

2017 年郑商所菜油品种“点基地”报告

报告名称： 2017 年郑商所菜油品种“点基地”报告

公司名称： 西粮巧乐福油脂有限公司

辅导公司： 西部期货有限公司

会员联系人： 李国

企业协调人： 朱超美

报告日期： 2017 年 7 月 25 日

目 录

一、公司背景介绍	3
二、期现结合业务模式和组织机构	4
(一) 期现结合业务运营模式	4
(二) 机构设置	6
(三) 风险内控制度	7
三、期现结合业务案例介绍	8
(一) 套期保值操作案例	8
(二) 基差交易案例	16
四、期现结合业务模式经验总结	20

一、公司背景介绍

西安西粮实业有限公司（下称西粮实业）是西安市国资委、粮食局批准成立的大型国有独资企业，总部位于西安市西北一路3号，总占地面积1000亩，总资产16亿元，在册员工1000余人，拥有泾阳、华山、临潼、马腾空、乾县等五个储备库，设有金禾、腾达、玉米、油脂、米业五个经营公司，总仓容45万吨，存储中央、省、市三级储备粮油，被确定为国家粮油产业化龙头企业，国家粮食局改革与发展联系单位，陕西省农业产业化经营重点龙头企业，省、市粮食系统重点仓储企业、农业产业化龙头企业、全国模范职工之家。

公司立足于西安国际化大都市建设和“一带一路”的区位优势，制定了未来3—5年“1511”发展战略：即服务西安中心城市建设，实施泾阳、华山、临潼、马腾空、乾县五大库建设，打造一条关中粮食经济带，将公司建设成集储、贸、工、研一体化的现代大型物流粮食企业。

西粮实业拥有3.3万吨油脂储备罐，承担省、市食用油储备3万吨，为积极开展食用油轮换、加工、贸易等业务并进一步加大油脂经营实力，公司与自然人股东合作成立西粮巧乐福油脂有限公司（下称西粮巧乐福），主营油脂贸易和包装油加工、销售。西粮巧乐福在西安（泾阳）粮油储备加工物流基地拥有650吨/天包装油生产线，旗下“巧乐福”

系列食用油已经成为省内知名品牌；近几年省内国储和地方储备轮换成为油脂贸易市场的重要组成部分，公司依托股东资源优势，结合自身仓储、物流和下游加工等便利条件，积极参与储备油轮换业务，并逐渐形成围绕储备轮换为基础的特有贸易模式；陕西省内国储和地方储备均以菜油为主，居民食用油消费中菜油占有较大市场份额，西粮巧乐福亦将菜油作为主要经营品种，储备油轮换结合正常贸易及包装油原料采购等业务使得公司在省内菜油贸易市场具有重要影响力。

近几年国内油脂市场日趋成熟、市场化程度不断提高，贸易企业面临激烈竞争，在贸易利润空间下降过程中西粮巧乐福积极探索利用期货市场风险管理功能稳定经营，主动把握市场机会同时通过“期现结合”、“基差贸易”等模式规避价格波动风险。

二、期现结合业务模式和组织机构

（一）期现结合业务运营模式

菜油传统贸易与其它大宗商品类似，盈利主要依赖两个方面：一是采购现货以后等待价格上涨盈利，我们称之为“时间价差”；二是产区和销区间价差存在一定贸易利润，我们称之为“空间价差”。过去空间价差较大情况下为企业博取时间价差提供了一定安全边际，因此传统贸易依赖对未来价格走势的判断获利。近几年国内菜油市场处于重要变革期，

从托市收购政策的推行到退出再到临储菜油拍卖均对市场产生较大影响，进口菜油（包括进口菜籽压榨）在贸易流通领域的市场份额不断增加，国内菜油市场化程度不断提高，空间价差被挤压至较小空间范围之内，相对而言贸易企业面临的价格风险不断加大。区域市场方面，陕西曾是国内菜籽及菜油的主要生产和消费区之一，关中平原和陕南地区均有菜籽种植习惯，受种植收益的比较优势下降影响，关中平原地区已经鲜有菜籽播种，压榨产能全部退出市场，而菜油消费习惯仍较为强烈，近年来省内菜油供应完全依赖产区及港口输入，临储菜油拍卖以来，产区与港口菜油与区内持续倒挂，对散油贸易造成重大冲击。在国内菜油市场变革过程中西粮巧乐福在贸易模式上不断进行改变，2013年公司开始涉足期货市场开展风险管理业务，初期因不能有效运用期货工具及受传统经营思维影响，出现过几次不必要的亏损，多次实践和对外交流学习使公司开始真正认识到期货工具的重要性和如何合理运用期货市场管理风险，通过几年的探索逐渐由传统贸易模式转向期现结合和基差贸易的业务模式，即不再单纯以判断价格涨跌作为贸易经营的主要依据，而是捕捉期现价差、空间价差带来的相对稳定的贸易机会。通过不断探索，西粮巧乐福油脂日常业务运行逐步形成以下几个步骤：

1、市场研判：持续跟踪产区、本地市场、期货市场价

格及相互间价差关系，初步判断市场存在的贸易机会；

2、可行性论证：在市场研判基础上确认现货、仓储物流等资源，并结合企业情况对可操作性和风险进行评估；

3、制定操作方案：操作方案基本包括期现头寸方向、操作数量、期现头寸管理、风控措施等；

4、操作方案执行：方案执行过程中关键在于严格的价格策略（包括采购价格、销售价格和期货头寸等）、有效的信息共享（保证期现头寸相匹配）和灵活应对市场变化；

5、事后评估：评估主要针对财务评估和操作过程评估，财务评估是对期货和现货头寸进行综合核算，从交易结果角度进行评估；操作过程评估是对业务操作流程进行回顾，总结经验并提出改进措施。

（二）机构设置

西粮巧乐福油脂公司套期保值业务与现货业务统一运营，在上述业务模式下形成期现一体的组织架构形式（具体如图所示）：

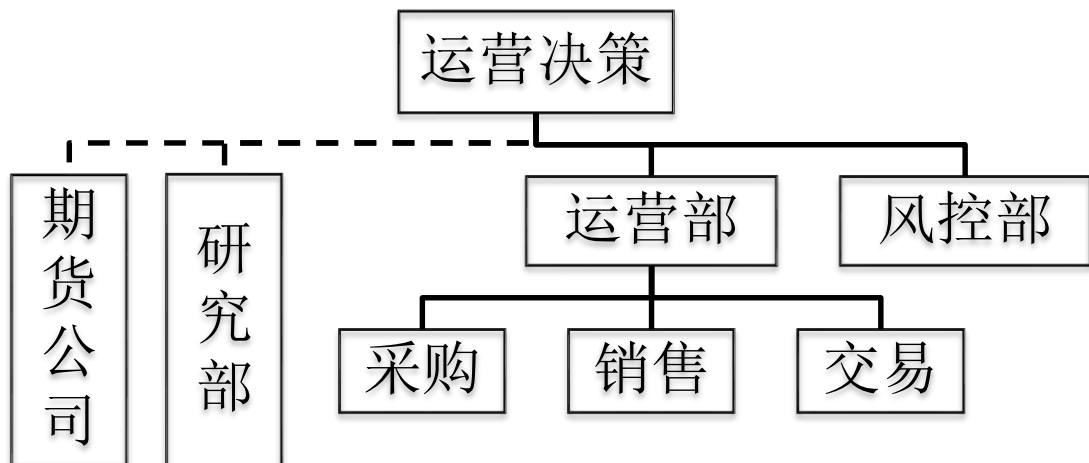
1、运营决策机构：由总经理和各部门主管以上管理人员组成，负责公司总体运行规划和业务运行方案；

2、研究机构：由业务部门人员并借助期货研究员组成，属于虚拟组织机构部门，向运营决策机构提供业务运行建议和相关方案；

3、运营部门：统筹管理采购、销售及期货交易等相关

业务，负责业务经营方案的具体实施；

4、风控部门：由财务和后台工作人员组成，负责合同审核、财务核算、资金调拨、公司日常业务风险和期货头寸风险监控等。



（三）风险内控制度

为防范公司日常业务及期现结合操作风险，西粮巧乐福制定了如下内部风控制度：

1、头寸总量限制。董事会对日常现货操作规模限定为 2 万吨、期货头寸规模限定为 1 万吨，超出部分需向董事会提出申请，申请内容包括但不限于业务形式、贸易对手、资金占用、风险控制措施、可行性论证等；

2、分级风控制度。分级风控包括董事会（上级领导机构）对头寸总体限制、公司领导层对敞口规模限制、风控部门对日常业务的监控等；

3、风控制度运作流程。风控运作流程主要采用授权与汇报制度：董事会（上级领导机构）对公司总头寸或特别申请头寸授权，公司定期（授权额度范围内）和不定期（特别申请头寸）向董事会（上级领导机构）汇报经营和风险情况；管理层针对具体业务制定相应风险制度，风控部门负责风险监控并向公司领导汇报日常风险情况；公司层面风险事件发生需向董事会（上级领导机构）汇报，风险处理方案需获得董事会（上级领导机构）授权，风控部门负责监督或执行；日常业务层面风险事件发生，需公司领导层制定相关风险应对方案，并需征求风控部门意见，如果风控部门提出异议需向董事会（上级领导机构）申请授权。

三、期现结合业务案例介绍

（一）套期保值操作案例

1、背景资料（市场研判）

2016年初西粮巧乐福与某级储备初步达成14000吨储备菜油轮换意向，储备公司委托西粮巧乐福代为轮换并支付一定轮换费用，轮换最后入库期为2016年7月份，出库到入库轮换期限定为3个月（即菜油出库后3个月内需要完成入库），轮入菜油需为当年度生产菜油。市场环境方面，2015年12月开始国家启动临储拍卖政策，竞拍成交价5300—5400元/吨，明显低于市场流通的进口菜油价格，竞拍初期市场对临储油质量指标存有疑虑，拍卖成交率相对偏低，临储菜

油投放市场后经过精炼处理能够达到质量要求，加上精炼费用后临储菜油较港口菜油及豆油仍具有价格优势，企业竞拍积极性不断提升，临储菜油投放市场后明显增加了市场供应；临储菜油拍卖初期正值国内春节前油脂下游备货旺季，拍卖前期成交量偏低，对市场冲击并不明显，但随着拍卖持续必然对港口菜油及其他油脂（主要是豆油）造成冲击；即期港口现货价格为 5600—5700 元/吨（价格参考福建地区工厂报价），现货较期货价格（参考 01605 合约）升水 100 左右，西安及周边地区从港口发运成本 6100—6200 元/吨，当地现货成交价在 6200 元/吨；因季节性消费旺季，即期港口工厂基差报价较为坚挺，预期春节前后旺季结束后临储菜油对市场冲击将逐渐体现，工厂基差走弱将是大概率事件，西安市场价格也将随之走弱，而且临储菜油开始流向西安市场，因其价格优势逐渐得到下游包装企业的认可。

2、可行性论证

（1）外部市场环境评估：

A、有利因素：港口菜油与西安市场存在正常贸易利润，即期轮出现货从港口轮入存在利润；因春节前下游备货，短期现货成交较好，有利于出库操作；即期工厂现货基差坚挺但后期将可能走弱，对轮入阶段采购较为有利。

B、不利因素：临储菜油流向市场将可能导致区域价格与临储菜油对标，形成港口菜油与西安市场倒挂，对于轮换

业务而言，价格需要对标港口菜油，价格倒挂局面可能导致亏损。

（2）企业内部评估：

A、有利因素：西粮巧乐福在西安及周边地区具有较强销售能力，借助春节前下游备货旺季和自身物流管理能力有望在春节前后大量出库。

B、不利因素：轮换业务占用资金规模较大，出库阶段需要向储备企业缴纳总货值 110%的货款，现货采购至入库阶段也需要全额付款，企业不具备一次性轮出和轮入的资金能力；轮换规模对于区域市场而言相对较大，短期全部出库存存在一定压力。

综上分析，西粮巧乐福认为该轮换业务具有一定可操作性，盈利点主要在于港口与西安市场贸易顺差、轮换费用补贴及后期港口工厂基差可能走弱；风险因素在于，临储菜油对市场冲击和资金压力，需要借助期货套期保值功能提高资金使用效率和对冲价格风险，且轮换费收入可以提供部分安全边际。

3、操作方案

在市场研判及可行性分析基础上，西粮巧乐福针对该轮换业务做出以下操作方案：

（1）出库与现货销售。港口与西安市场价格顺差情况下进行现货销售，为加快销售进度以略低于市场价格出货，

但需要考虑对市场冲击与自身资金承受能力，计划3月份以前销售规模达到8000—10000吨，5月份以前完成现货销售与出库。

(2) 现货采购与风险对冲。现货出库销售同时，在资金允许条件下直接与港口工厂签订现货采购合同，并安排运输直接补库，该滚动操作模式能有效降低风险并保证盈利，预期现货周转量维持2000吨，可操作总量将受到资金占用、出库销售能力、运输周期、节假日等因素限制；对于不能通过现货滚动操作部分完成补库的部分，通过在期货市场买入套期保值对冲风险，不确定因素主要在于基差波动，如果现货采购前基差上涨将降低盈利甚至出现亏损，反之可以额外获得基差收益，在判断后期基差大概率走弱前提下适量倾向于选择期货套期保值操作对冲风险；对于选择用期货买入套期保值操作部分，发生现货采购同时对期货头寸等量平仓，如果采购时基差不利则进行交割或展期（期货头寸向后移仓）等操作。

(3) 风险控制。现货销售环节需保证出库进度，以加快资金效率和为入库保证库容；采购与物流安排需配合销售进度，入库后配合储备机构做好检验工作，即时释放保证金以提高资金效率和轮换效率；利用期货市场套期保值是风控的主要环节，需要做到期货头寸与现货敞口相匹配（全额套保），建仓节奏与出库销售相匹配，根据现货采购情况对头

寸进行调节，同时关注港口工厂基差、合约间价差关系、现货流转情况并结合头寸盈亏情况优化套期保值操作、对现货经营做出合理建议。

4、操作过程介绍（方案执行）

（1）签订轮换合同。合同要点包含以下几个方面：轮换规模（14000吨）、轮换标的出库的质量要求、最后出库日期、出库与入库时间跨度、出库保证金收取与返还、入库质量要求与检验（除满足质量要求外需为当年度生产的新油）、轮换费用等。

（2）现货购销。现货销售按照计划至5月份全部完成，前期出库销售同时向港口采购现货进行补库，春节前后受物流因素和前期出库保证金占用大量资金，导致补库进度明显放缓，多数头寸通过期货套期保值操作对冲风险；现货采购从轮换开始持续至7月份完成，按照合同约定如期完成补库。

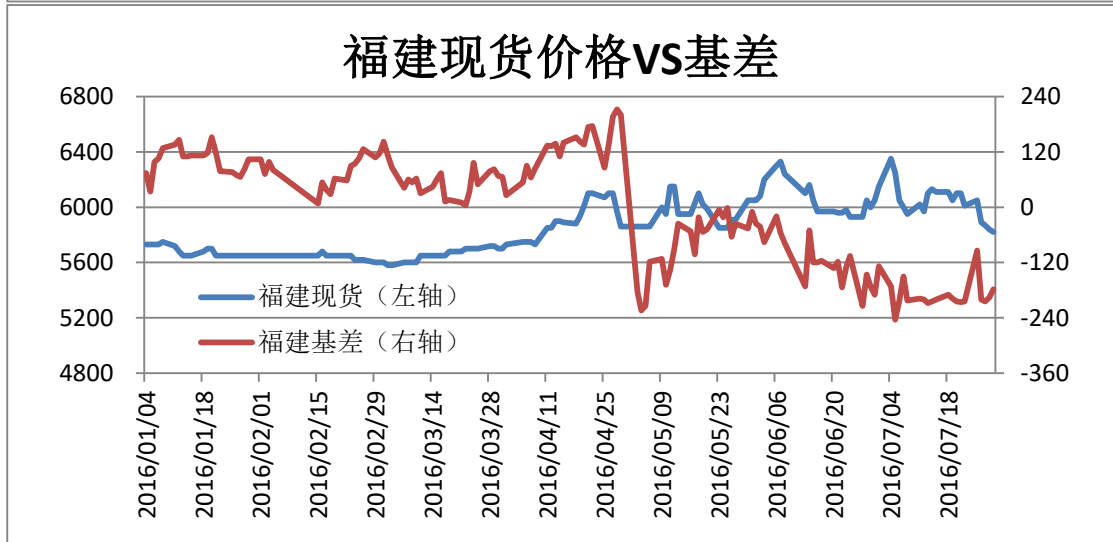
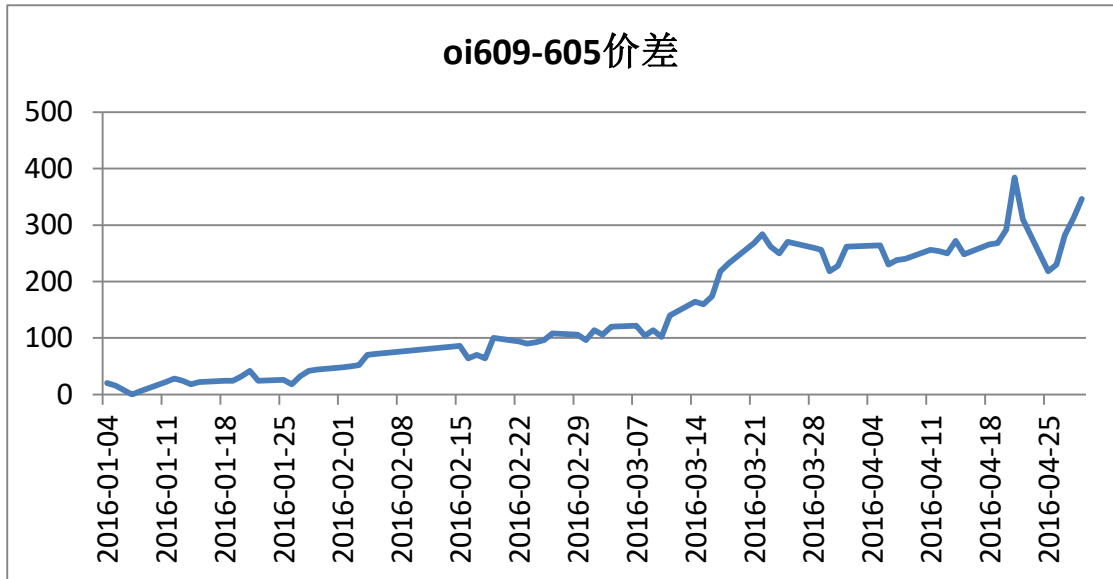
（3）套期保值。在轮换前期，公司在销售现货时主要通过向港口同步采购现货对冲风险，春节前后开始依赖在期货市场进行买入套期保值操作进行风险管理，利用期货套期保值总量达到10000吨左右。

（4）套期保值操作过程出现两个重要因素：

A、套期保值必要性：现货出库销售后如果价格上涨则公司面临利润下降或亏损风险，如果采用出售现货同时在港口采购可以有效规避价格风险，但因出入库操作及物流等环

节难以做到完全销售与采购完全对接，另外出库、现货采购占用大量资金，相较于现货采购买入套期保值能够有效提高资金使用效率。前期轮换操作中采用出库与采购同时进行方式能够保证完全赚取轮换费用，但随着出入库与物流环节错配，现货出现敞口头寸具有必然性，同时套期保值操作也能充分提高资金效率。

B、套期保值操作头寸管理：轮换业务过程中同时伴随现货销售、采购、物流及期货套期保值操作，期货头寸管理显得尤为重要，公司采用每日轧差方法对现货头寸进行对冲；3月份华南工厂现货基差仍然坚挺，考虑到仓单不一定为当年度生产菜油，同时OI605合约受临储菜油影响较大，公司决定将头寸展期到OI609合约；受临储菜油拍卖影响，西安市场价格与港口菜油到厂成本出现倒挂（西安价格 $<$ 港口工厂价+运输成本），但换月后OI609合约强于OI605合约，且华南工厂基差出现回落，基差和跨月价差收益弥补西安基差下跌带来的损失。



5、事后评估

期现结合盈亏评估 (元/吨)					
	现货		期货		合计
	销售均价	采购均价	开仓均价	平仓均价	
	6270	6460	5840	6060	
盈亏	-190		+220		+30

评估表说明：

(1) 本评估表只针对采用期货套期保值对冲风险部分，总操作规模约 10000 吨；

(2) 为方便表述，盈亏平衡表中价格根据操作过程折

算至 0I609 合约进行估算，折算方法为移仓后 0I609 合约开仓价减去 0I605 合约盈亏部分；

(3) 操作过程有多次开平仓，为避免繁琐未逐一罗列，开仓价格与平仓价格根据实际成交价格按照成交量加权平均。

6、案例宣传点与推广价值

本案例对贸易企业进行买入套期保值操作中较为代表性，在菜油市场充分竞争背景下跨地域贸易利润被压缩至较低空间，针对具体贸易业务中如何利用期货市场等金融工具规避价格不利波动风险尤为重要。对本轮换业务中，港口与西安市场的正向贸易利润和轮换费用是公司盈利基础，借助期货套期保值功能不仅规避了价格风险，同时对提高企业资金使用效率方面发挥了至关重要的作用；案例中西粮巧乐福在实际操作中出现出入库未能完全有效对接导致资金压力增加，被迫增加期货套保头寸，而现货贸易中物流等非可控不利因素发生属于正常现象，期货市场在风险管理中的高效性优势得以充分体现，企业在制定套保方案过程需要考虑类似意外情况发生，对套保头寸、期限结构等方面做好预案并根据实际情况灵活调整；目前菜油市场中定价模式中以工厂为代表的基差模式逐渐成为主流，基差、跨月价差的研究和应用对贸易企业来说将直接决定利润水平和盈亏，巧乐福油脂通过对菜油即期跨区域价差、期现价差（基差）、跨月价

差研究基础上灵活运用期货工具，取得了良好效果，本案例对类似轮换和库存管理等方面业务创新具有较好的借鉴意义。

（二）基差交易案例

1、背景资料

受临储菜油拍卖和春节消费旺季结束影响，2017年3月份港口工厂菜油压力不断增大，华南工厂现货报价为参考01705合约贴水200（01705-200），期货01705-01709价差跌至-300以下，折算现货对01709基差达到-500，出现明显期现货正向套利交易机会；同期西安市场某油脂企业基差报价01705+180，折算至01709合约为贴水120（01709-120），正常情况下西安市场较期货合约升水200以上。西粮巧乐福判断，随着市场价格下跌港口菜油较临储菜油价格优势会逐渐显现，且随时时间推移临储菜油将被逐渐消化，现货压力亦将随之缓解，后期基差水平将出现回升。

2、可行性论证

（1）市场环境评估

A、有利因素：临储菜油抛售导致华南工厂和华东面临极大库存和资金压力，导致现货基差跌至超低水平，出现明显期现正套机会（做多基差机会）；

B、不利因素：现货压力可能持续较长时间，基差长期维持在低位水平或继续下跌。

（2）企业内部评估

A、有利因素：企业在西安市场可以解决仓储问题，可以以较低的仓储成本换取基差回归机会，资金成本方面也具有一定优势，理论而言持有现货至 0I709 合约到期交割仍可以赚取一定利润；

B、不利因素：暂无。

综上所述，西粮巧乐福认为现货超低基差水平主要因工厂和华东市场仓储和资金压力，随着时间推移基差有望向正常水平运行（但操作周期内不一定完全恢复至正常水平）；跨月价差出现理论上的正套机会，但因为 0I705 合约到期后标准仓单按照规定需要全部注销，实际操作中存在一定变数，而在西安存储现货不存在被要求出库的压力（具备仓储条件）；资金成本方面，公司拥有持有现货至 0I709 合约到期交割的资金规模并可承担相应资金成本。

3、操作方案

（1）按照 0I705+180 签订基差合同；

（2）在 0I705-0I709 价差低于-300 时分批点价完成现货采购，并等量卖出 0I709 合约；

（3）等基差上涨后销售现货，扣除仓储费用和资金成本后净利润达到 100 元/吨以上开始获利了结，或与交割成本做比较，以风险收益角度做出现货销售或者交割的选择；

（4）风控措施：如果现货基差持续保持低位运行，则

通过期货交割实现利润或对冲风险。

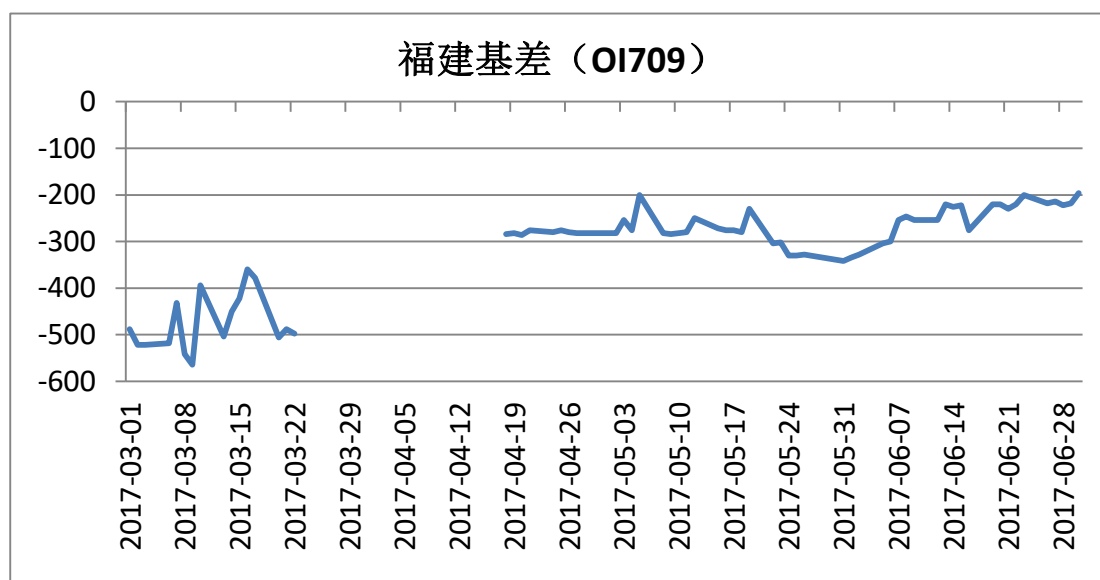
4、操作过程介绍

(1)3月17日与西安某公司签订8500吨基差采购合同，购销合同约定价格OI705+180，最后点价日期限定在4月25日以前，其它条款在此不做过多介绍；

(2)为减少期现同时操作带来的摩擦成本，3月底开始分批做多OI705-709价差，建仓均价为-330元/吨；

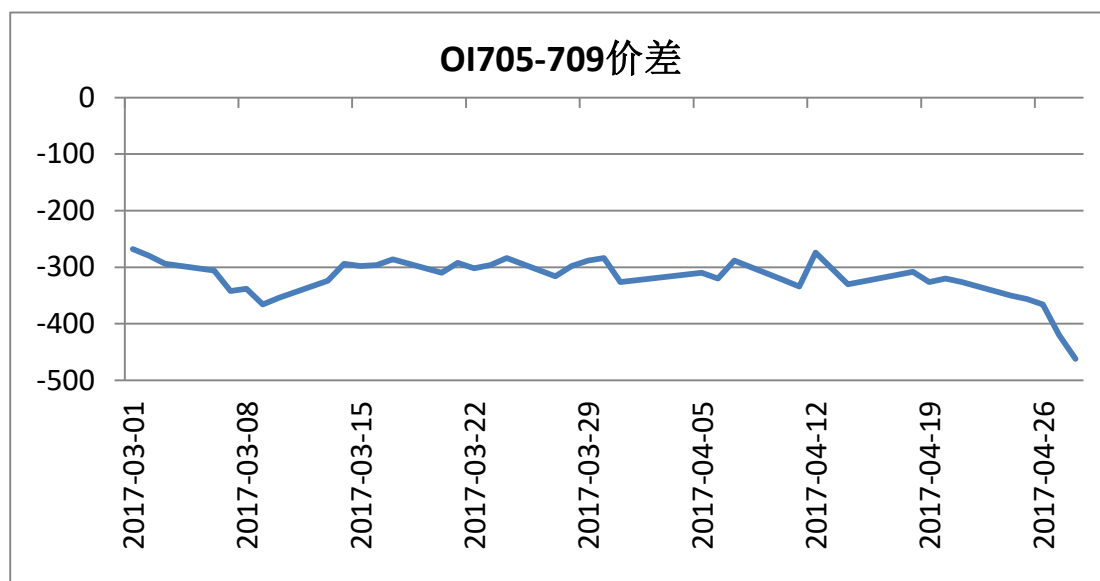
(3)跨月价差指令成交后按照合同约定发出点价指令，得到成交确认回报后将OI705合约进行平仓，现货采购成本OI705+180，OI705-OI709价差-330，按照OI709计算的现货采购成本为OI709-150；

(4)5月下旬开始基差开始出现明显回升，6月初至6月中旬公司按照OI709平水至OI709+150价格销售现货，按现货成交量加权后的现货销售价格为OI709+50。



数据说明：3月底至4月中旬数据缺失主要因工厂多数

时间停止报价导致数据未能连续采集。



5、事后评估

基差交易盈亏评估表 (元/吨)		
现货采购基差	现货销售基差	盈亏
实际采购基差OI709-150	OI709+50	+200元/吨

评估表说明：

(1) 为方便核算，现货采购基差和销售均参考 OI709 合约；

(2) 现货采购和销售价格为按照成交量加权平均得出，案例中数据通过四舍五入取整。

6、案例宣传点与推广价值

近几年在沿海工厂传导下的基差贸易模式逐渐成为国内菜油市场主流定价模式。本案例中，西粮巧乐福在对基差运行趋势判断基础上，结合自身在区域市场的资源优势，在此次基差交易中获得较好的贸易利润。在充分市场化的环境下，菜油贸易企业对期跨区域价差、期现价差（基差）、跨

月价差研究和灵活运用将是贸易企业做大规模的必备条件，同时结合市场实际情况（趋势性）、区域市场差异（结构性）和企业自身优势（独有性），才能有效适应市场发展变化，在风险可控前提下稳健经营以获得规模化经营带来的收益。

四、期现结合业务模式经验总结

国内油脂行业市场化程度不断提高，特别是菜油市场格局发生了根本性的转变。从产业格局看，随着国产菜籽产量不断萎缩，国产菜籽和菜油商品化程度持续下降，具有地方特色的“小榨”产能复苏，市场商品化供应转向以进口菜籽压榨的东南港口工厂，菜油产销、贸易流向和模式发生根本转变；在进口菜油市场份额提高的情况下，国内价格受国际市场影响更为明显，港口工厂为规避价格波动风险积极参与期货套期保值业务，郑商所菜系期货品种风险规避和价格发现功能得以充分发挥，工厂主导下的基差交易模式快速发展。在此背景下，西粮巧乐福积极尝试借助期货等金融工具应对市场变化，逐渐形成了以期现结合为主的业务模式，探索过程有成功经验也有失败教训，总结起来主要有以下几个方面：

1、主动适应市场变化。近几年西粮巧乐福认识到传统贸易日趋艰难，通过与工厂、交易所及期货公司的学习交流，企业认为主要是市场格局和价格体系发生了改变，并开始尝试借助期货等金融工具辅助现货经营，与港口某工厂的“移库”业务开始接触基差交易，逐渐开始形成期现结合的业务

模式。

2、资源整合与有效利用。作为贸易企业，西粮巧乐福在采购、物流及仓储等方面相对具有一定资源优势，但对期货工具应用及市场研究等方面人才储备较少，为此企业加深与期货公司合作，借助期货公司投研部门构建起虚拟研究机构；在现货资源方面，企业对传统采购和销售模式进行改变，主动参与基差交易、远期定价、期转现、交割等创新业务。

3、提高业务运行效率。期现结合业务要求现货与期货头寸操作保持高度的同步性，西粮巧乐福在机构设置和价格策略做出相应调整，以提高信息沟通、经营决策及业务执行效率。机构设置方面采取总经理负责制，公司总经理与主要业务部门负责人共同组成运营部，有效提高各业务主体之间业务协作及信息交流；在上述机构设置前提下，公司根据具体业务制定了相对完善的定价体系，如采购询价、销售报价、采购及销售价格形式等。

除上述几个方面，企业在应用期货等金融工具时通常需要经过认识了解、合理运用、灵活应用等几个阶段，关键在于将金融工具与自身业务有效结合以达到预期效果。