

华信万达期货西北分公司：

## 新疆阿拉尔市鹏祥棉麻有限责任公司 棉花期货套期保值运营模式

### 一、公司简介及特点

鹏祥棉麻有限责任公司（下简称鹏祥棉麻）地处新疆阿克苏地区，为农一师棉麻公司下属企业，主要负责兵团农一师生产的 30 万吨左右棉花销售工作。

2015/16 年度，鹏祥棉麻充分发挥自身棉花的质量优势，利用期现结合的操作手法，通过期货市场卖出套期保值锁定销售价格、注册仓单获得等级升水等手段，确保了棉花的销售工作。

### 二、鹏祥棉麻期货运营模式

#### 1、基本策略

鹏祥棉麻主要负责销售兵团农一师生产的 30 万吨左右棉花，每年面临一定的销售压力，为拓宽销售渠道，鹏祥棉麻至棉花期货上市以来就积极关注棉花期货品种，并多次参与棉花期货的套期保值交易。基于农一师 30 万吨棉花产量的销售问题，鹏祥棉麻制定了如下销售策略：

- （1）以统一定价模式对外销售皮棉；
- （2）为当地招商引资的纺织企业预留纺棉；
- （3）根据期货价格向贸易商销售皮棉；
- （4）自身参与棉花期货套期保值交易。

通过多渠道的销售模式，2015/16 年度鹏祥棉麻顶住了春节前后现货市场的销售压力及郑棉价格的大跌，借助 4 月郑棉价格大幅上涨机会，通过点价销售、期货市场套保等手段，完成全年销售任务，并实现了远高于计划的销售价格。

#### 2、良好的决策机制，严格遵守套保原则

鹏祥棉麻管理层对棉花期货及套期保值拥有极为深刻认识，据此建立了符合企业特点的套期保值决策机制：

- 1) 只有当期货价格高于企业计划销售价格时启动套保方案；
- 2) 只在期货市场卖出保值，不做买单；
- 3) 卖出数量不得超过企业库存数量；
- 3) 在现货销售未完成前不平仓，确保销售任务达成。

### 3、总经理负责制

鹏祥棉麻建立了良好的棉花期货运行机制。首先选择拥有新疆棉花交割优势的华信万达期货及其风险管理子公司华信物产作为参与棉花期货的服务与交易平台，获取华信万达期货其在棉花产业服务、交割方面的优势。同时建立由总经理领衔的期货小组，全权负责公司棉花的销售及套期保值业务，从而做到合理调控期、现货市场库存及资金，达到快速决策、准确执行套期保值计划的效果。

## 三、2015/16 年度鹏祥棉麻参与棉花期货交易的案例

### 1、参与模式——风险管理子公司

虽然鹏祥棉麻拥有多年的期货操作经历，但在研究能力、操盘能力、资金实力等方面均面临一定的问题，为更好的达到套期保值目的，经过公司管理层研究决定，通过多年合作伙伴华信万达期货的风险管理子公司华信物产代理套期保值交易，解决公司资金紧张、专业人才匮乏等问题。

### 2、套保成本核算

鹏祥棉麻充分核算企业套保成本，制定套期保值计划，套期保值成本如下：

- (1) 新疆棉升水 200 元/吨
- (2) 1609 合约时间贴水：46 天\*4 元/天=184 元/吨
- (3) 利息：按最晚 9 月交割收回货款，银行同期 4.35%年息计算资金成本，从 10 月收购到次年 9 月交割合计 11 个月，资金利息为 495 元/11 月。
- (4) 仓单注册费：入库费 40 元/吨，配合公检费 25 元/吨，交易交割费 10 元/吨，仓库整理费 20 元/吨。合计 95 元/吨

(5) 仓储费：按 8 月 20 日生成标准仓单，期货市场仓储 25 天计算：0.6 元/吨  
· 天×25 天=15 元/吨

(6) 复检亏重 1%：12400×1%=124 元

交割成本=产地升水+质量升水-时间贴水-利息-入库注册费-仓储费-复检亏重  
=200-184-495-95-15-124=-713 元/吨。

即企业参与 1609 合约卖期保值，交割成本达到 713 元/吨。

按 2015/16 年度兵团 12400 元/吨销售价格计算，郑棉价格涨至 13100 元/吨以上时，  
该价格达到鹏祥棉麻的套保目标价格。

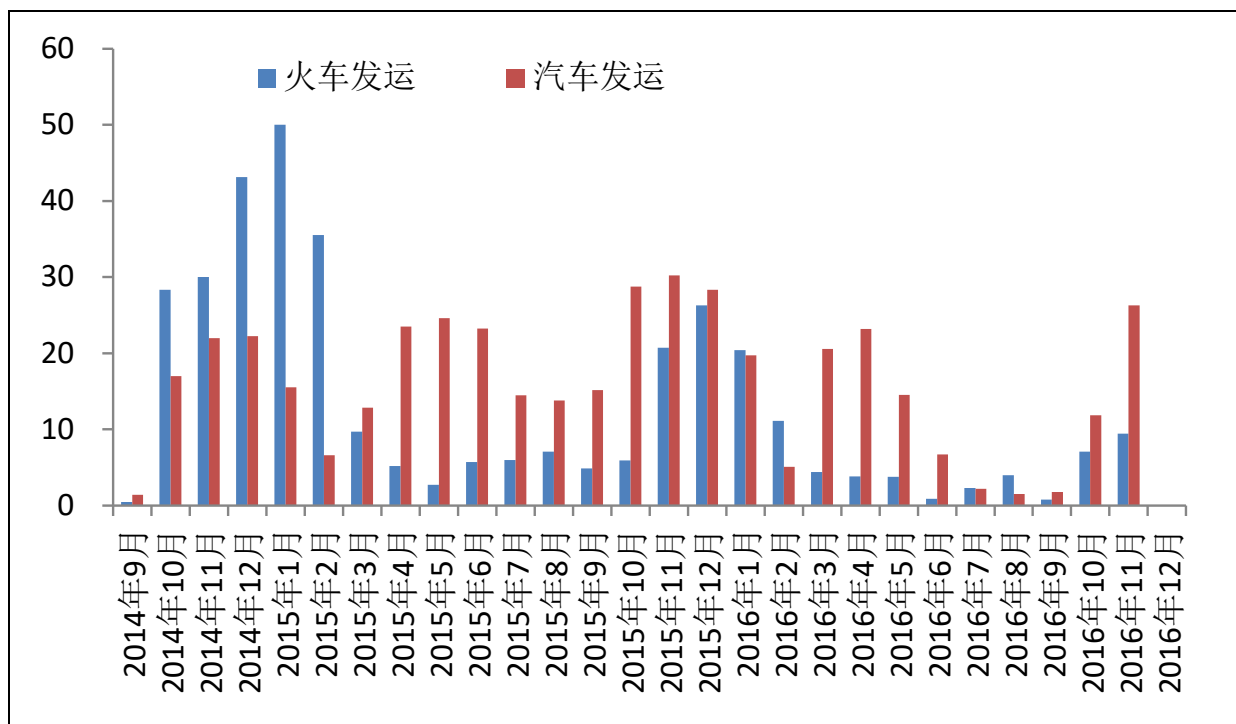
### 3、保值决策及方案制定

2016 年春节前后，国内棉价持续下跌，国内现货棉价最低跌至 11000 元/吨，郑棉  
价格最低跌破万元整数关口，同时市场普遍预期即将开始的抛储将导致市场供应大幅增  
加，国内外棉价将形成螺旋式下跌过程，郑棉价格有望跌至 8000 元/吨一线。其时鹏祥  
棉麻依然掌握有 20 万吨左右的库存没有销售，公司领导层并未被市场的恐慌情绪吓到，  
根据华信万达提供的研究报告显示，由于内外棉价差缩小，中国消费高于此前市场预期，  
月均消费达到 65 万吨左右，同时到 2 月底疆内资源不足 170 万吨，抛储迟迟没有落地，  
未来市场必将形成供应偏紧局面，棉价止跌上涨成为大概率事件。基于此，鹏祥棉麻并  
没有跟随市场普遍看跌并降低销售价格，依然坚持 12400 元/吨的公定销售价格，从而  
等到了棉价大幅上涨带来的套保机会。



2016年4月郑棉在资源紧张、抛储推迟的利好推动下大幅上涨，主力1609合约在4月下旬开始突破13000元/吨，最高至13450元/吨，鹏祥棉麻对成本核算后快速做出反应，与华信物产达成联合套保协议，在4月21日以13400元/吨的价格在1609合约卖出5000吨棉花套保，虽然随后郑棉快速回落，1609合约最低至11865元/吨，但由于公司现货没有销售出去，公司并没有将保值头寸获利平仓，而使坚定持有保值头寸。随后2016年5月和7月在价格上涨后，公司继续卖出棉花套保，累计卖出数量达到20000吨，完成保值目标。

#### 4、错峰发运节约运费支出，注册仓单实现等级升水

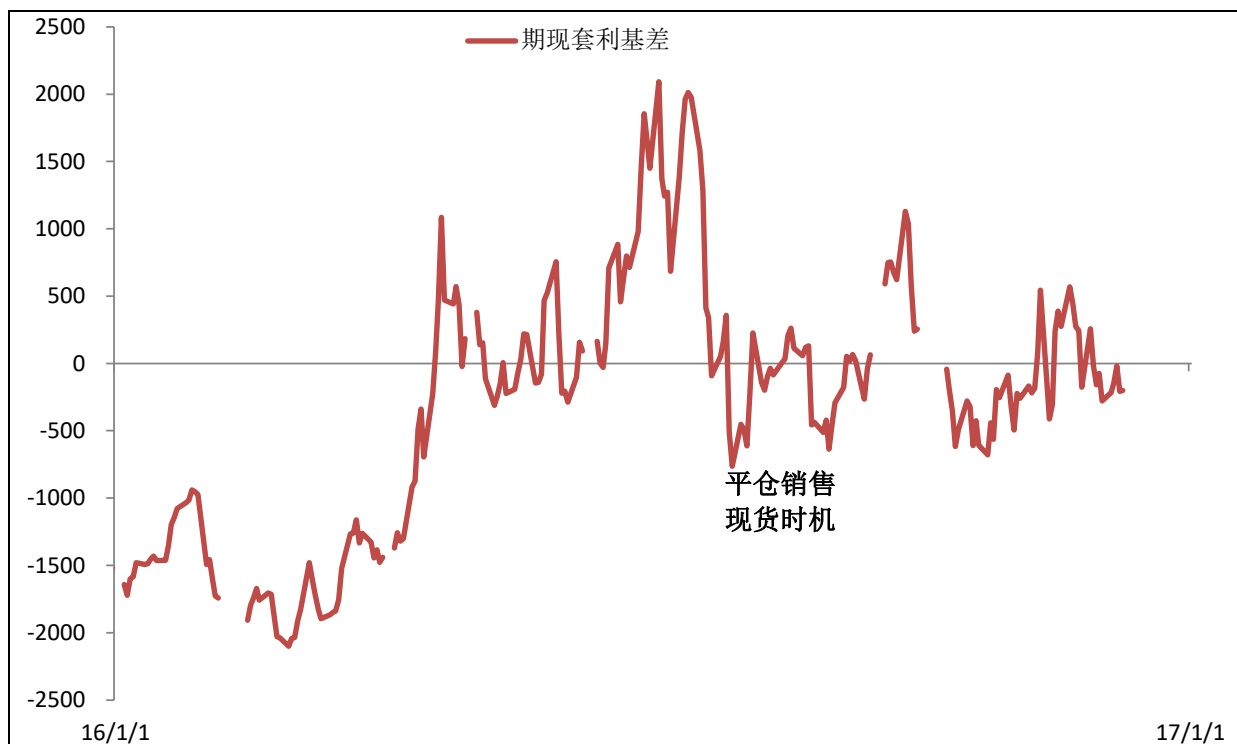


从新疆棉花出疆情况可以看出，每年10月-次年2月为出疆运输高峰，该阶段运输费用偏高，南疆出疆运费到达1000元/吨左右，此时市场资源充足、出疆运力紧张，销售压力制约下棉价必然偏弱。但3月后出疆运力大幅缓解，铁路运输折扣优惠，汽运价格跌至600元/吨左右，这极大的缓解了企业的经营成本。

鹏祥棉麻在完成保值头寸建仓后开始计划发运棉花，在7、8月通过火车专列将棉花快速运入内地多家交割仓库，并通过在华信万达期货开设的期货账户注册生成标准仓单。至8月下旬开始标准仓单陆续生成，并转让给华信物产。

经过对鹏祥棉麻377批棉花公检数据进行统计，鹏祥棉麻等级升水介于-631到1084元/吨之间，平均升水达到410元/吨。这样计算，鹏祥棉麻的实际销售价格达到13800元/吨以上。扣除交割成本后，鹏祥棉麻实际销售价格达到13100元/吨左右的公定价格，远远高于兵团12400元/吨的销售定价，实现了保值效果，并在新年度开始前完成了棉花的销售工作。

## 6、期现结合销售现货——套保解除时机选择



从上图来看，2016 年上半年郑棉与 CCI3128B 指数价差位于-2200 到 2200 元/吨之间，即郑棉有时大幅高于现货，有时大幅低于现货。

鹏祥棉麻套保头寸建立后，直至 7 月才陆续开始发运，在这期间，郑棉 1609 合约最高至 15780 元/吨，但由于通过华信物产代理联合套保，鹏祥棉麻避免了棉价大幅上涨带来的保证金不足风险。虽然 8、9 月疆内资源极度紧缺，但抛储延期一个月使内地市场供应宽松，郑棉 1609 合约也再次跌破 13400 元/吨左右的建仓价格，此时鹏祥棉麻将部分尚未外运的棉花在新疆就地销售，销售价格达到 15000 元/吨左右，通过现货累计销售棉花 4000 吨左右，期货市场保值空单按 13400 元/吨价格平仓，无盈亏产生，4000 吨现货销售价格比计划的 13100 元/吨价格高出 1900 元/吨，超额实现了盈利目标。

## 7、交割销售现货

8、9 月鹏祥棉麻通过华信万达期货西北分公司在其期货账户下集中入库、注册了 377 张标准仓单，平均升水达到 410 元/吨，随后在 9 月合约交割前转入华信物产名下进行 9 月交割，最终华信物产收取一定代理费用，货款转回鹏祥棉麻，鹏祥棉麻通过华信物产平台完成棉花销售任务。

## 8、套保效果评估

### 1) 首次与期货公司风险管理子公司合作

这是公司第一次与风险管理子公司合作套保，风险管理子公司拥有丰富的期现结合经营经验及雄厚的资金实力，避免郑棉价格大幅上涨带来的保证金不足风险，同时风险管理子公司根据期现价差、各市场基本情况为鹏祥棉麻提出了良好的保值解决方案，实现了超额利润。

### 2) 精细化运作扩大企业利润

通过对棉花的分类，选择预留高升水的优质棉花在期货市场交割销售，实现了棉花的优质优价。同时将棉花留至7月后发运，不仅规避了年度初期运力紧张问题，还进一步降低了运输成本，为企业扩大了利润。

### 3) 本次套保存在的问题

由于未能合理分配库存的地域配置，导致企业大部分棉花未能抓住新疆地区高棉价的机会损失部分利润。另一方面，由于公司体制限制，参与套保后期货市场不能产生亏损，这导致企业无法灵活运用期现价差波动出现的期货平仓、销售现货扩大利润的机会。