玩“零和游戏”，套期保值操作本身已经实现了价值。期货市场上的投机亏损和保值亏损是不同的，保值亏损并不是真正的亏损，因为这是和现货市场的一个反向操作，现货市场增加的赢利和期货市场发生的亏损基本可以抵消，保值效果同样可以达到。因此，路易达孚福建公司在企业财务制度上把保值亏损和投机亏损区别开，对具体的期货交易操作部门的考核没有设置定量指标，这既有利于期货团队端正套期保值理念，也有利于内部监督管理和风险控制机制的执行。

七、对郑州商品交易所的意见

建议郑州商品交易所尽快推出商品期权，以满足实体经济需求。期权是最良好的风险治理工具之一，实体企业对期权的需求较高。从期权的特点来看，一方面，它起到价格保险的作用，期权的买方只需要支出一定的权利金，就获得了一份“价格保险”，不会再出现更多的支出或者亏损；另一

方面，它还具有盈亏不对称的特点，期权的买方在保护了一个方向亏损的同时，还保留了另一个方向获利的可能性。

由于国内暂时没有场内商品期权业务，大部分企业只能通过境外期货中介机构参与外盘期权，或者参与国内期货公司的风险子公司推出的场外期权。上市场内商品期权，一方面，实体企业可以直接参与期权交易，配合期货工具管理风险；另一方面，场内期权降低了风险子公司对冲场外期权风险的成本。在期权市场发展中国，美国、加拿大、巴西、墨西哥、阿根廷、坦桑尼亚等国家都曾运用财政补助来鼓励农民参与场内期权业务。场内农产品期权的上市将有利于助推我国农业的现代化发展。