

企业文化

CORPORATE CULTURE

愿景 | VISION

领先行业的风险管理平台 享誉世界的商品定价中心

使命 | MISSION

让实体看见方向 助经济稳健运行

核心价值观 | CORE VALUES

崇实 守正 拓新 致美

前言 | PREFACE

在中国证监会的领导下，经过二十多年发展，郑州商品交易所（以下简称郑商所）目前已经上市交易18个商品期货品种，1个商品期货期权品种，基本形成覆盖农业、能源、化工、建材和冶金等国民经济重要领域的综合品种体系，郑商所市场规模多年来在国际排名上名列前茅，已成为国际知名商品期货交易所，“郑州价格”成为相关产业生产经营的风向标和晴雨表。

“让实体看见方向，助经济稳健运行”，是郑商所始终坚持的企业使命。为完成这一神圣使命，帮助企业利用期货市场，有效管理价格风险，郑商所多年来坚持不懈探索，期现结合“点基地”建设即是其中一项卓有成效的活动。

郑商所“点基地”建设活动始于2010年，旨在以点带面，做好相关产业链企业利用期货市场管理风险优秀案例的总结、宣传和推广，促进提升期货市场服务实体经济的能力和质量。截至2016年，在广大会员及产业客户的积极参与下，郑商所共计总结发掘了129家现货企业利用期货工具的成功模式和典型案例。郑商所每年据此编纂的“点基地”企业典型案例汇编材料已成为众多企业学习利用期货市场不可多得的工具书。

郑商所的“点基地”企业期现结合的经验已经成为期货市场服务实体经济的“标杆”。随着实体企业对期货市场服务实体经济的理解不断加深，一些新的运用模式不断涌现，在为企业自身保驾护航的同时，还实现了产业链上下游的共赢。作为利用期货市场的典范企业，“点基地”企业乐意奉献自己的经验和智慧，乐于与相关企业分享、探索利用期货市场的新模式，推动期货市场服务现货行业、实体经济进一步

普及和深化。

2017年，郑商所深入学习领会党的十九大和全国金融工作会议精神，坚决贯彻落实中国证监会党委决策部署，强党建、优管理、保稳定、谋发展，顺利完成各项工作任务，市场持续健康发展的基础更加牢固。年内，郑商所先后上市了白糖期权和棉纱、苹果期货，推出期货合约连续活跃方案，实施国内第一单标准仓单统一保险，服务实体经济能力迈上

新台阶。随着市场稳定健康发展，相关企业在期现结合稳健经营方面持续推进，涌现一批新的企业、新的品种、新的模式，其中不乏企业资质好、案例价值高、操作方式灵活的典型，经过会员单位推荐和专家评审，2017年，郑商所评选出10家非农企业和8家涉农企业成为2017年度期现结合“点基地”。

2017年点基地案例汇编分两册（分别为农产品、非农产品）全面总结了18家“点基地”企业的典型案例，从每家企业基本情况、现货经营情况、参与期货历史及现状、利用期货市场过程中面临风险分析、参与期货市场的风险控制、利用期货市场的效果分析等多方面结合具体案例介绍了各家企业的先进经验，尤其对参与过程中的风险控制措施进行了详细描述，希望可以为产业链企业利用期货市场规避风险提供有效的、典型的、可复制性较强的借鉴参考，以促进期货市场价格发现和风险管理功能深入发挥，进一步增强期货市场服务实体经济的能力。

2018年是贯彻党的十九大精神的开局之年，是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年。郑州商品交易所将持续深入学习贯彻党的十九大、全国金融工作会议和中央经济工作会议精神，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持稳中求进总基调，贯彻新发展理念，牢牢把握高质量发展的根本要求，紧紧围绕服务实体经济、防控风险和深化改革三大任务，统筹推进改善产品

供给、 优化市场结构、 推进对外开放、 提升监管水平等各项工作， 努力开创服务现代化经济体系建设、 服务决胜全面建成小康社会的新局面！

以更具全球化的视野为您寻找更多机遇，

这里是郑州商品交易所，

遇见“未来”的起点。

目 录

CONTENES

003	尉犁县中良棉业有限责任公司棉花“点基地”报告
019	尉氏纺织有限公司棉纱“点基地”报告
039	重庆红蜻蜓——凯欣粮油有限公司菜系“点基地”报告
051	路易达孚（中国）贸易有限责任公司白糖“点基地”报告
067	云南农垦兴农农投资有限公司白糖期权“点基地”报告
078	广东中轻糖业白糖期权“点基地”报告
090	内蒙众益糖业白糖期权“点基地”报告

尉犁县中良棉业有限责任公司棉花“点基地”报告

一、中良棉业棉花市场经营概况

1.尉犁县中良棉业有限责任公司（以下简称“中良棉业”，地址：巴音郭楞蒙古自治州尉犁县孔雀路1号），以及下属5个农场、2家棉花专业合作社、中良种业及棉花研究所等公司；1) 尉犁县中良棉业有限责任公司注册资本 2010万元，从事农业种植、良种繁育经营、棉花加工收购；拥有2家轧花厂3条生产线，年均收购籽棉4万吨，产销经营皮棉1.6万吨，产值2.6亿元；综合年均利润收益 1800-2200万元。2) 2家棉花专业合作社（尉犁县中良众和合作社、尉犁县梅林农机合作社） 5个农场（中良良繁基地、兴华农场、强林农场、包头湖农场、且末农场）：注册资本 3250万元：拥有农户200余家，土地面积5万亩，年收购籽棉4-5万吨；3) 新疆富全新科状种业公司：注册资本 3200 万元，拥有4.7万亩良繁基地，并有占地5200亩的棉花研究所；中良棉业还开展土地流转整合，建成新疆内地棉花纺织产业联盟；形成手摘棉、机采棉的种植采摘收购加工销售一条龙；种子农资贷款、籽棉贷款点包贷款、保险+期货；期货仓单套保、期转现、基差交易、点价模式、期货期权、与纺织企业期现联合采购综合运作；开展创新高端市场高效产销经营，取得突出的产销经营业绩。持续处于新疆棉花纺织产业、企业、专业合作社、各市场经营的领先地位。

2.中良棉业是新疆优质棉花、种业产销经营专业企业公司之一，公司下属销售部、进口部、储运部、期货部、棉花加工部、信息部、电子商务部 7个业务部门；在南疆自有3家轧花厂。在全国山东、河南、江苏、浙江等地拥有企业客户20余家。2017年中良棉业预计棉花经营数量 2万吨；其中机采棉1.5万吨，

经营额2.6亿元。按照中良棉业发展规划，2018-2020三年度中良棉业棉花产销经营数量 8-10 万吨，棉花种业经营5-10万吨，综合经营额26亿元，年均综合收益2000-3000-5000万元,将为持续稳定高效发展建立坚实的基础。

3.中良棉业确立期货为重点的高端高效市场经营战略决策。中良棉业是新疆高端优质精品大中型专业棉花企业，起到“四两拨千斤”的核心关键重点产销经营作用，确立以棉花期货市场经营为重点的棉花现货、期货、进口市场融合重叠经营。年均达到棉花经营较好利润收益水平，完成战略调整优化棉花经营布局结构，逐步实现今后年度50-70%或6-10万吨数量的期货市场进行抗风险套期保值经营，将实现现货期货棉花各途径阶梯高效优价经营比例，促成中良棉业在新疆优质棉花产地资源与国内外棉花销售市场紧密对接广泛联合，为中良棉业持续发展百年企业，创造长期稳定高效的高端市场综合经营收益，始终立于新疆棉花产业发展及产销经营的领先地位。制定落实各年度棉花期货经营方案和战略建仓布局操作；建设棉花期货经营管理体系；确立执行棉花期货新的经营模式、盈利模式、风险控制方式，中良棉业有效利用国家棉花产业市场政策、经营棉花规模，扩大经营范围区域领域和经营规模市场份额；发挥郑商所棉花期货市场的多项功能，逐年深入参与现货期货撮合储备进口棉花商品金融资本高端市场高效综合经营，积极开展郑商所棉花期货套保套利、期转现、仓单经营、基差贸易、点价模式、期货期权等经营操作模式做法，取得丰硕棉花经营业绩成果。

二、中良棉业棉花产销经营及期货市场经营模式做法

1.巴州尉犁县基本概况。

1) 巴音郭楞蒙古自治州尉犁县位于天山南麓中东部，塔里木盆地东北缘，总面积5.97万平方公里。

县辖 6乡2镇2个管委会，兵团第二师5个团场在其境内,全县人口11.72万人。2017年，全县农作物播种面积120.96万亩，其中棉花112.3万亩，占92.8%，棉花是尉犁县主要农作物。中良棉业、中良种业、众望

工贸等企业是县域主要棉花龙头企业。

2) 尉犁县棉花生产发展现状。尉犁县特殊的地理位置和丰富的光热资源赋予这块土地生产棉花的优势，所产的棉花纤维长、色泽好、品质高，被国家命名为“优质商品棉基地县”，先后荣获农业部及自治区“双百斤皮棉县”“全国棉花生产百强县”等荣誉称号，是新疆优质棉花良种繁育基地。全县年种植棉花面积占农作物总播面积的93%，棉花年产值33.78亿元，占国民生产总值的61.3%，占农业生产总值的91.7%，农牧民收入的92%均来自于棉花。近年来节水滴灌、水肥一体化技术、机采棉等综合集成技术推广应用，尉犁县棉花生产水平和棉花质量稳定提高，成为南疆重要棉花高产优质产区。

3) 中良棉花专业合作社：2017年已经发展到入社社员200余户1000多人，棉花种植面积50000亩。主要经营机采棉标准化种植，农业技术服务，与大中型肥料集团、农药厂商、科技院校达成战略合作经营协议，联合经营，共同发展；为合作社社员提供便捷优质金融服务，与10多家棉花纺织企业建立稳定合作关系，带动辐射区域合作领域；中良棉业提供种子农资贷款，实行品种种植采摘收购加工销售一条龙。

4) 中良棉花种业-新疆富全新科种业有限责任公司：是集团式股份制民营企业，建于2000年，注册资金3200万元。公司拥有以种子棉收购加工为主的尉犁县中良棉业公司及种子加工为主的尉犁县富源种业有限公司两个独立子公司，七个农场共4.7万亩良繁基地，有占地5200亩棉花研究所。

公司是集棉花选育、良繁、加工、推广一体化的种子产业化集团公司。自有5个农场、土地面积5-10万亩，拥有优质棉种良繁基地，年均生产10000吨多种优良棉花种子，收购籽棉4-5万吨；承担国家及自治区区试等各项实验的产品研发中心、加工车间、检验部门；成立农机服务合作社、养殖场、滴灌设备厂，以及用BCI良好棉花为原料的被服厂；培育推广经营优质棉花良种60种类，近年成功繁育的重点推广品种：新陆早41、新陆中26、33、35号等；中良种业繁育多类棉花良种，核心辐射周边20万亩棉花生产地，每年覆盖南北疆兵团5-6个师、地方10余县市，面积超过100-200万亩，良种手摘棉占比95%以上；中良种业优质棉种创造单位亩均皮棉单产257公斤世界最高产量；中良种业棉花品种落实主栽品

种集中种植，种子统一供给，分别确定试点区棉花手摘和机采棉品种，开展系列品种对比试验，建立品种数据库，举办农民田间观摩培训会，全国领先的高效示范作用。

三、2016-2018年度中良棉业棉花产销经营状况

1.2016年收购籽棉34831吨，加工12700吨皮棉，下属库尔勒分厂收购籽棉8386吨，加工3387吨皮棉；其中总厂销售12789吨，分厂因对外承包，由承包方自用或销售；

2.2017年度收购籽棉 27927吨， 加工 9971吨皮棉， 库尔勒分厂收购籽棉6667吨，加工2557吨皮棉；销售皮棉10154吨，分厂销售2588吨皮棉。其中总厂现货销售4797吨，主要以江苏、湖北、河南、四川等地纺织企业为主。

3.中良棉业 2018 年已收购籽棉16066吨，其中手摘棉5610吨，机采棉10456吨，现已加工皮棉3479吨；库尔勒分厂收购籽棉5433吨，加工皮棉2155吨。因国内期货棉价不断下滑对皮棉销售造成了很大压力；今年南疆籽棉收购单价高，品质指标偏低，期现价格倒挂，销售较为困难；今春4月南疆巴州极端大风天气造成大部分棉田多次重播种植，尉犁县成为新疆南疆的最重灾区； 由于播种晚生长期缩短，造成棉花产量质量大幅度双降，也是造成皮棉销售陷入困境因素。因为收购成本高，期货现货目前不能有效销售；中良棉业将公检皮棉陆续注册仓单，准备在棉花期货价格中后期上涨时顺利销售。

4.中良棉业棉花期货经营： 2014-2017 年间中良棉业合计开展棉花期货套期保值、期转现、基差交易、跨期套利、轧花厂期货仓单棉经营量3万吨、交割量1万吨、金额1.5亿元；中良棉业制定落实棉花现货期货市场经营方案和建仓布局操作，确立棉花期货经营模式、盈利模式、风险控制方式，与棉花纺织企业联合经营新疆棉花，进行不同经营比例的期货操作数量，增加10-20%棉花综合利润收益。自2016年以来，中良棉业与中纺棉新疆公司合作籽棉联营收购业务；通过期货套期保值销售5357吨。中纺棉给予中良棉业籽棉收购资金支持，中良棉业通过中纺棉国际贸易公司开展棉花期货套期保值业务。

四、中良棉业棉花期货操作案例

1. 案例一：2016年10月中良棉业在当时新疆棉花期货中转库银星物流公司率先注册期货中转仓单1600余吨，期货交割价格16300元/平均品质升水高达1300元，创造当年新疆期货交易交割棉花的最高价格和最好收益成果；

2. 案例二：

1) 2017年9月中良棉业通过中纺棉期货账户，在郑商所棉花期货市场1801期棉合约，2017年9月6日卖出开仓1000吨，开仓均价15970元，10月27日平仓均价14950元，平均品质升贴水 1300元，扣除期货公司及各项交割费用，平均每吨获利 1020元，净利润收益 92万余元；当时毛重现货价格15600-15800元，中良棉业棉花期货交割价格高于同期现货棉价1265元，创立了郑商所新疆棉花期货中转库仓单交割第一单和当年最高价格收益水平；

2) 2017年11月中良棉业在CF1801期棉合约，11月13-21日分别卖出开仓，开仓均价15280元/520吨、15160元/520吨；合计建仓1040吨，均价15220元；品质升水800元；1月27日平仓均价14550元，扣除期货公司及各项交割费用，平均每吨盈利400-500元；当期毛重现货价格14600-14800 元， 中良棉业棉花期货交割价格高于同期现货棉价665元；

3) 2018年1月中良棉业在CF1805期棉合约，1月5-10日卖出开仓3120吨，开仓价14800元/3120吨、14910元/240吨；开仓均价14855元；平均品质升贴水600元；1月27日平仓均价14550元，扣除期货公司及各项交割费用，平均每吨获利200-400元；

4) 2018年1月中良棉业在CF1805期棉合约，1月18日卖出开仓480吨，开仓价15530元/480吨，平均品质升贴水600元；1月27日平仓均价14550元，扣除期货公司及各项交割费用，平均每吨获利300-400元；

5) 以上卖出开仓业务后, 通过仓单买断业务销售给中纺棉国际贸易公司。

3.案例三: 2017年中良棉业与中纺棉签定联营合作协议, 中纺棉按照年度收购加工5-7万吨籽棉、折合1.6-2.0万吨皮棉数量向中良棉业分批预付棉花采购货款1-2亿元; 由中纺棉预付80%货款, 中良棉业出资20%保证金, 加工批次棉花货权由中纺棉监管; 中纺棉对其他部分批次数量棉花也进行点包贷款:中纺棉按照5.5%计算年利率,另加收费用1个月30元、2个月60元、3个月以上100元, 贷款率80%; 点包贷款按80%支付; 中良棉业现货期货棉花销售时, 向中纺棉付清批次棉花全款及有关费用, 中纺棉释放转移货权给中良棉业买家客户; 中良棉业在中纺棉建仓期货卖出套期保值头寸数量, 仅允许中间 20%平仓获利, 80%须到期货交割月交割或期转现; 其间相关批次期货仓单棉分别存储在中纺棉指定仓库或新疆棉花期货交割库监管, 按照郑商所棉花期货交易交割新规则, 履行各项环节流程, 中良棉业将根据棉花现货期货市场行行情, 酌情选择现货期货销售。

4.中良棉业也在期货公司开立期货账户, 但因为新年度新棉上市棉市始终保持期现倒挂而只能200吨小数量走流程试运作: 中良棉业前期籽棉收购价7.3-7.5元, 中后期6.5-6.8元(品质等级较低); 机采棉占30%, 手摘棉70%, 棉籽1.5-1.55元, 综合成本折合皮棉15800-16300元, 较CF 1901期货价格14500-14800元的差价1000-1100元, 只能优选200吨/5批次高升水1000元棉花贴价在期货盘上卖出保值。

五、中良棉业参与期货经营为重点的各项先进经验总结

1.中良棉业棉花产业及期货市场经营的四大板块。中良棉业经过近年长期高效发展, 形成棉花产业市场产销经营四大板块: 1) 建立以棉花专业合作社为核心基础, 棉花纺织产业联盟为期货全流程模式产销经营产业链; 2) 联合扩展5-7家轧花厂整厂收购加工生产经营棉花期货仓单棉先进高标准模式, 巴州尉犁县年均拥有收购加工生产优质高指标期货仓单棉后备货源 6-10万吨; 3) 2018-2020各年度联合采购新疆兵团和地方棉花经营数量3-6万吨, 其中可供棉花期货仓单货源70-80%; 4) 逐年形成以棉

花期货经营为重点的棉花现货期货储备进口市场融合重叠经营格局，其中棉花期货套期保值套利、期转现等常规经营年均增加10-20%。

2.中良棉业棉花产业及期货市场产销经营发展目标: 2018-2020三年度预计新疆棉花种植面积3700万亩、生产量550万吨、直接产值550-700亿元；将使新疆成为棉花产业市场及商品金融资本等高端市场的经营中心、生产科技中心，定价中心、市场交易交割结算中心、信息咨询中心；成为新疆棉花产业市场具有生产科研经营优势，发展潜力和前景重点区域企业；中良棉业参与新疆棉花产业企业联合体核心，依托新疆区域优势，争取成为新疆棉花产业市场领先企业，逐年大幅度提升棉花产业及期货市场份额20-30%。

六、中良棉业先进经营经验分析

1.尉犁县中良棉花专业合作社为棉花期货等高端高效市场经营扎实布局，打好基础，提供大批量优质可靠期货仓单棉货源。

1) 2016-2018年中良棉花专业合作社启动建设产销经营、期货培训、农资销售、农技服务一体化综合性服务中心。与20多家棉花纺织企业建立稳定合作关系，示范带动辐射区域和合作领域，与形成信息互通、技术沟通、渠道畅通，开创互相促进、共同发展的良好局面。

2) 中良种植棉花合作社在公司统一领导下开展工作，（1）整合优化生产资料、生产要素，实现精细化作业，土地规模化经营日趋完善，农民组织化程度不断提高，合作发展基础牢，创新规模集约经营新机制；创造新疆棉花产业市场产销经营丰硕成果和长期稳定高效发展。中良棉花合作社对棉花产销对接、品质要求、订单农业、品种统一、模式管理、规模经营、机械采收、三丝管控、产品收购加工等具体环节强化措施落实，完善细节管理；（2）启动建设产销经营、期货培训、农资销售、农技服务一体化综合性服务中心。主营机采棉标准化种植，农业技术跟踪服务，机采棉期货仓单全流程管理，大型

进口机械采收，籽棉收购、加工、销售一站式农业服务；与大中型种业公司、肥料集团、农药厂商达成战略合作经营协议，联合经营，共同发展；中良棉花合作社与农业银行、中纺棉、保险公司、期货公司等达成全面合作协议，为合作社社员提供便捷优质金融期货服务。（3）中良棉花合作社内设立8个农业服务中心：农民培训中心、资金保险中心、农资配送中心、技术服务中心、农机合作中心、采摘加工中心、现货期货销售中心、土地流转中心。从棉花种植开始，进行农民培训，农资产品配送，农业技术服务，机械合理调配，以及农产品收购，实行一站式服务，实现“六统一”模式。为社员提供前期资金保障，中期农业机械技术支持，后期统一适时采收交售一条龙服务，整合优化生产资料、生产要素，实现精细化作业，土地规模化经营日趋完善，将农民组织化程度不断提高，合作发展基础牢，创新规模集约经营新机制；创造新疆棉花市场产销经营丰硕成果和长期稳定高效发展。（4）中良棉业轧花厂整厂收购加工经营期货仓单棉先进模式；2018-2020年尉犁县棉花专业合作社棉花种植面积增长至20-50万亩，为棉花期货建立扩大可靠的期货仓单棉生产货源基地；中良现有2家轧花厂整厂收购加工经营棉花期货仓单模式：严格收购加工、质量管理各环节，整厂收购加工棉花期货仓单生成率80-90%，将先进模式引入各联营合作厂，例如由中良种业公司提供优质棉花良种供应合作社农户，每家轧花厂年均加工皮棉及期货仓单棉后备货源1.2万吨，各厂可将提供期货仓单棉后备货源5.2万吨以上；运作棉花期货套期保值、基差交易、点价回购模式、期转现，回避市场价格波动风险，年均增加棉花综合经营收益6-10-20%。

2、创新开展农村土地经营权流转，整合土地，规模经营。棉花合作社推进棉花供给侧结构性改革认识到，土地流转整合规模化经营是提高农业生产效率、提高资源利用率、提高土地产出率、农民脱贫增收捷径。中良合作社创新土地经营权流转，分别用三种方式进行土地流转整合，一是农民以土地入股，合作社统一流转整合经营，实施土地分红加经营效益分红及原棉质量溢价分成的方式保障农户基本收入与经营增收；二是买断农民土地流转整合，合作社支付农民土地租金；三是合作社帮扶农民小型合作社，农资农机管理技术等帮扶村合作社生产，收购小合作社棉花。合作社流转整合土地后，推埂平地，

变小地为大田，统一农机作业，统一灌溉施肥，品种统一，播种一致、管理一致、棉花品质得到保障，棉花亩产量达到450公斤，除给农户每亩600元土地分红外，经营效益的分红农户可得到85%比例，农户田间劳动以市场价支付雇工费，农户亩综合效益1000元。

1)中良棉业2家棉花专业合作社及5个农场实际完成试点面积9万亩，其中完成机采棉面积6万亩、手摘棉面积5.8万亩，完成计划任务的103%；（2）棉花品种落实“一区一品”种植，种子统一供给。分别确定新陆中22、新陆中46为试点区棉花手采棉、机采棉品种，统一机采模式种植，开展8个品种对比试验，建立品种数据库；（3）投资对三条棉花加工生产线进行改造提升，落实了棉花分级检测分级堆放。棉花加工的品质公检指标得到客户满意，绒长、比强、马值、整齐度、三丝含量达到优级。（4）农户亩生产成本下降19%，亩均成本降幅达到350元，亩产量提高16%，试点区农户棉花亩增收 30%，将为中良棉业棉花期货仓单棉提供了可靠品种、质量、数量保障。

2)加强质量管理，提高生产过程、收购分级、加工质量等关键环节监测措施落实。对合作社技术服务人员落实责任制， 监控生产各环节措施落实， 采收前进行测产和品质检测，指导收获收购，在收购时按检测结果进行分级堆放、分级加工、分级销售，对三条棉花加工生产线进行改造提升。采用新型打包棉花收获机采棉，控制残膜以及杂物混入，手采棉统一发放采收棉袋及装备，坚决控制“三丝”混入。

3. 大力推广机采棉，降低生产成本。合作社自年初播种开始，下大力气推广机采棉种植模式，凡合作社流转土地，全面实施机采棉种植。合作社大户使用机采棉品种也必须落实机采棉种植模式。棉花收获时，出现农户争抢机采棉的情况，推广机采有效缓解拾花工紧张局面，大幅度降低农户采摘收获成本，试点区仅机采一项，将为农户节省费用每亩400元。

4. 引进大型的农机深松整地和推广机采棉，与农机专用合作社合作，由对方派出农机机采棉技术人员在2月份连续对中良合作社进行培训，推广深松联合整地和机采棉技术；合作社在参加流转整合的558亩农户土地上召开现场培训会；80-100户农户参加合作社试点，流转整合试点面积达到6078亩。与中国棉花研究所、新疆农科院、自治州推广中心合作，分期开展了棉花生产技术品种品质管理培训。

5. 提高产品质量，提升市场竞争力。合作社通过产销对接、品质要求、订单农业和“五统一”种植管理等措施，有效提升了产品质量，原棉一致性和整齐度明显提高，目前加工出棉花公检质量指标中纤维长度达到29-30 mm，断裂比强度29-30，马克隆值4.2-4.6，衣分42%，整齐度84%-85%，“三丝”含量≤0.18克/每吨，达到优质棉标准。产品质量提高，生产成本得到控制，产品市场竞争力明显提升。

6. 强化科技支撑，提升了土地产出率。通过科技带动、集成技术、集中力量等一系列举措，较大提升了土地产出率。一是试点区域籽棉平均单产达到439公斤，其中450公斤以上面积6.74万亩；500公斤以上1.76万亩；600公斤以上0.25万亩；700公斤以上0.1万亩；二是通过合作社统一经营管理、示范引领等，带动影响基本农户科学植棉水平。合作社通过统一农资、统一品种、统一管理等措施，2017年亩均籽棉产量达到430公斤，较流转前增加100公斤，增幅26%，预计亩纯收益增加645元，大大提升了土地产出率。

7. 降低生产成本，增加农民收入。推进棉花供给侧改革最终落脚点是增加农民收入。中良棉花专业合作社通过土地流转、规模化种植，实行农资农机统一招标、大面积机械化采摘、全程技术跟踪服务，大幅降低了棉花生产成本，提升了种植效益。初步测算，2017年合作社机采棉亩均成本1619元，较非试点区减少679元，减幅29.5%。

8. 资本参与运作土地流转整合,以股票上市、土地成本溢价，分年度分摊成本预留利润增值,转化为棉花收购降低成本,使籽棉收购更具价格优势。

9. 尉犁县中良棉业建立棉花纺织产业联盟。

1)以棉花期货市场多种高端高效经营模式为纽带，推动中良棉业棉花纺织产业联盟稳健发展。与10-16家下游纺织企业预签1-3-5万吨皮棉联营销售协议，落实棉花订单质量，实施了棉花订单生产；开展产销对接，落实订单棉花生产。分析研究中良棉业及合作社生产棉花品质和提升指标，以品质最佳效益确定棉花生产布局和节本增效措施；棉纺企业承诺在产品品质全面达标提升后，愿意以优质优价方式收购合作社棉花。根据合同对棉花品质要求，中良棉业及合作社确定统一品种种植，与农户签订

棉花品质管理合同，落实订单生产。为中良棉业掌握市场需求、畅通销售渠道、寻求科技支撑、实现优质生产、促进品牌销售增添新途径。

2) 中良棉业联合依托新疆巴州尉犁县上游20-30-50家棉花企业，与下游内地 20-30-60 家纺织贸易企业，运作新疆棉花企业棉花期货卖出保值和内地纺织贸易企业期货买入保值对接；以棉花期货市场多种各项高端高效经营模式为纽带，从尉犁县核心中心规划设计、组织实施、辐射推广5-10-15倍至新疆和全国各地，形成中良棉业棉花纺织产业联盟，连接资金贷款、仓单货源、市场中转、仓储运输、流程环节、经营模式、付款结算、完整产销经营、战略发展产业链、例如兵棉集团、华孚色纺、农发行、全国棉花交易市场等；组建中良棉花种业、机采棉采摘加工设备、轧花厂生产线及设备、农资包装、仓储物流、棉花交易市场、棉花专业合作社、棉花经营销售、投资基金等各分支集团及经营体系；参与新疆棉花产业保险基金；制定并落实新疆及尉犁县棉花产业市场战略规划、经营操作模式做法，跨越式推动中良棉业棉花纺织产业联盟长期稳健发展至全国新疆全范围、多领域、各市场现货期货储备撮合进口商品资本金融等高端高效综合经营3-6-10-20万吨。

七、中良棉业操作期货仓单棉分析

1. 中良棉业棉花期货市场经营思路。2016-2018年中良棉业逐年增加棉花期货交易交割量额，累计期货棉花经营量10万吨、交割量2万吨、金额8亿元；中良棉业已成为巴州尉犁熟练经营运作棉花期货专业企业，制定落实新疆棉花市场经营方案和关键战略建仓布局操作，借鉴引进美国路易达孚、翱兰跨国公司世界领先科学高效可靠低风险棉花产业市场经营模式，确立执行棉花期货经营模式、盈利模式、风险控制方式，将获取3-6轮300-500-800点做多做空波动范围空间；新疆棉花年均生产量500-520万吨、

抛储棉100万吨、进口棉花150-200万吨市场资源中，中良棉业综合参与运作其中部分数量，广泛联合新疆内地棉花纺织贸易企业逐年增加经营6-10-20-30万吨新疆棉花，进行多种模式期货经营操作，增加6-10-20%综合利润收益。

2. 中良棉业棉花期货经营操作策略：开展棉花期货套期保值、基差交易、期转现、场外期权、跨期跨市套利、农业保险、期货仓单合作、联合套保、纺织采购、点价模式、二次结算、仓单质押贷款、投资融资、债券股权，争取快速增长各项经营数量，联合内地纺织贸易企业相机进行现货棉、进口棉、抛储棉、竞拍棉、库存棉花、国产进口棉纱、库存棉纱、化纤PTA、棉副产品等综合采购销售，分品种质量分阶段分特点进行关联期现卖出买入套期保值及期现融合操作。健全创新领先棉花纺织企业各项棉花期货经营盈利风控模式，如：非标仓单、中转仓单向标准仓单转化的形式及费用、新疆期货棉标准仓单操作原则、数量、资金、模式、做法、结算、流程；重点推介期货公司在大中型企业大规模资金贷款规模、优惠利率贷款条件等。联合内地大中型棉花纺织贸易企业相机进行现货棉、进口棉、抛储棉、竞拍棉、库存棉花、国产进口棉纱、库存棉纱、化纤PTA、棉副产品综合采购销售；分品种质量分阶段分特点进行关联期现卖出买入套期保值及期现融合操作。建立健全完整棉花纺织企业和期货公司各项棉花期货经营盈利风控模式，如：非标仓单、中转仓单向标准仓单转化形式及费用、新疆期货棉标准仓单的操作原则、数量、资金、模式、做法、结算、流程等。

3. 制定棉花纺织企业棉花纺织产业长期发展战略规划布署，增加棉花纺织产业实业发展与金融期货高端市场紧密融合内容：棉花经营占纺织企业生产经营成本的80%，参与推动国家对新疆棉花保险补贴政策逐步替代目标价格补贴政策所带来的各项机遇；关注资本实体综合运作发展模式，实行纺织与棉花产业市场全过程各环节综合经营，引入农业保险+期货期权试点，促进土地流转整合，覆盖南北疆较大植棉面积；融入新疆兵团地方棉花体制改革新体系，通过资本金融商品等产销综合高效经营运作，年均提高经营利润收益6-12%。2018-2020年中国棉花生产量580-620万吨，新疆500-550万吨，棉花期货交易交割量200-800万吨，5-20万亿元；棉花纺织企业2-3年内扎实建立完善棉花经营体系，全面参

与棉花棉纱现货期货撮合储备进口套期保值等各项期货经营模式做法; 扩展6-10家国家级公司、3-5家跨国公司、60-120家新疆内地大型棉花纺织贸易合作联盟企业机构; 2018-2020年预计逐年增长占有6-8-12%以上新疆棉花期货市场份额比例;完成棉花企业战略定位、数量规模, 形成新疆较大的棉花产业以及期货市场经营企业联合体。

4. 与新疆和内地棉花纺织企业建立多种合作经营模式。借鉴上年度普遍应用的路易达孚等跨国公司期货套期保值、基差交易、期货期权点价模式; 棉花纺织企业全面建立开展更为优惠高效灵活的自有期货点价系统体系, 连接新疆棉花企业与内地纺织贸易企业, 2018年由棉花纺织企业统一汇总, 预报拟采购新疆内地进口各类棉花品种、数量、产地、质量指标、交期、仓储运输、操作模式、付款结算、交割仓库, 开展各项棉花综合经营合作: ①联合采购新疆兵团地方新棉6万吨; ②联合期货套期保值, 预付15%保证金, 棉花纺织企业与期货公司循环阶段操作 5-6万吨; ③储备棉抛储轮储代理拍储, 进行现货、拍储、期货仓单棉融合调剂掉换操作6万吨; ④进口乌兹别克、美棉、澳棉等经营模式: 海运铁路, 新疆内地保税库代理销售 3-5万吨; ⑤棉花纺织企业点价模式的循环融合转换经营操作5-6万吨。

5. 2018-2020年度联合采购新疆兵团和地方新棉3-6-8万吨; 棉花纺织企业将联营合作棉、兵团各师、地方地州县、期货仓单棉、纺织专用棉、高指标棉、长绒棉、中长绒棉、无三丝棉、良好棉BCI等, 汇总纳入到联合采购棉花清单; 确保优质棉花资源量, 在当前棉花期现价格倒挂市场行情下, 采取逐批挑选购买新疆地方轧花厂平价通货棉花3-6万吨; 中后期联合采购兵团各师15800元基础价格+品质升水差价棉花 2-5万吨, 衔接兵团各师直接送货至期货交割库, 操作期货套保或现货形式销售; 棉花纺织企业将与期货公司联合操作现货期货, 预定指定产地、交割库、品质指标、期货仓单棉数量、联营合作等。

6. 联合棉花期货套期保值, 中良棉业循环阶段经营操作大比例规模数量。

(1) 郑商所棉花期货经营: 2018年度郑商所在新疆设立5家新疆棉花期货交割库, 以新疆为棉花期货交易交割基准地新规则。新年度新疆 500-520 万吨棉花中150-180万吨数量收购加工成仓单棉, 预计新疆棉花企业将逢高期货卖出套保100-150万吨, 纺织企业为120万吨新疆纺织用棉买入保值50-70万吨;

当前棉花期货持仓量仅30万手,折合单边15万手/75万吨; 期棉1901价格14550元,较兵团现货棉价16300-16500元低1100-1300元,但新疆地方棉花纺织企业联营合作期货,逢低买入,逢高平仓,反手卖出,摊平成本,增加盈利较好时机。2018/19年度棉花市场呈现前高、后低、再高发展趋势:

1) 前高: 即每年度5-9月是各年度棉花期货市场的高价期,郑商所棉花期货从5月16日15600元,6月4日1905上涨至19780元的近年棉花期货市场最高价格,此后受国家政策强力调控及中美贸易摩擦影响,棉花现货期货撮合储备进口市场价格持续下跌;

2) 后低: 10-12-2 月新棉上市以来新疆 500 万吨的新棉生产量将加工批次申报棉花期货仓单并卖出保值,对市场价格造成很大压力; 陈棉仓单35万吨须在 1901交割月交割,每吨陈棉仓单时间贴水670元,12月1901保证金将提高至15%、25%; 1901非交割持仓将移仓至1905,进入12月份1901持仓将由现在的32万手递减至10万余手;

3) 再高: 上年度储备棉期末库存530万吨,2018年3-9月储备棉抛储251万吨,9月剩余库存270-290万吨,低于国家储备棉安全警戒线水平; 2019年2-3月抛储100万吨,轮储新疆棉70-80万吨,进口外棉150-200万吨; 春节纺织企业棉花库存即将见底, 2月春节后将进入大量采购补库高峰期。

4) 5-9月是历年期货棉花价格高价期,10-12月则是低价期; 新年度新疆棉花生产量 500-520-550万吨将使棉花企业增加至100-150万吨期棉套期保值,对期货市场造成较大下跌压力,10-12月继续保持期现倒挂状态。

7.中良棉业与中纺棉公司联营合作经营操作: 尉犁县中良棉业、棉花专业合作社、棉花产业联盟融和发展,将取得明显的产销经营模式进展和实质性棉花期货经营实绩效果。近年中良棉业分别从中纺棉公司、保险公司、期货公司等融资贷款、联合经营,开展不同形式多种棉花期货经营操作模式做法。

八、中良棉业继续扩展落实棉花期货现货高端市场综合高效经营模式做法

1. 中良棉业通过期货公司开展期货套保、期转现、基差交易、场外期权;期货仓单质押贷款80%、仓单抵充保证金80%; 酌情仓单回购, 将进行棉花期货现货市场融资多项操作融合运行;将为棉花企业扩展增加20-30%新疆棉花期货市场较大的经营份额比例; 衔接5家新疆交割库、内地19家交割库; 首先联合新疆 6-10 家棉花企业, 运用多种期货操作模式做法, 12-2月分批次操作期货仓单棉; 同步 10月再联合内地纺织企业逢低买入建仓30-60-90%比例,形成买卖双方套期保值3-5-8万吨。

2. 借助郑商所棉纱期货上市, 开展棉纱棉花、现货期货融合经营操作, 将为棉花纺织企业提供棉花棉纱融合经营的新机会: 1) 棉花纺织企业可将增加棉纱期货32支普梳基准交易品种生产量15-20%以上, 为棉纱期货交割提供充足仓单货源; 协助制定企业5-6 个替代交易棉纱品种及升贴水幅度, 信用仓单交易交割模式策略及棉花棉纱期货综合经营操作细则, 确定检验标准、交易交割、期转现、趋势操作、信用仓单、融资贷款、付款结算模式方式, 疏通建立棉花棉纱、现货期货现成购销渠道多种融合经营操作做法, 逢低买棉花、逢高卖棉纱套利; 低价买入32支基准标准级棉纱, 高价卖出自产高支棉纱替代交割; 可融资贷款进行仓单质押贷款85%、仓单抵充保证金80%等业务; 2) 2018年棉花纺织企业与大型企业综合开展棉花棉纱期货仓单5-8万吨。通过期货市场套保为新疆兵团地方6-10家棉花企业代理储存调剂3-6 个月纺织企业政策用棉 2-3万吨。郑商所棉纱期货上市。选定第二、三批棉纱期货厂库作好准备, 在新疆设立6-8家棉纱期货综合仓库和大型企业厂库,联合棉花棉纱现货期货融通操作 100-200 万吨。棉花纺织企业也将主动参与其中, 争取申请成为郑商所棉纱期货交割企业厂库, 每年度逐步增加期货交易交割棉纱5-10万吨。

3. 棉花纺织企业点价模式循环融合转换经营操作2-5-10万吨: 借鉴路易达孚、嘉吉、翱兰跨国公司基差交易、点价模式, 棉花纺织企业新年度尽快健全扩展自有棉花经营点价模式体系, 2018-2020年将为国内新疆棉花纺织企业采购销售或定价点价回购3-5-8万吨新疆期货仓单棉; 连接新疆棉花企业与内地纺织企业广泛刚性需求, 采取定价点价、买卖对接、现货期货、期货期权、基差交易、仓单合作、联合套保、优化回购、仓单串换、融资贷款等多形式经营操作 5-10万吨, 增加高效综合融通收益10-20%;

当期货市场出现300-500-800元的基差交易行情机会，迅速组织采购全部货源数量并50-70-90%比例基差交易套保比例，回避经营风险，分别获取100-200-400-600-800元利润收益。

4. 农业保险+期货期权：参与发改委、财政部、农业部、农发行、中棉协、郑商所、期货公司、保险公司等农业保险加期货期权业务。棉花纺织企业与期货公司联合投标，将选择确定若干家新疆大中型棉花企业、棉花专业合作社等设立2-5个项目，扩展组织实施郑商所“保险+期货”模式；逐步涵盖 100-500-1000万亩植棉面积和 13-60-120万吨新疆棉花，纳入到下三年度国家组织实施保险补贴政策试点范围，享受国家相关优惠补贴，为替代调整改革新疆兵团地方棉花目标价格补贴政策而取得试点经营成效。

5. 保险公司：1) 利用保险公司150种保险服务优势，为中良棉业提供各种资金、农资、租赁等保险服务。保险公司向中良棉花合作社农户发放银行网卡，结合各项现有和待开发保险业务，向中良棉业提供贷款资金及金融保险等联合服务，开展农资地膜、化肥、水电、人工、采棉机、设备、采摘、加工、轧花厂、棉花收购、销售等预贷款、抵押、保险业务，取得较好的实际效果；2) 联合参与2018年郑商所在新疆开展的棉花期货“保险+期货”试点项目；3) 大力推进“五统一”种植管理，推广先进栽培技术。4) 棉花合作社坚持统一品种种植、统一种植模式、统一配方施肥、统一技术管理、统一收购标准的“五统一”管理。统一品种，统一采购种子，落实“一区一品种”种植；5) 根据棉花订单要求和品种特性，合作社选择适用于本地的棉花品种，主推两个品种，自主提纯复壮新陆中22和新陆中46，以新陆中46为机采主要品种，每品种统一地块种植，大力推广机采棉种植；6) 地膜、化肥、农机作业等生产资料统一采购，合作社以低于市场价优惠供给合作社成员，对困难农户，由村委会担保，合作社提供农资保障其生产。合作社提供地膜较市场价每吨低1500元，提供的二铵每吨低450元，提供的种子每公斤低 10元，协调大地块农机作业费比市场价每亩低 10元，46.5元；7) 积极与科研院所的合作，推广先进栽培技术、化肥、农药零增长技术、高效水肥一体化技术、精量播种及绿色综合防控技术。合作社全面推广有机肥施用技术，通过测土配方施肥减少化肥施用，今年合作社土地平均每亩施用生物有机肥40公斤，棉花种子全面拌种包衣，全面实施精量播种和节水灌溉，全面使用0.01毫米厚度以上的标准

地膜，保障采摘质量和地膜回收。推广土地流转整合和规模生产，合作社试点区棉花每亩化肥使用量降低30公斤，土地利用率增加10%。

6. 制定各项棉花期货经营管理规章制度。中良棉业建立、健全公司棉花期货决策、经营、操作、结算、风控体系，制定规范的《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。

总结语：中良棉业点基地经验具有较为广泛的代表性和普遍推广应用意义。它积极试行的轧花厂整厂生产加工经营期货仓单棉模式，棉花纺织产业联盟、棉花专业合作社、农业土地流转整合、与中纺棉公司、保险公司、期货公司、棉花纺织贸易企业等多领域全面联营合作方式、基差交易、点价模式、期转现、保险+期货期权高端高效金融期货等商品市场综合经营模式做法的战略规划落实操作，将为新疆520万吨年棉花生产量、865家棉花企业及轧花厂更加广泛参与棉花期货市场营销并取得初步产销经营收益效果。通过新疆中良棉业棉花期货市场高效经营的战略部署，紧紧抓住中国以及新疆棉花产业多种难得有利的发展机遇，瞄准2018-2020年中国棉花生产量580-620万吨、新疆500-550万吨、每年度20-30万亿元棉花期货交易战略经营规模，2018年之后中良棉业将逐步建成拥有棉花产业先进生产加工科技经营模式，优化现代高效经营增长方式，2018-2020年与新疆大型棉花纺织企业联营合作，开展棉花期

货撮合商品金融资本等高端产业市场高效综合经营 ,形成中良棉业棉花和纺织产销经营战略布局 ,2018-2020 年度经营棉花数量、直接产值，年均利润收益增长 10-16-20%，在全国新疆占有更大的棉花产业市场份额，对新疆棉花产业及期货市场持续稳定高效发展作出更大贡献。

尉氏纺织有限公司棉纱“点基地”报告

摘要

棉花期货自2004年上市至今，已有14年，在帮助棉花产业链企业平抑价格风险、提前锁定经营利润

等方面，发挥了有效作用。随着近年棉花行业格局的变迁、基差贸易的逐渐流行，越来越多的棉花产业链主体意识到期货市场的重要性。

尉氏纺织有限公司主要从事棉纱纺织、销售、经营本企业自产产品及相关技术的进出口业务，被国家发改委列为全国重点支持的纺织企业、河南省纺织服装50强企业、河南省纺织行业重点骨干企业、农业产业化省重点龙头企业。尉氏纺织拥有先进的设备和国内先进的实验室，坚持以科技带动生产的理念，引进了国际一流的生产设备。

本文在对郑棉期货行情、郑棉纱期货行情及棉花市场供需格局加以分析的基础上，描述了尉氏纺织有限公司参与期货的历史及现状，深入研究尉氏纺织运用传统的套期保值、期现套利、跨期套利、棉花棉纱合约间套利等模式，同时分析其套期保值流程、风险控制、人员配置等方面，对公司棉花加工贸易产品、公司纺织产品及套保套利操作加以总结，并对企业如何进一步利用期货市场加以展望。

一、“点”基地企业基本情况

尉氏纺织有限公司（以下简称“尉氏纺织”）是河南省重点纺织企业、省农业产业化龙头企业，全国棉纺织行业竞争力百强企业，固定资产10亿元。拥有20万枚纱锭、2000头气流纺。公司产品注册商标为“威狮”牌，是河南省著名商标。尉氏纺织有限公司地处郑州、开封、许昌三地交界，距郑州国际机场30公里，境内交通便利，日南高速、商登高速、机西高速贯穿全境，紧邻郑州航空港经济综合实验区，区位优势明显。

公司主要生产纯棉和混纺等各类纱、线，具有年产棉纱3万吨的生产能力，市场定位为中高档针织或机织用纱。产品综合指标达到了国家优质产品品质标准，并通过ISO9001质量管理体系认证，实现了公司管理的标准化和规范化。同时公司为BCI（良好棉花）会员单位。产品经河南省纺织行业质量检测中心历次检验，质量均达到2013乌斯特公报25%以上国际先进水平，连年来被评为“河南省著名商标”，在国内有较高的知名度和良好声誉，产品畅销国内20多个省、市、自治区，并深得好评。

公司现有仓库34栋，库容面积35000平方米，可储存原棉3万吨及棉纱5000吨，安全保护设施齐全，室内外消防栓60个，消防水带120具，消防水池10个，及各种灭火器300具。公司下设保卫科并组织有义务消防队，队员100人，公司全体员工及安全保卫人员经多次安全消防培训和演练，有一定的安全消防技能。多次受到市、县消防大队的好评。

图1-1：尉氏纺织棉纱存储仓库

二、棉花市场及企业经营分析

棉花期货自2004年上市至今，已有14年，在帮助棉花产业链企业平抑价格风险、提前锁定经营利润等方面，发挥了有效作用。随着近年棉花行业格局的变迁、基差贸易的逐渐流行，越来越多的棉花产业链主体意识到期货市场的重要性。

本文在分析棉纱纺织领域“点基地”企业利用期货市场管理风险前，先从宏观层面分析棉花期货市场发展概况及棉花供给市场现状。

（一）郑棉期货行情回顾

图2-1：郑棉价格历史走势图

数据来源：wind、海通期货整理

回顾郑棉历史走势，价格水平来看，大致经历了四个阶段。

第一阶段是2004-2008年，棉花市场整体表现平稳，基本在10000-15000元/吨区间内运行。

第二阶段是2009-2012年，棉花市场大涨大跌波澜壮阔。

第三阶段是2013-2015年，棉价从高位回落，逐渐回归理性。2011年为了保障棉花市场供给稳定，我国开启了三年临时收储政策，在保障了棉花供给的同时也导致棉价高位运行，与国际价格脱轨。随着棉价的上涨，棉花种植面积逐渐扩大，产大于需的格局出现，郑棉三年连阴。2014年我国取消临时收储政策改为棉花价格补贴政策，棉花价格更是一泻千里，由最高点20000元/吨下跌到最低点12000元/吨。

第四阶段是2016年-至今，棉价缓慢恢复。在经历了2010-2014年五年的产大于需，以及2014年棉价的大幅回落后，国内棉花市场开始调整耕种面积，2015年呈现产不足需的格局，我国棉花市场进入去库存阶段。2012年棉花需求缓慢复苏，国产纱竞争优势显现，国外棉纱进口趋于稳定，在此期间，我国棉纺织行业经历了去产能、去库存，行业发展也趋于稳定，郑棉触底反弹。

（二）郑棉纱期货行情回顾

图2-2：2017年郑棉纱价格走势

棉纱期货合约于2017年8月18日在郑州商品交易所上市交易，至2018年3月，一直走势平稳，基本维持在22000-24000元/吨区间震荡，在此期间，相比于棉花期货，棉纱自上市以来交投清淡，最初持仓量7700手还尚可，随后逐渐减少，12月份主力合约持仓已缩水至200手左右的水平，随后几无持仓量。从交易量来看，棉纱上市初期曾一度达到将近80000手/天的交易水平，后期逐渐缩减至不到100手/天，非主力合约基本无人问津。从棉纱价格走势来看，主力合约走势保持与棉花期货合约高度相关性。分阶段来看，从2017年8月份上市至2018年3月，棉纱主力合约一直跟随棉花合约小幅震荡，但棉纱波动幅度不及棉花。2018年3月至5月棉纱持仓量依旧低迷，受国内纺织印染成本上涨影响棉纱消费，纱布产销率提升支撑棉纱价格。5月中旬起，棉纱下游需求向好，利润回升，皮棉价格保持坚挺，高品质棉花货源稀少，价格坚挺，纺企生产中高档纱线棉纱价格稳中有涨，同时，期货市场减产炒作，储备棉成交火爆以及现货价格跟涨，激发市场做多热情持仓量逐渐放大，棉纱价格飙升至28500元/吨附近，随后棉纱走势呈下降趋势，至11月中旬跌破23000元/吨。

（三）棉花市场供需格局

1. 全球棉花去库存步伐减缓

（1）2017/18全球棉花产量增加，减缓棉花去库存步伐

2010-2014年，全球棉花连续5年产大于需，全球棉花库存逐年累积，至2015年已是库存高企。国际棉价在经历了2011年大牛市后迅速回落，2011-2015年连续5年阴。随着棉价的回落，2015年全球棉花种植面积调整，加上2012年以来需求的逐渐恢复，全球棉花库存压力逐渐缓解。

2017/18年度全球棉花播种面积增加，加上天气利好提高棉花单产，全球棉花库存再次提升。2017年全球棉花需求依然在缓慢恢复，上半年国际棉价整体偏强走势以及市场对需求较为乐观的态度，带动2017/18年度全球范围棉花播种面积普遍增加。

(2) 全球棉花库存中中国棉花比重下降

2015-2016年全球棉花期末库存不断下降，2017年虽然全球库存有所增加，但全球棉花库存主要集中在中国，刨除中国库存，全球棉花库存水平较低。全球有45%的棉花库存集中在中国，而中国棉花库存大部分集中在了国储库里，视为“关在笼子里的压力”。也就是说，这个压力能否有效释放取决于中国抛储政策，如果抛储供应偏紧，对市场的压力就非常有限，还有可能正向推动市场。

2.国内棉花供给现状

(1) 政策引导棉花种植向新疆地区转移

2014年我国废除连续三年的临时收储政策，改为以新疆为试点的目标价格补贴政策，新疆地区补贴价格定为19800元/吨，补贴价格每年一定（2017年目标价格补贴政策改为三年一定）。内地棉花实行定额补贴，补贴标准按照新疆补贴额的60%执行，上线不超过2000元/吨。目标价格补贴政策降低了棉农种植面临的价格波动风险，新疆棉花种植面积长期保持稳定状态。根据国家统计局数据显示，1986-2014年新疆地区棉花种植面积平稳增长，至2014-2016年基本稳定在19000万公顷左右水平。相比较于新疆，内地农民种植棉花补贴较低，且内地棉花质量天然不及新疆，近年来籽棉市场的收购价格偏低，冲击棉农心理防线，致使内地棉花种植意愿不强。根据国家统计局数据显示，内地棉花种植面积自2004年以来逐年降低，2016年种植面积为154万公顷，与2014年相比降幅达到58.2%。2012年以来，内地植棉面积降幅基本维持在11.5%-18.6%之间。

(2) 我国棉花产量依赖单产增长空间有限

2016年以来我国棉花产量缓慢恢复，根据2017/18年度美国农业部12月份的供需报告显示，2016/17年度我国棉花产量为495.95万吨，同比增加3.41%。2017/18年度我国棉花产量跨越式增长，增幅达到9.89%。虽然近两年来我国棉花产量逐年增长，但同时我们看到，我国棉花产量的增加主要依赖于单产的提高，而棉花种植面积则逐年缩减，特别是内地种植面积近五年基本维持10%-18%的幅度收缩。由于单产受制于技术水平以及天气、田间管理水平等不确定因素，在新疆棉花种植面积增长空间有限，内地棉花种植面积逐年下降的背景下，未来棉花产量的增长空间有限。

图2-3：我国棉花增产有赖于单产的提高

(3) 国储去库存效果显著压力有效释放

中国棉花库存巨大是目前全球棉花市场面临的最大问题，为了消化国内储备库存，中国政府采取了多项措施，如取消棉花临时收储政策，并以直补政策代替；限制棉花进口，采取进口配额制度等，取得了阶段性成果。2014年以来我国棉花期末库存逐年降低，这一方面得益于我国国内棉花需求的恢复，另一方面与我国采取去库存的多项举措重要相关。根据美国农业部供需报告显示，2015年我国棉花收获面积急速下降，从2014年度的440万公顷锐减至305万公顷，且近年来一直维持在300万公顷水平线附近，处于历史较低水平。虽然由于单产的贡献我国棉花产量仍处于较高水平，但消费缓慢恢复以及进口的严格限制，使我国近几年的期末库存有效减少，可以预测随着国储库存的急剧下降将较大的利好棉价的运

行，国储库存对市场压力将有限。

表1：2011年以来收储情况

收储时间	收储价格（元/吨）	收储数量（万吨）
2011.9.1-2012.3.31	19800	313+100（外棉）
2012.9.10-2013.3.29	20400	662
2013.9.10-2014.3.31	20400	630
2015-2016	取消收储改为目标价，目标价分别为19100、18600元/吨	
2017-2019	目标价格由一年一定改为三年一定，目标价格为18600元/吨	

表2：2011年以来抛储情况

抛储时间	抛储数量（万吨）
2012.9.3-2012.9.29	50
2013.1.14-2013.7.31	369
2013.11.28-2014.8.31	265
2015.7.10-2015.8.28	6
2016.5.3-2016.9.30	266

2017.3.6-2017.9.30	322
--------------------	-----

（四）企业生产经营分析

在棉花期货市场发展过程中，市场上涌现出了一批运用期货市场进行风险规避的优秀典型企业，其中，就包括尉氏纺织有限公司（下简称尉氏纺织）。作为市场的先行者，尉氏纺织自棉花期货上市以来就积极关注棉花期货品种，同时也是业内最早进入到棉花期货的经营单位。

尉氏纺织主要从事棉纱纺织、销售、经营本企业自产产品及相关技术的进出口业务。下属2个生产系统，一个棉花加工厂，并在江阴、常州、青岛、宁波、象山、兰溪、绍兴等地设立了八个办事处。公司现有20万枚纱锭，气流纺2000头。被国家发改委列为全国重点支持的纺织企业。河南省纺织服装50强企业。河南省纺织行业重点骨干企业，农业产业化省重点龙头企业。

尉氏纺织拥有先进的设备和国内先进的实验室，坚持以科技带动生产的理念，引进了国际一流的生产设备。精梳比例80%，自动络筒机比例100%。公司全面推选5S管理，开展现场管理考核评比制度，提高现场执行力。实行“精品纱”生产质量管理机制，制订了《产品质量考核办法》，将产品合格率及各工序合格率等质量技术指标，以质量指标考核的形式分解到各分厂，并对质量损失实行责任追究。在原料进厂，生产过程设立过程控制点，重点对原料，关键工序和最终成品进行质量检验，判定，做到了“不合格原料不进厂，不合格成品不进入下道工序，不合格产品不出厂”，关键和特殊工序建立记录台账，保证了质量的追溯溯源。

近年来，棉花价格波动频繁，给企业经营带来巨大风险。作为中上游企业，公司每年在播种季节签订收购订单，订单价格是在国家保护价格的基础上上浮一定比例，但是当市场价格上扬时，许多棉农会通过其他渠道销售棉花，订单履约率不高，收购成本难以控制；而当市场价格偏低时，棉农要求履约，企业为了自己的信誉，又不得不履约收购。这种情况在我们调查的其他企业中普遍存在；而且现在由于

多样化的收购主体存在，常出现抢棉现象，导致企业面临收购成本过高的风险；在储备环节，除了会担心产生一些额外的损失，大量资金的占用也是企业很头疼的问题；在销售环节，如果需求疲软或者国储大量拍卖轮库的话，高价收购的棉花又面临下跌的风险。

三、参与期货历史及现状

在我国期货市场快速发展的过程中，每个企业参与期货都有着“一波三折”的历程，尉氏纺织也是在不断的摸索尝试中不断完善和丰富自己的套保模式，取得了较好的效果。通过多年对于整个棉花期货的运用，对尉氏纺织企业的经营，包括平抑价格风险，锁定部分经营利润，起到很好的帮助。

（一）观望期

作为一家从事棉纱纺织、销售、经营本企业自产产品及相关技术的进出口业务的公司，尉氏纺织有限公司在纺织领域一直保持领先。但在棉花的收购加工储存中面临价格下跌风险，而且在棉纱纺织等销售过程中也面临价格上涨风险，这些都威胁着企业的生存和发展。在不断的对外学习和交流的过程中，尉氏纺织逐步了解到了期货这一规避风险的工具，然而由于对期货市场的认识不够，加上人才缺乏，虽然郑棉期货早在2004年便推出，当时的尉氏纺织只能一边观望一边学习。

（二）尝试期

随着公司决策者对企业利用期货套期保值规避风险重要性的认识，尉氏纺织决定进入期货市场，参与了郑棉期货的交易。

刚刚涉足期货，尉氏纺织对期货市场的利用带有浓厚的投机性质，参与期货过程中盲目进行追涨杀跌，完全没有结合现货市场操作，决策随意，企业也没有固定的风险管理团队，甚至出现高层“一肩挑”

的现象，有一些惨痛的教训。

（三）反思期

经历了郑棉期货的观望与尝试，尉氏纺织领导层认识到期货市场巨大的发展空间，开始重视对企业参与期货的探索。然而受企业对经济环境、期现市场认识不足等局限，尉氏纺织却仍未能抓住2009-2012年郑棉期货史无前例的套保、套利机遇，期间操作畏手畏脚、犹豫不定，最终与棉花的大牛行情擦肩而过。

郑棉期货波澜壮阔的大涨大跌行情之后，尉氏纺织设立专门的部门负责期货业务，首要工作便是分析此次大牛行情始终的缘由，并分阶段做出总结：第一阶段，受2008年爆发的全球金融危机影响，全球经济迅速滑落，新棉种植面积下滑，棉花价格于2008年3月由16000元/吨附近一路下跌至2008年11月11000元/吨以下，郑棉期货与现货基差达到历史极值，此时套保机会已凸显；第二阶段，2008年末棉花开始出现供需紧张，随着全球金融危机蔓延，国家密集出台政策扶持措施，导致市场流动性不断扩大，在资金裹挟下，成就了2010-2011年度棉花市场的波澜壮阔，此时应顺市场趋势敢于投机套利；第三阶段，2010年第4季，全球棉花已逐渐出现产大于需的迹象，作为纺织龙头企业，应敏锐觉察到现货市场库存变化，且棉花价格已达30000元/吨以上，此时期现套保可为企业规避风险。

通过以上总结，尉氏纺织意识到：第一，负责期货的业务部门应将套期保值当做一个系统工程来做，适当时机，参与少量市场投机；第二，要有严格风险控制体系，决策与操作要分开进行；第三，要重视人才培养和引进，提高企业的专业性以及对市场的敏感度，为企业决策提供可行性建议。

（四）成熟期

目前，尉氏纺织立足棉纱纺织领域整体发展趋势，积极利用期货工具降低市场风险和促进棉农种棉积极性；设有专门的期货业务部，参与期货交易交割业务，通过几年的实践操作，逐步建立了自己的套

保流程和风控体系，形成了较成熟的操作模式。

尉氏纺织于2017年取得郑州商品交易所首批棉纱交割厂库，并于2018年10月交割棉纱140吨。尉氏纺织有限公司棉纱交割厂库，于2014年10月申请，2017年8月14批准。棉纱期货不仅是套保，而且还是销售的一种辅助。18年7月陆续在期货上卖出套保棉纱（CY1810）200吨，CY1810交割棉纱140吨。卖出价26660元吨，交割结算价24555元吨，合计交割盈利29万余元。

四、企业利用期货市场的主要形式

（一）传统的套期保值模式

传统套期保值理念是用现货市场和期货市场相反的头寸，用一个市场的盈利弥补另一个市场的亏损，遵循四项原则：品种相同、商品数量相等、时间相近、交易方向相反。其本质是将期货市场当成转移价格风险的场所，利用期货合约建立虚拟库存或将库存跌价风险通过期货市场转移出去。这种套期保值模式是早期尉氏纺织用得最多的。但在实际中，企业也逐步认识到这种套保模式的局限性，它也常常因为基差风险和资金风险等让企业蒙受损失。

（二）期现套利模式

棉纱的期现套利主要是指当棉纱的期货价格与现货之间的基差大于入库、存储、交割等成本时，通过在现货市场上买入现货同时在期货市场上卖出的操作，最后通过交割来终结交易的一种交易方式。从棉纱上市以来，期现走势基本一致，但棉纱期货价格远远高于现货价格，期货的价格波动水平远远大于现货。期现走势的一致为期现套利的提供了保障；同时期货价格的波动幅度远远大于现货为期现套利提供了良好的进出场点。

案例：

2018年5月，在郑棉期货连续上涨，进口棉价格提升的特殊场景下，现货皮棉价格上涨成为必然。同时，经销商补库存的市场行为，使得棉花成交增加，导致棉花价格水涨船高。尉氏纺织根据多年的现货经验判断：棉花价格的上涨，不会持续太长时间，预计上涨持续到6月份之后将会出现上升疲软期，当前应该是较好的卖出套保机会。2018年5月，分别以27985元/吨、27270元/吨的价格共计卖出开仓6手棉纱1810合约，合计30吨。然而随着环保检查越发严格，上游纺织原料价格的暴涨导致下游苦不堪言，对于纺织企业来说是非常不顺利的，有些甚至停产关停。这便使得产能产量低于去年同期，库存也已经消化的差不多了，下游纱线等产品也都在小幅跟进。当时公司在期货盘面浮盈，但公司决策层冷静对待，9月，公司跟进加仓22手，此时共计28手，140吨棉纱1810合约，卖出开仓均价为26660元/吨。10月，公司决定以24555元/吨的价格进行实物交割，实现期现套利。

表3期现套利操作方案及效果

	现货市场	期货市场
18年5月	23400元/吨	卖开仓均价26660元/吨
18年10月	24500元/吨	交割结算价24555元/吨
收益	1100元/吨	平均2105元/吨
效果	期货收益 > 现货收益	

从此次期现套利交易中我们得出：企业可以利用地域优势，调研掌握真实市场情况，在现货市场销售有难度的情况下参与期货交易，既可以保证交易平稳进行，又能够实现一定收益。其次，还要实时关

注册现基差，根据二者基差必然回归合理区间这一理论，当现货与期货基差出现较大偏离时，必存在套利空间

（三）跨期套利模式

棉纱跨期套利主要是指在利用棉纱不同交割期的合约之间价格变化的不一致性即买入价格被低估的合约同时卖出价格被高估的合约，在基差向合理价格回归的过程中获利，其理论基础是内因套利。

以2017/18郑棉期现表现为例，郑棉1801合约以及郑棉1805合约大部分时间贴水于现货，注册仓单交割优势不明显。2017年上半年在国际棉价高位运行下，1709合约期价走强，1801、1805合约相对来说较弱。2017年下半年在全球棉花增产预期强烈，近月合约受供给压力走弱，1801合约承压，1805、1809合约相对来说较强。2017年11月底抛储政策发布，1805、1809合约相对承压，随着1月合约逐渐向现货价格回归，近弱远强格局得到改善，可以尝试买近（1月）卖远（5月和9月）正向套利。进入12月份，1月合约临近交割，偏弱预期反应在1805合约上，可以考虑卖近（5月）买远（9月和1月）反向套利。3-5月份旧作进入青黄不接期，抛储供应偏紧，5月合约偏弱走势得到改善，可以尝试买近（5月）卖远（9月和1月）正向套利。

图4-1：05-01合约价差走势

图4-2：09-05合约价差走势

（四）棉花、棉纱合约间套利模式

棉纱期货推出后，棉纺织产业链价格联动性增强。棉纱和棉花价格之间具有很强的相关性，但棉纱是棉花的下游产品，相比于棉花价格波动稍显滞后。以棉纱上市前半年为例，从棉纱-棉花合约间价差走势来看，棉纱与棉花合约间价差波动经历了下跌-回升两个阶段。从2017年8月份棉纱上市到2017年9月份之前，价差收窄，主要原因在于棉花价格上行，但棉纱价格上行的幅度不及棉花。2017年9月份之后，棉花价格下跌，但棉纱价格的跌幅不及棉花，导致纱花价差扩大。

图4-3：棉纱-棉花主力合约价差走势

图4-4：CY801-CF805价差走势

五、企业参与期货的风险控制

（一）套期保值流程及风险控制简介

企业的套期保值流程包括需求分析、策略制定、策略执行、风险控制以及效果评估等五个环节。企业要对这五个环节严格控制，建立流畅的套保制度和流程，保证套期保值能够顺利进行。尉氏纺织在实践中不断完善着自己的套期保值流程和风险管理系统。

第一，选择方向。根据不同的时段规避价格上涨或者下跌的风险，公司的总经理室对套保的方向进行选择。

第二，套期保值策略和方案的制定。公司期货部根据市场供求变化、企业经营状况以及对期现价差

走势进行的研究，按照“循序渐进、结合实际、控制仓量”的原则进行，集体讨论表决后制定出具体的套期保值交易方案。

第三，套保方案的执行。套期保值策略制定后，公司电子商务部（主管期货交易）、财务部门和生产销售部门就必须严格按制度和策略执行。

第四，套保风险控制。尉氏纺织建立了一套较为严密的风险控制体系。首先是保证公司的所有期货参与人员有充分的风险意识，因此，尉氏纺织经常对期货参与人员进行风险意识的培训，使得风险意识牢固树立在期货参与人员的脑海；其次是在各个环节建立起定期风险评估、处理制度，及时正确处理已经发生的风险，将风险造成的损失最小化；第三是随时与财务保持沟通，了解现金流和以及从生产销售部门了解采购安排，以便风险出现时决定套保头寸是否平仓对冲和还是实物交割。

第五，套保效果评估。期货部位与现货部位各自平仓了结和采购或销售的价位、数量进行双向核算评估，算出因为期现基差的变化带来损益。套保评估的核心在于期货平仓价格减去建仓成本得出平仓盈亏，而现货采购成本核算，是否增加，增加多少，两者进行对冲，以核实控制的采购成本。看两者孰多孰少，就可以判断套期保值的效果。

（二）人员配置及相关职责

在人员的配置及相关职责方面，尉氏纺织是这样做的：

第一，在公司的管理层中有一位主管生产经营的副总负责整体的期货经营工作，以便切实将期货交易融入到生产经营活动中。

第二，设置一名专业的风控人员，同时确定一名会计人员作为风控辅助专员，风控专员直接对管理层负责，主要的任务是实时的监控期货交易情况，在发现风险后及时采取既定的风控解决方案，并随时向管理层汇报相关情况。

第三，设置了专门的期货交易人员，交易员每天对行情有个简单的分析和研究，制定交易计划，适

时按总方案调整好持仓头寸，执行好拟定的计划，发现问题及时上报和快速处理。同时，期货人员的交易情况必须获得管理层的授权，并制定好严格的制度对其行为进行约束和规范，以防范可能出现的人为风险。同时还制定了相应的风险防范措施，以便在发生风险后及时作出处理。

第四，财务部将每一笔的采购、销售情况和业务人员进行及时沟通，以便业务人员能够及时了解生产成本，并在合理的价位对产品或者原材料进行期货套期保值。会计人员在此过程中承担着重要职责，一方面，他们需要对公司的生产销售情况充分掌握，尤其需要掌握公司现金流情况，另一方面，他们也承担着一部分风险控制的职责，及时了解期货人员的期货交易情况，一旦发现风险，会及时向有关负责人汇报，以便及时作出应对措施。

六、利用期货的心得及体会

（一）期货市场对产业的扶持

棉纱期货的推出对于提高棉农市场意识，优化产品结构，形成统一的收种机制，提高棉纱生产的集约化、规模化和标准化，为农民、农村经纪人、企业提供套期保值工具，为国家宏观调控提供参考信息、企业扩大种植规模、延长企业加工链、提高竞争力等方面，具有十分重要而深远的意义。

首先，棉纱期货能优化产业结构，提高棉农种棉效益。期货市场能合理配置社会资源，提高农业生产效益，完善的农产品期货市场为农产品价格提供了指导，种棉户可以根据价格信息预先合理安排种植品种、种植面积，充分利用现有的土地资源。期货市场还能有效推进产业的集约化程度，扩大棉花种植规模，有了棉纱期货，广大种棉大户、农业生产企业能更大胆地承包更多的土地进行棉花种植，打造真正属于自己的生产基地，确保棉源及品质，提高企业竞争力。

其次，棉纱期货是棉纱纺织企业扩大生产规模、控制经营风险的有效工具。实现棉纱生产的稳步发

展,健康的棉纱生产企业必不可少,对于很多棉纱加工企业来说,面临最大的问题就是棉花的价格风险。

而棉纱期货能有效地对棉纱进行套期保值,稳定生产预期,降低经营风险,解决企业的后顾之忧。

第三,棉纱期货可以提高企业资金利用效率。棉纱生产企业普遍资金紧张,需要提高资金利用效率,节约资金成本。期货市场的保证金交易制度,意味着企业只需要用10%的资金就可以确保未来的现货,提前锁定收购成本,这是现货市场无法实现的。此举不仅有效规避了市场风险,还盘活了企业资金。此外,企业的注册仓单除用作保证金外,还可向交易所及金融机构质押,在期货市场上投入的资金仍有流通性,企业资金流转加快,效率提高。

第四,棉纱期货可以帮助国家加强宏观调控、保障棉纱安全。由于期货价格信息的权威性、连续性、透明性和预见性,通过期货市场,国家可以预先知道某种商品未来的价格走势,从而可以正确地制定或调整政策,使宏观政策能够及时、有效地发挥作用,在宏观调控中保持主动;棉纱期货有利于弥补现货市场的不足,完善棉纱价格形成机制,提高棉纱市场体系的运行效率与资源配置能力,促进全国统一棉纱市场的形成;棉纱期货可以有效改善储备棉轮换、弥补现货吞吐调节的不足。总的来说,发挥期货市场对于棉纱生产和流通的影响、以市场的力量来保障棉纱安全是一条很现实且很重要的途径。

第五,棉纱期货有利于我国争取棉纱市场定价权。大宗原材料缺乏定价权,使得国内企业在国际市场上处于非常被动的局面。例如,由于石油、铁矿石等大宗原材料我国没有定价权,因此我国的石油、钢铁工业长期受制于人。中国作为棉花的主产地和主要消费地,在取得国际市场棉纱的定价权方面具有独特的优势。伴随着我国农业产业化,生产效率提高,产能提高,中国未来可能会成为世界棉纱主要供应国,参与国际市场竞争。无论作为棉纱的消费大国还是出口大国,取得棉纱市场定价权,对于国家和企业都有重要意义。棉纱期货作为我国期货市场的一个特色品种,有利于我国棉纱市场取得国际市场定价权,棉纱期货一旦取得国际定价权,势必会对其他农产品以及整个商品期货取得定价权起示范作用,也为增强中国期货市场在国际市场的地位起到积极的推动作用。

（二）尉氏纺织经验总结

总的来说，尉氏纺织在棉纱期货市场进行成功套期保值的经验，可从以下两个层面加以总结：

1.经营、套保套利层面

（1）对于公司棉花加工贸易产品，当资金充足，尽量选择避开春节前的销售高峰期，等待每年3月前后价格出现一定上涨后销售，或选择在期货市场价格上涨后销售。

（2）对于公司纺织产品，随用随买的采购模式将不再适用，低库存将很容易受制于棉价短期上涨，在当年年底至次年年初这段棉花集中销售期逢低补库，或在期货市场建立全年采购虚拟库存。

（3）利用期货市场进行套保套利操作前，需对每年棉价区间震荡从政策及市场等多方面加以判断。如政府抛储前可以逢高介入空单为主；抛储展开后，逢低介入长线多单。待每年新花上市后，逢高空单介入。

2.管理层面

（1）人员保障：公司成立专门的期货职能部门，设立总经理领导下的期货部，配置专业的人员，负责分析、交易和交割，分析研究、交易操作和风险控制实行人员分开，保证各项期货业务的顺利开展。

（2）资金保障：公司有雄厚的资金实力，能及时调拨资金运用到期货交易中，保障了期货交易的正常运行。

（3）制度保障：公司内部制定了严格的期货套保管理条例，严管投机以及超额套保行为。

（4）研究保障：海通期货为公司提供及时的信息服务以及行情分析方面的参考意见，使公司在把握现货市场价格的基础上对期货市场行情的变化也能及时把握，有利于发现套期保值或套利的机会。

七、企业进一步利用期货市场的展望

对于尉氏纺织后期的发展计划，领导层有清晰的思路：

第一，公司将进一步加强棉花种植建设，依托政府推进、运用行政架构实现公司与合作社、合作社与棉农的契约化管理。

第二，公司将进一步加大建设现代仓储设施、加工设备投入，扩大经营规模，提升棉花收储、精深加工能力。

第三，公司将进一步提高期货部软硬条件配置，引进高层次人才，密切与郑商所、期货公司联系，提升驾驭期、现货市场能力，运用期货工具为企业发展发挥战略支撑作用。

第四，公司将进一步推介棉纱期货，将期货理念引入到棉农，用先进的理念引领农民种棉，积极组织更多基地棉花合作社、棉农进行棉纱期货套保交易，促进农民增收，推动本地期货交易发展。

第五，在期货市场风险管理这块，公司也有新的思路：一是公司将继续规范总经理领导下的期货部，使其发挥其应有的职能；二是公司将进一步促进和海通期货有限公司的合作，充分利用海通期货在棉纱期货方面的研究实力。

第六，汲取棉纱期货入库和交割方面的经验教训，更灵活的运用期货这一工具。将套利、套保各项功能形成程序化的模块，以更及时的发现机会和监控风险，包括各种价格的监测、套利和套保机会的提示、动态风险的监测等。

重庆红蜻蜓——凯欣粮油有限公司

菜系“点基地”报告

一、企业背景概况

重庆红蜻蜓油脂有限责任公司是重庆粮食集团的骨干核心子企业，是集粮油购销、仓储保管、生产加工、市场营销于一体的国有大型粮食企业。公司注册资本3.4亿元。近年来，重粮集团一直致力于推进粮食行业供给侧改革，积极响应国家号召实施“优质粮食工程”。红蜻蜓公司作为重粮集团实施“中国好粮油”行动主要载体，以“增品种、提品质、创品牌”为目标，充分发挥西南地区最大的国有骨干粮食企业引领、带动和示范作用，围绕科技攻关开发优质粮油产品、建设线上线下销售渠道、多渠道全方位宣传“中国好粮油”产品、夯实基础设施建设等开展“中国好粮油”行动。

2016年底，红蜻蜓公司成功获批国家菜籽油交割仓库资格，依托交割库优势，确立了红蜻蜓公司在西南地区菜籽油品种的主导地位。为公司抢占市场先机，增加收益打下了坚实的基础的同时，也为西南地区菜籽油产业健康发展做出应有的贡献。

凯欣粮油有限公司是重庆红蜻蜓油脂有限责任公司子公司，注册资本5000万元，是经营、打造“红蜻蜓”品牌的主要载体，公司拥有油脂、油料专用装卸码头及趸船；铁路专用线；地方储备油专用库，罐容达到10多万吨；8000多平方米的小包装油品库房，总库容为20万件小包装油品；1#、2#全封闭灌装车间，灌装线15条，日灌装小包装油品达1000吨；日产400吨的先进油脂精炼成套设备，并且拥有全面的油脂油料质量检测技术。

红蜻蜓拥有主要产品有“红蜻蜓”牌菜籽油、大豆油、调和油、花生油、芝麻油、葵花籽油、玉米油、橄榄油、花椒油等油品。“红蜻蜓”商标荣获“重庆市著名商标”称号，其产品荣获“中国名牌商品”、“消费

者满意商品”、“放心油”等称号。其“红蜻蜓一级菜籽油”自1997年起至今，被评为“重庆市名牌产品”。

红蜻蜓、凯欣粮油公司坚持从点滴做起，以市场为导向，积极作为、奋发有为、注重创新。在做优、做强、做大品牌上下功夫，不断提升企业核心竞争力，为企业实现可持续发展注入新的生机和活力。

二、期现结合业务模式和管理机制

（一）“买入套保+期转现”及锁利的凯欣套保模式

凯欣粮油全年油脂购销总量在30万吨左右，需要面对国际和国内市场的风险，郑州商品交易所上市菜籽油交易品种以来，企业在经营实践中不断摸索出“买入套保+期转现”的低价采购模式及卖出套期保值锁定销售利润模式，通过利用期货工具控制采购成本、锁定价格风险，实现企业盈利。

1. “买入套保+期转现”完成低价采购

凯欣公司主打包装油业务，直面终端市场，经营的红蜻蜓菜籽油小包装2017年在重庆地区市场占有率达30%，企业作为市场中天然的多头，为降低采购端风险，保证采购成本在全年预算范围内，需长期持有期货多头，以满足公司正常生产需求。加之母公司红蜻蜓是郑商所指定菜籽油交割库，交割库自获批以来，年仓单注册注销量稳步保持在6000-7000张，因此凯欣粮油利用这一优势采取期转现的方式进行备货已经成为公司重要的采购手段。通过这种形式，不仅降低了采购环节的风险、资金占用成本，也让生产经营工作更加高效的开展。

2. 卖出套期保值锁定销售利润

公司结合当期库存情况，计算仓储和资金利息成本后，在菜油期货进行相应的卖出套期保值。或者，当行情看跌趋势不太明确，而期、现价格又无法同步正套时，可用卖出近月同时买入贴水远月期价的跨期移仓操作方法（形式上做好远月的期现交割准备），如此重复滚动操作直至行情价格反弹即实现最终盈利。当然如果行情趋势看涨就尽量少套甚至不套远月期货合约。

（二）管理机制

凯欣粮油参与期货的管理机制主要包括参加期货交易的组织结构、风险控制机制和财务管理三大部分。组织结构包括决策部门、期货交易运作部门和风险控制部门，而且将三者适当地分离。风险控制包括交易计划监督、交易过程监督、交易结果监督。财务管理包括控制公司参与期货的总资金和总规模，建立风险准备金制度和对企业期货套期保值的财务评价。

1. 组织结构设计

组织结构设计的原则是决策机构和执行机构分离，以保证套保方案的严格按计划执行。凯欣设置专门的部门和人员进行市场分析、交易策略设计和期货市场操作。具体如下：

总经理室：公司最高管理人员组成的决策机构，成员包括总经理、分管采购和销售的副总、财务总监。并且，由分管采购和销售的副总来分管期货部，职责是制定指导性年度保值策略；提出保值总量和方向；审批期货部提交的年度、阶段性期货保值交易方案；定期召开市场分析会，根据采购销售情况以及市场行情调整保值策略。

财务部：协助期货部制定期货保值交易方案；提供资金支持；不定期抽查期货保值交易方案执行情况；财务监控。

期货信息研究小组：负责期货和现货相关信息的收集、整理、总结；分析生产经营数据。

期货运作决策小组：拟定年度、阶段性、每日的保值交易方案；对期货运作交易小组下达交易指令；跟踪行情走势，检查交易执行情况；定期总结和反馈每日和阶段性的行情、交易情况以及保值方案执行情况。

期货运作操盘小组：严格执行交易指令；整理、保存交易记录，及时反馈交易结果。

图1 公司期货管理组织架构

2. 风险控制机制与流程

凯欣粮油参与期货交易过程中始终把风险控制放在重要的位置，并建立起严密的风险控制机制。如下表所示。

表1 三级风险管理

第一层风险管理	第二层风险管理	第三层风险管理
公司总经理室 成立期货监督委员会	财务部 从财务方面监督控制风险	期货交易部 自身控制风险
制定公司期货交易管理条例 制定期货交易人员管理条例	每天检查期货交易的记录 持仓财务监控	期货行情分析小组定期分析期 货头寸风险、运作策略以及操 盘小组实施情况

通过以上严密的风险控制机制，可以从由总经理室领导的期货监督委员会、财务监督以及期货交易部三个不同角度对公司的期货业务风险进行控制。如果单独由某个环节出现的风险事故可以被其他机构及早发现，则可避免决策制定的独断性，保证资金风险控制的严密。

除了有严格的风险控制机制，凯欣粮油还规定了参与期货的业务流程，从流程方面控制期货交易的风险。

第一步，交易计划监督。由期货运作决策小组在分管采购及销售副总的指导下，根据企业生产、经营、利润目标以及当前市场行情环境，制定适合本企业经营发展目标的交易计划。交易计划制定后应提交财务部及总经理室进行可行性审核，以求目标利润最大化和经营风险最小化。

第二步，交易过程监督。套期保值交易是一个动态的交易过程，每时每刻行情都会发生变化，这就要求从事保值交易的操作人员能灵活运用期货知识，及时调整交易手段，建立每日定期报告制度，将每日交易状况及时通报主管部门，主管部门也应不定期检查套保交易情况。

第三步，交易结果监督。针对套保业务特点，企业主管部门应定期对企业所有的交易过程和内部财务处理进行全面复核，以便及时发现问题、堵塞漏洞。事后监督应覆盖交易过程的各个领域，建立必要的稽核系统，保证交易活动的真实完整性，防止差错、虚假、违法现象发生，对违法违规操作应及时更正，并对相关人员进行处分。

3. 财务管理

凯欣粮油同时也从财务管理方面对公司期货业务进行风险监控，主要包括以下几方面：

第一，控制期货交易的总资金和规模。

根据凯欣粮油的实际生产、经营情况控制参与期货交易的总资金，保证其建立在采购、销售总量基础之上，单笔最大亏损额度和总亏损额度应该在公司财务承受范围之内。

第二，建立风险准备金制度。

对于长期参与期货交易的企业，短期内的盈利和亏损都很正常，单个季度或单个年份可能出现比较大的亏损或者盈利，尤其是像凯欣粮油这样大量长期套保的企业，不能避免行情的大幅波动。因此很有必要建立风险准备金制度。当出现较大的盈利时，就将本年度的盈利存入风险准备金中，当出现较大亏损时，就从风险准备金中划出一定资金弥补，这样就可以保持公司财务的稳定性。

第三，如何评价企业参与期货交易效果

凯欣粮油参与期货业务的财务评价主要从以下三个方面来考察：一是风险控制是否在限定范围之内；二是期货交易和现货交易应该一起核算；三是应该从相对较长的时间来判断，一般在一年以上。

另外，在会计核算中，企业期货套保头寸可以视为被套保项目的附属行为，期货头寸的盈亏应作为被套期保值项目账面价值的调整，在同一期计入损益。这样，二者对损益影响的相互抵消将使套期保值“锁定成本或收益”的经济实质得到反映。因此，凯欣粮油在现行会计制度的基础上增设以下账户：资产类：期货保证金，下设“套保合约”和“非套保合约”二级科目。损益类：递延套保损益。

表2 会计项目核算

会计科目名称	会计核算内容
期货保证金	核算企业向期货公司划出和追加的用于办理期货业务的保证金
套保合约和非套保合约	核算企业进行套保业务和非套保业务（投机或套利）买卖期货合约所占用的资金
期货损益	企业在办理期货业务过程中所发生的手续费、平仓盈亏

递延套保损益	企业在办理套保业务过程中所发生的手续费、结算盈亏
	手续费、结算盈亏

在套保业务过程中，通常有三种可能：一是企业对应的现货交易与期货交易同时完成，则套保平仓损益计入当期损益，与现货头寸一起核算。二是企业对应的现货交易尚未完成，套保合约已经平仓了结，则套保平仓损益应计入递延套保损益，待现货交易完成再一起核算。三是现货交易已经完成，期货合约应该立即平仓，若未平仓则变成敞口投资头寸不能将其损益按套保处理。

三、业务案例介绍

（一）“买入套保+期转现”完成低价采购

案例背景：2017年4月，凯欣公司根据当期菜油实物库存以及现货在途情况，结合销售进度，估算头寸可维持到9月底，公司希望提前做好四季度备货的规划。如果在8月前直接与供应商签订现货基差采购合同，当期资金占用较大，在不到1个月的点价期内难以精确把握行情点位，同时还需要考虑物流环节的时间成本，总体来说业务操作较为被动。因此，企业选择采取买入套保方式备货。

分析过程：由于菜籽产量连年下降，使得国产新季油菜籽收购价格处于较高水平，浓香型菜油价格也表现独立性行情。加之国储菜油所剩无几，前期已竞价销售完毕的临储菜油主要集中在益海、中粮等少数大型粮油企业手中，判断未来市场大量散装临储菜油供应量较少，9月后国产菜油将成为稀缺资源。同时在美国原油价格上行，美豆反弹提振的背景下，国内菜籽油提货速度加快，导致菜籽油库存逐步下降，两广及福建地区菜籽油库存降至9.35万吨。根据供需结构判断菜籽油整体库存将会回落，价格下跌

空间不足。并且5月底菜油09合约价格下跌至阶段性低点6002元/吨，盘面给出建仓空间。

买入套保操作：在OI1709上逐步建立多单，从6月15日开始逐步建仓，至7月28日完成建仓共1000手多单，持仓均价在6460元/吨。

图2 菜籽油价格走势及买入套保

凯欣粮油在做好风控、严格止损的前提下，最终基本实现了锁定采购成本在全年预算范围内。但这仅仅是第一步，而第二步就是将期货头寸转变为现货。传统的操作是与供应商签订基差合同，点价的同时平仓期货多头头寸，最终期现统一结算确立现货成本，而这种形式必然因为物流环节的存在产生风险以及增加采购成本（物流周期的资金占用等）。而由于母公司红蜻蜓作为郑商所交割库，9月仓单量可以保证接近2000张以上这一优势，采取提前期转现的形式进行现货采购更为高效。

期转现操作：8月15日凯欣公司与卖方商定，将1000张期货头寸实行期转现操作，双方以6800元/吨的协议价格平仓期货头寸，期货账户实现利润340万元。仓单注销后，期现统算现货成本在6660元/吨，

将采购成本控制在年度采购预算范围内。通过期货市场的保值措施不仅为企业在采购原材料时降低了成本，还规避了物流环节,业务开展更加高效，同时最大限度地降低了资金占用成本，提高了资金周转率。

表3 “买入套保+期转现”盈亏表

时间	期货操作	期货价格	现货操作	现货价格
6月15日-7月28日	买入开仓 1000手	6460元/吨		6625元/吨
8月15日	协议平仓 1000手	6800元/吨	现货按照7000元/吨的价格采购10000吨，期现折算采购均价6660元/吨	6900元/吨
期货总盈亏：净盈利340万元			采购成本：现货采购平均节省240元/吨	

（二）卖出套期保值锁定销售利润

案例背景：2018年5月中旬，因中美贸易战持续发酵，油脂行情大幅波动，菜油1809合约大幅上涨，5月31日上冲至7147元/吨，凯欣粮油结合当期5000吨左右现货库存约6650元/吨的成本，结合持仓至9月的交割成本计算（其中包含仓储成本、资金及入库费），9月的现货成本为6855元/吨，由于红蜻蜓交

割库含有200元/吨的升水，则盘面仍会给出较好的利润，因此凯欣粮油及时制定卖出套保方案锁定盘面销售利润。

表4 交割成本估算

持仓成本	时间	金额
仓储成本1元/吨·天	90天	90元/吨
资金占用成本1元/吨·天	90天	90元/吨
入库费		25元/吨
总计成本增加205元/吨		

风险控制：考虑到可能出现极端行情，执行部门也提前作好预案，一旦触及止损点位将立即平仓，避免出现期货账户浮亏、风险度突破内部制度规定而产生的风险，后期再等待更好的进场机会出现。

卖出套保操作：公司于6月8日完成400张均价约在6900元/吨左右的OI1809空头头寸建立，交付价格为空单持仓价格+升贴水，即6900+200=7100元/吨。8月6日由于销售合同签订，期货盘面进行平仓操作。期货空头头寸最终平仓均价约为6600元/吨，现货销售成交均价约为6500元/吨，期现合计算每吨盈利约150元，共计盈利60万元。

表5 卖出套期保值盈亏表

时间	期货市场	现货市场
6月8日	卖出开仓400张，均价6900+200元/吨	现货成本6855元/吨

		(6650元/吨+205元/吨)
8月6日	买入平仓400张，均价6600元/吨	现货成交6500元/吨
期现盈亏	期货盈利500元/吨	现货亏损350元/吨
盈亏合计	期现合计共盈利150元/吨，共计盈利60万元	

从经营的角度看，凯欣公司的大部分菜油头寸用于包装油，全年用于贸易的量较少，但在盘面给出了较好锁定利润机会的情况下，企业完全可以通过上述的形式，做大规模。

总结：从上述案例可以看出，无论行情上涨下跌，企业都可以在结合自身经营情况的前提下，采取买入或者卖出套保的操作模式，锁定采购成本或销售利润，通过期货市场对冲经营风险，拓展业务模式。同时，因为红蜻蜓交割库的存在，不仅凯欣公司，还带动了重庆及周边地区经营菜油业务的企业进行期现操作，使整个产业更加充满活力。

四、参与期货的体会与展望

（一）探索实践过程中的心得体会

凯欣粮油通过在期货市场上结合现货经营进行原料的点价、套保、套利操作，有效地规避了现货经营的风险，锁定销售利润。同时，红蜻蜓交割库的设立，也给企业的经营及期现操作带来了很大的便利与优势。另外，结合期货公司开展的现货业务，将进一步提高资金的使用效率。凯欣粮油在利用期货市场为现货经营服务的过程中，总结出有特色的凯欣模式。凯欣粮油在探索实践的过程中也有不少心得体会，归纳如下：

第一，有效降低原料采购风险。在采购原料时，除了一口价及点价买入菜籽油，还可以通过国内期

货菜籽油来锁定原料采购价，有效规避了生产经营中原材料价格上涨的风险。

第二，有效锁定销售利润，增加了现货销售渠道。确定菜籽油的销售价格，在期货盘上抛出，届时既可平仓销售现货，也可以利用交割厂库直接通过期货上销售仓单。

第三，有效提升企业内部管理效率。充分利用郑商所设置在母公司红蜻蜓的交割仓库条件，使凯欣粮油有效解决了部分产品因远销外地所带来的物流配送压力，同时也因仓库的设立而带动了凯欣粮油企业内部管理的进一步提升。另外，企业在参加期货交易过程中对流程、风险的控制也提升了管理效率。

第四，郑商所在红蜻蜓设立菜油交割厂库，大大提高了品牌在行业内的知名度，凯欣粮油将以此为契机并鞭策自己把各项工作做得更好，更好的服务广大客户、更好的维护企业声誉、更好的遵循交易准则。

（二）进一步利用期货市场的设想

总结过去，展望未来，凯欣粮油在使用现有的期货操作模式的同时，也在积极地思考如何能进一步利用金融市场工具提升企业的经营效率，不断升级凯欣模式。这里提出几点展望：

第一，优化套保、点价模式。在现有的套保、点价模式上，凯欣希望以后能做得更精细，更好地把握菜籽油期货与现货上的波动。

第二，提升套利模式。在原有基础上，在实践中进一步推进菜籽油的跨期套利，完善凯欣模式。

第三，利用期货公司现货业务平台，进一步盘活资金。鉴于凯欣母公司交割仓库优势以及天然买方身份，可以一方面加大仓单渠道销售现货的力度，同时根据自身资金流转需要用所持注册仓单向期货公司或银行进行短期质押融资操作，从而在一定程度上缓解了企业的经营资金压力并为企业应对市场的突发行情而预留了筹措资金的备选方案。

第四，希望交易所早日上市期权品种及相关衍生品种，企业能更有效地利用金融工具组合拳促进现货经营。凯欣粮油十分支持、期待郑州商品交易所上市期权的计划，希望能早日上市菜籽油期权及相关

品种，更好地指导现货实体企业的发展。

综上所述，凯欣模式是根据自身状况特点，结合郑商所现有已完善的交易品种，最终实现风险规避、锁定利润而设计的一套系统性操作模式。

路易达孚（中国）贸易有限责任公司

白糖“点基地”报告

一、路易达孚中国公司概况

路易达孚集团，全球四大粮商之一，成立于1851年，至今已拥有167年的历史。作为全球大宗商品贸易及农产品加工等行业领导者之一，路易达孚已经在全球主要粮食产地和交易地都设立机构，在50多个国家设立分公司，业务遍及100余个国家，在全球范围内种植、加工并运输的商品达8100万吨。

路易达孚不仅是全球最大的油脂贸易商，最大的棉花贸易商之一、其食糖和咖啡贸易业务分别位居前五和前三，也是全球三大果汁供应商之一。路易达孚的多元化业务中，还包括大宗国际贸易，以及涵盖债券、金融业等多个板块。2017年集团净收入达到430亿美元。

聚焦食糖业务，集团食糖贸易位居全球前五，在全球拥有16个贸易中心，包括日内瓦（总部）、威尔顿、萨凡纳、圣保罗、德里、北京、迪拜、莫斯科、雅加达等等。此外，在亚洲、北美洲、南美洲还拥有十余家加工糖厂及制糖厂，精炼加工能力达120万吨。2018年，集团从巴西、欧盟、泰国、中美洲采购了约300万吨原白糖。同年向亚洲、独联体、中东、非洲、印度次大陆销售了约400万吨的原白糖。

1994年，路易达孚在上海自由贸易区建立了第一家公司，开始了路易达孚在中国的发展历程。1995

年，公司在北京设立了代表处，有7名员工。目前，路易达孚（中国）贸易有限责任公司（以下简称“路易达孚中国公司”）已成为涵盖食糖、棉花、油籽油料、谷物等业务的多元贸易商，分别拥有1家加工糖厂、4家榨油厂、1家苹果汁生产厂，其中加工糖厂位于福建省，能够满足当地以及外籍顾客的需求，满足中国对高品质精制糖日益增加的需求。

二、经营中面临的风险分析

作为集食糖进口、加工、贸易为一身的多元业务企业，在生产经营过程中，国内糖价波动风险、国际糖价波动风险、政策及宏观风险等都可能影响企业经营效益：

（一）国内、国外糖价波动风险

作为国内白糖市场中主要的大型贸易商之一，白糖价格的变动将直接影响公司采购与库存货值的变动，进而影响最终收益。其中，由于公司在经营活动中需要保持一定的库存，在白糖价格下跌时，潜在货值将面临亏损。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。因此，国内白糖价格的走势是路易达孚中国公司在进行现货贸易中面临的主要风险。但是白糖价格由于受到天气、政策、消费等多种因素的影响，波动较大。从2006年白糖期货品种上市至今，主力合约月度波动率曾多次达到20%以上。因此，公司需要利用期货市场，通过基差交易进行风险规避。

图1. 郑糖主力合约月度波动率

另一方面，由于路易达孚中国公司拥有食糖进口加工的业务需求，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，公司还需要利用期货市场进行套期保值，锁定进口利润，防范价格波动风险。

（二）政策及宏观风险

不论是国内糖价还是国际糖价，政策都是其主要影响因素。对于国内糖价来说，从最早期的各省区制定甘蔗收购指导价，影响国产糖种植，到国储糖为了调节市场供需，进行的每一次收放储，都会对糖价短期和长期的走势带来影响。近几年政策对价格的影响愈发加剧，2014年11月1日开始，政府为了防止国际糖价连续下跌对国内产业造成太大的打击，开始实施配额外自律进口，导致内外盘价格走势出现背离。2016年9月22日，商务部宣布对食糖进口展开贸易救济调查，市场预期配额外关税将从50%大幅上调，国内糖价大幅上涨，内外糖价走势再次背离。目前，市场关心的直补、抛储等政策动向仍是未来影响白糖价格走势的关键因素。但政策的动向比基本面更难以预测，也更需要路易达孚中国公司利用期货市场来规避该风险。

图2. 国内外食糖价差走势相关性与政策的关系

不仅国内市场如此，国际糖价同样受到政策的左右。作为全球食糖主产国的巴西、印度和泰国，与中国类似，都制定了一些影响食糖市场供需的政策。例如印度，虽然目前国内库存已创下历史极值，糖厂欠款高企，但政府为了获得蔗农的选票，继续提高甘蔗收购价，破坏了市场对供应的调节，也成为目前国际市场最大的供应压力之一。另一主产国巴西，虽然本国的白糖政策相对自由，但是对汽油与国际原油价格联动的管控以及国内乙醇政策的变动都会间接影响国内食糖产量。此外，巴西、印度和泰国都是全球食糖市场的主要出口国，其货币汇率的变动都将对其本国的出口成本带来直接影响。而近几年，随着市场宏观风险加剧，这几个国家的汇率波动也加大。如巴西的雷亚尔，2018年初，美元兑雷亚尔在3.2左右，但在美元强势升值、新兴市场频频爆发风险的情况下，9月份雷亚尔贬至4.2，贬值幅度超过30%。随后，巴西选举传出利好消息，雷亚尔止跌反弹，10月一整月美元兑雷亚尔从4.0477跌至3.7218，雷亚尔升值幅度为8%。在此期间，国际原糖主力合约价格上涨了18%。由此可见，宏观风险波动十分剧烈，对糖价影响较大，需要企业做好防范工作。

三、参与期货的历史与现状

（一）参与期货的历史

路易达孚是利用期货市场对冲风险的开创者。1883年英国利物浦谷物交易协会成立，允许开展谷物期货交易。和当时大多数谷物贸易商一样，路易达孚从俄国黑海地区进口谷物到利物浦港口。路易达孚率先在期货市场卖出和现货同样数量的谷物期货合约以锁定销售价格风险。稳定的利润使得路易达孚敢于开展大规模的现货贸易，并在短时间内迅速扩张，成为19世纪谷物贸易的领先者。

上世纪70年代，路易达孚开始横向多元化发展，即将谷物贸易的期现一体化理念和模式复制到其他

商品领域，包括棉花、大豆、石油和天然气等。为了控制风险，路易达孚只选择交易有期货合约的商品品种。

路易达孚以期现货相结合的商业模式为核心，实施多元化发展战略，在发展过程中从不盲目地做大做强，而是发挥善于利用期货市场的优势，在最佳时点拓展新业务并实现新业务和传统业务的高度协同效应。

路易达孚中国公司同样积极参与期货市场，秉承了集团期现结合的商业模式。自2006年白糖期货上市以来，路易达孚中国公司就始终积极参与交易与交割，充分利用郑商所白糖期货平台进行套保为主、套利与投机为辅的各项业务。除此而外，路易达孚中国公司还积极配合各交易所参加各项活动，培训，调研，不断探讨与完善交易交割规则，与时俱进。

（二）参与期货的现状

路易达孚凭借自身完善的期货交易机制和雄厚的资金实力，参与国际大宗商品期货市场交易。目前国际市场通行的是“基差点价交易”，即大宗商品交易价格为期货价格加合理的升贴水。路易达孚通过国内外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。涉及品种基本涵盖了市场上主要农产品，参与的市场遍布全球，美洲、欧洲、亚洲、非洲和大洋洲均有路易达孚的身影。

路易达孚中国公司继承了集团点价交易传统，成为国内白糖市场“基差点价”模式的开创者。此外，公司还积极参与各交易所的交割。交割制度是期货市场最重要的制度，是期现货价值回归的重要保障。路易达孚中国公司通过参与交割锁定利润，完成现货贸易量。过去5年，路易达孚中国公司始终活跃在郑州商品交易所（以下简称“郑商所”）白糖合约的交割中，买卖交割量占比最高达到过60%以上。

图3. 路易达孚中国公司参与郑商所交割数量

四、案例分析与经验总结

（一）点价与基差交易模式

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价格的交易方式。点价交易模式有两大特点。一是，与传统贸易不同，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，为企业提供更多的选择，并一定程度上降低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，点价交易模式已经得到广泛应用，例如食糖、大豆、铜、石油等贸易。

基差是指特定地点某一种商品的现货价格与同种商品某一特定期货合约的价差，即用该商品当时的现货价格减去相对应合约的期货价格，即：基差=现货价格-期货价格。基差交易主要分为买入和卖出两种，其中买入基差是指签订现货买入合同并进行期货卖出套期保值的操作；卖出基差是指签订现货卖出合同并进行期货买入套期保值的操作。基差交易模式是各行业先进的贸易企业经营的基础。

在本案例中，路易达孚中国公司与上游糖厂签订点价合同，采取糖厂卖方点价模式。路易达孚中国公司在此过程中购入现货，并在期货市场进行套期保值的操作，完成了买入基差的操作。

（二）案例分析

1.案例背景

2016年9月22日，商务部在官网宣布对食糖进口展开贸易救济调查，助推白糖期货加速上行。仅仅两个月之后的11月29日，白糖期货就由6500元/吨上涨至接近7400元/吨。由此，为期两年多的漫长熊市正式拉开了序幕。

进入2017年，国际市场利空不断。除巴西外，食糖主产国纷纷创下历史最高的产量，印度、泰国、欧盟等更是分别增产数百万吨，齐步进入增产周期，全球库存消费比预计达到历史高位。此外，由于政府保护、补贴及汇率等政策性、宏观性因素，这一势头有增无减，远期基本面持续悲观。资金方面，对冲基金不断加码原糖空单，净空持仓一度逼近20万手的记录高位。

与此同时，国内市场也并不乐观。不断下行的外盘导致走私糖持续冲击国内市场，走私入境由云南向沿海一带漫延，呈现星火燎原之势；另一方面，虽然贸易救济提高了配额外食糖进口关税水平，但发展中国家豁免条款的存在导致实际进口由巴西泰国转向了中美洲、菲律宾以及非洲等豁免地区，实际关税水平依然保持50%。同时，许可证发放数量也难以进一步缩减。另一方面，广西、内蒙等地区由于甘蔗和甜菜收购价维持历史高位，糖料种植面积不减反增，国产糖也处于增产周期。

从平衡表来看，国内外库存水平都继续增长，外盘库存消费比逼近历史高位。

图4. 全球产销差与榨季均价走势

图5. 国产糖榨季产量与郑糖主力连续合约价格走势

基于上述基本面判断，路易达孚中国公司认为2017/18榨季将大概率进入熊市周期第二年，在没有重大政策变化的情况下，单边价格将以下跌为主。

随后，在和内蒙古自治区某甜菜糖厂商讨采购计划时，糖厂同样持悲观预期，同时向路易达孚中国公司表达了对2018/19榨季的担忧。一方面甜菜糖厂新增产能翻倍，供应压力加大；另一方面，甜菜收购价进一步提高，生产成本进而抬升。在此情况下，路易达孚中国公司与糖厂双方商定销售协议，提前一年以卖方点价模式销售2018/19榨季甜菜糖。

2. 具体操作

2017年11月，路易达孚中国公司和糖厂做出了针对2018/19榨季的20000吨某品牌甜菜糖的基差采购计划，具体约定如下：

- (1) 该糖厂分批在2018年2月底之前，针对郑商所SR1901合约下达点价（卖出）指令；
- (2) 路易达孚中国公司按照该指令，在SR1901合约建立空头套保头寸；
- (3) 2018年12月15日前，该甜菜糖厂在郑商所营口交割库（升水90元/吨）内进行交货。买卖双方按照SR1901合约点价价格及合同约定的贴水进行结算。其中，贴水等于1个月的持仓成本（约30元）及合理利润（约50元），共计80元。

点价合同签订后，按照约定期限，该糖厂分别在2017年11月27日、2017年12月5日和2018年1月11日进行了三次点价，点价数量分别为5000吨、10000吨和5000吨，对应的SR1901合约价格分别为6000元/吨、6010元/吨和5800元/吨。

2018年12月15日前，双方将在交割库进行交货，最终成交价为5965元/吨（见表1）。

至此，点价合同将完成全部操作。但对于路易达孚中国公司来说，还要根据市场后期的具体情况去选择是在盘面直接交割，赚取点价合同里给出的50元/吨的合理利润；还是选择盘面买入平仓，直接在市场上卖出现货，赚取额外利润。

3. 风险与收益

(1) 糖厂的收益与风险

在国内糖价连续下跌，甚至跌破生产成本的情况下，糖厂通过提前一年与路易达孚中国公司签订点价合同，提前锁定了销售利润，按照目前5000元/吨的甜菜糖现货价测算，为企业多赚取利润共计1710万元。具体收益如下表所示：

表1. 糖厂基差合同收益表

价格风险是该糖厂所面临的最大风险。如果糖价没有按照预计下跌，而是从6000元/吨附近上涨至7000元/吨附近，该糖厂每吨现货将少卖1000元。这一风险，是通过双方多次的深入探讨，以及对基本面大方向的一致判断来规避的。在这一过程中，糖厂建立了对路易达孚中国公司的信任，认识到了其对平衡表交易的深刻理解。

在盘面大跌数百元，接近甚至跌破生产成本的时候，期货盘面产生了较大浮盈。卖方曾提出了止盈建议，希望平掉套保空单。路易达孚中国公司通过历史数据及平衡表推演，说服了卖方，使得套保头寸完整保留，也使双方都将合同按计划执行完成，避免了损失和纠纷。

(2) 路易达孚中国公司的风险与收益

通过跟糖厂进行点价交易，再配合期货市场的操作，路易达孚中国公司以10元/吨的基差买入了2万吨甜菜糖。由于SR1901合约还未到期，路易达孚中国公司拥有两种卖基差的选择。第一种可以选择在盘面交割，由于交割库的升水为90元/吨，所以卖出基差等于90元/吨，减去30元/吨的仓储费用，总盈利为50元/吨。第二种，如果现货市场基差走强，超过交割库90元/吨的升贴水，那么路易达孚中国公司将选择期货买入平仓，在现货市场进行销售，赚取超额利润。根据目前的现货价格测算的两种情况下的收益如下表所示：

表2. 路易达孚中国公司基差合同收益表

由于合同中明确了交货升贴水，路易达孚提前一年锁定了利润（50元/吨）。因而，市场波动的风险已被最小化。这个案例下，最大的风险来自于卖方违约。如果价格大幅上涨，卖方有可能拒绝追加期货

保证金或者拒绝如期交货。

这两种情况下，买方都将被迫承担期货上涨造成的套保空单损失。为此，路易达孚中国公司通过内部信用系统来控制此类风险：①独立于糖部的风控部门，直接对日内瓦总部负责；②独立于糖部的法务部门，负责合同的完整审核；③客户财务状况的历史分析；④客户信誉及历史分析；⑤合同中明确的保证金条款。

（三）经验总结

基差包含了路易达孚中国公司对期现货两个市场的理解，从海量信息里，汇集出了理论中的平衡表与现实中的期现货市场的共同判断。此次做多基差主要基于以下理由：

1.熊市年份，白糖市场多呈现近高远低排列，现货最高，其次是近月合约，然后是远月合约。对于1月合约，在没有非理性干扰的情况下，现货升水可以维持在100-200元/吨区间（甚至更高）。

2.随着国家对打私力度的逐渐加大，整体上走私糖呈现逐年缓慢下降趋势。每年四季度是走私糖入境较少的阶段，这段时间有利于甜菜糖的基差走强。

3.甜菜糖自身的市场接受度逐渐上升，甜菜糖的盘面升水有所改善。本案例合同中约定的甜菜糖品牌属于质量较高，终端接受度较好的甜菜糖。

4.平衡表显示，2018年四季度库存开始有所下降，支持熊市条件下的现货高升水结构。

五、参与期货市场的风险与应对

在利用期货市场进行基差交易等过程中，企业不可避免地面临着一定的风险。路易达孚中国公司为了更好的规避与管理风险，对企业在经营过程中所面临的风险进行了全面分析，设置了风险应对小组，制定了系统的管理机制。

（一）参与期货交易面临的风险

1.基差波动风险

虽然理论上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。但是在实际过程当中，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，这就给基差交易带来一定的风险。以2017/18榨季为例，南宁一级白砂糖现货报价对郑糖SR1809合约的基差最高达到过560元/吨，最低仅为42元/吨，波幅为518元/吨，占到了糖价的10%左右。因此，在实际操作中要避免这种基差变动风险，需要提前对市场基本面进行分析，研判基差波动方向。另外，所选择套保的合约也要尽量与所签订订单的时间保持一致或接近。

图6. 南宁现货报价与郑糖9月合约基差季节性走势

2.流动性风险

流动性风险可以分为市场流动性风险和现金流风险。其中，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，尤其是远月合约。

如本文所涉案例，所选的套保合约距离到期日将近一年时间，可能会面临流动性较差，不能按照目前价格成交的风险。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。

3. 操作风险

操作风险是由于内部控制系统、信息系统、报告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。

（二）风险应对机制

由于存在前文所述风险，路易达孚中国公司为了更好的利用期货市场工具，平衡风险与收益，防范重大风险事件发生，制定了以下管理机制：

1. 组建专业期货交易团队

专业期货交易团队是有效控制期货市场风险的核心力量。路易达孚中国公司所建立的期货交易团队由管理层、紧贴市场的一线业务人员、精通国内外期货市场的投研人员以及公司财务人员组成，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。

2. 全程风险评估

路易达孚中国公司在参与期货市场的过程中始终坚持规范运作，加强风险的动态监督管理，并在实际操作中，每一步都做好资金与风险的管理。第一，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；第二，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；第三，在持仓过程中对保证金和盈亏进行实时跟踪和监控；第四，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。

3.期货、现货统一考核

目前而言，国内很多参与期货市场的产业机构都将期货部门和现货部门的经营分开看待。在考核上，现货部门与期货部门也是各自分离。这很容易导致期货部门为了追求利润将期货视为盈利的工具，而非对冲风险，无形中增加了企业的经营风险。为了防范这种问题，路易达孚中国公司对期货部门和现货部门进行统一考核。在正常市场情况下，如果期货端发生亏损，那么意味着现货端产生了盈利，二者相结合，才能评判出套期保值的最终效果。这样以来，公司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，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，实现了期现互动，共同发展。随着期货市场的越发成熟，路易达孚中国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）以制度保障安全

风控机制不健全是国内很多企业参与期货市场造成严重亏损的主要原因。例如，交易员建立了远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。当市场行情发展与预期相违背时，交易员心态很容易产生波动，造成判断失误。如果期货头寸又很大，后果则不堪设想。为了防止上述事故发生，路易达孚中国公司建立了完备的风险监督体系和权力制衡机制，并严格执行。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）以研究保障效益

对于套期保值来说，期货市场的主要作用是规避风险。但是，要想更好的利用期货市场，做到如上述案例一样，既为上游糖厂在市场环境较差时提供套保机会，创造可观收益，也为自身企业带来赚取额外收益的机会，就需要拥有对市场深入研究和分析的能力。为此，路易达孚中国公司成立了专门的期货研究团队，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）以理念保障发展

正确认识和理解套期保值是更好利用该工具的前提要素。对于有些企业来说，很容易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。在进行套期保值操作时，当现货端盈利，期货端就可能产生亏损，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。路易达孚中国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，路易达孚中国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。

云南农垦兴农农投资有限公司

白糖期权“点基地”报告

一、概述

(一) 企业简介

云南农垦集团兴农农业投资有限公司是省属国有大型农业集团公司——云南农垦集团有限责任公司全资二级子公司。兴农公司于2017年7月成立，注册资本1亿元，2018年1月5日正式运营，是云南农垦集团整合和发展蔗糖产业的实施主体。

公司办公室位于昆明市盘龙区汇都国际二期D座21楼，毗邻繁华的拓东体育馆商圈，周围有着便利的公交、地铁交通系统，公司拥有现代化的办公条件和环境。

公司自运营以来就高起点、高标准开展业务。目前已形成拥有专业化人才队伍、有着丰富业务经验和成熟运营模式的公司。公司通过并购整合省内制糖企业，2018年9月底，公司收购云南康丰糖业，快

速形成了年生产12万吨、销售100万吨以上的蔗糖生产经营规模，全年预计实现营业收入60余亿元、净利润上千万元的经营目标。

公司在未来2-3年，主动融入国家乡村振兴战略和省委省政府打造世界一流“绿色食品品牌”行动计划，通过对省内、境外糖业产业资源的并购整合，对老挝、缅甸等周边国家的境外甘蔗种植基地的拓展，实现白糖生产规模60万吨/年；甘蔗种植基地境内50万亩、境外50万亩，总计100万亩的规模；在广西、广东等主产区组建营销团队，掌控糖业资源，实现在加工、贸易、仓储、物流等领域营业收入超过100亿元，最终培育成集“投资+产业+贸易”为一体的、在国内具有影响力的综合性糖业产业集团，将蔗糖产业发展成云南农垦集团的支柱性产业。

（二）公司组织架构

公司既有的架构以服务期货交易为主，相对比较完善，包括董事会、业务部门和后台部门，以及期货部、财务部等，另外还有独立的监管部门进行评估和事后总结。

云南农垦集团

（三）行业环境和企业风险

1.行业环境

白糖行业在国内外熊市周期下，外有主产国不断增产，内有北方甜菜糖扩张，云南糖业面临的竞争日趋激烈。云南糖传统销售区域在云南、四川、重庆以及华中、西北地区，随着甜菜糖向西南地区扩大市场占有率，云南糖面临来自广西、新疆和内蒙的竞争。加之广西、湛江开榨较云南早一个月，云南糖属于价格跟随者，主动定价难度较大，只有到了八九月份才具有相对自主性。

外围来看，云南与缅甸等国接壤，在贸易保障措施实施期内，一旦缅甸等国放开转口许可，云南会面临直接冲击。就正常的进口贸易而言，配额主要集中在沿海加工糖厂手中，加工厂可以在国际糖偏低时进行点价，等配额发放后完成报关。由于2018年原糖多次触及10美分/磅，加工糖的成本优势非常明

显。

2.企业风险

兴农农投以生产、经营云南糖为主，在生产成本控制、现货基差贸易和风险规避上，积累了丰富的经验，拥有一支成熟稳定的现货销售队伍和期货管理团队。但近年来期货价格长期与云南现货保持300-500元的正基差，企业套保变成趋势性保值，难以再有无风险交割套利机会。采购现货后，盘面价格往往低于采购价300元以上，套保策略出现浮亏，兴农农投需要向董事会和农垦集团说明情况。

下游客户在判断价格处于下行阶段时，也不愿意加大采购量，这会造成公司贸易部门的存货周转率下降，除了承担价格风险，还会增加利息负担。

二、利用期权 服务企业经营

（一）买入看涨期权 防范台风灾害

受2018年厄尔尼诺天气影响，下半年南方东南沿海台风数量明显高于往年同期，截至8月底，西北太平洋和南海共有20个台风生成，较常年同期偏多6.7个；其中8个登陆我国，较常年同期偏多3.8个。9月初，根据预报，23号台风百里嘉和22号台风山竹将先后登陆我国东南沿海，尤其是山竹，可能会对湛江、广西等地蔗区造成较大影响。

9月上旬，公司提出预案，为防范台风山竹造成的损失，建议提前买入看涨期权，对冲天灾风险。公司期货交易部门计划在100元以下价格，买入SR901C5000。由于价格上涨较快，100元之下已经没有交易机会，交易团队经请示，决定适度提高入场价，完成价格保障任务。11日和12日，分别在100元/吨和110元/吨买入100手，均价105元/吨，可保障2000吨，约4000-5000亩土地的蔗区天气风险。

表1：买入看涨期权交易情况

日期	合约	方向	价格 (元/吨)	数量 (手)	盈亏 (万元)
9月11日	SR901C5000	买开	100	100	
9月12日	SR901C5000	买开	110	100	
9月14日	SR901C5000	卖平	140	100	4
9月17日	SR901C5000	卖平	160	100	5

周四13号，由于原糖大幅上涨，国内糖价跟随反弹，SR901C5000也涨到约130元/吨左右，同时，台风路径显示，山竹擦过菲律宾，继续向湛江、阳江方向移动，有可能向北偏移，对湛江主产区可能不会正面冲击。周五14日，登陆地点确定在阳江一带，公司决定先行平掉一半头寸，价格140元/吨，剩余部分再观察台风路径。周五晚间，随着澳门、香港正面受台风冲击，停市、停课，市场担忧气氛达到顶点，周末，台风减弱，并且仅影响广西来宾部分地区，造成一定倒伏，灾害远低于预期。公司决定周一（17号）开盘即平掉所有头寸，价格160元/吨。此次交易单吨平均获利45元，并且很好的规避了风灾风险。

图1：台风“山竹”路径

（二）卖出看涨期权 提高售价

兴农农投2018年9月底收购了云南康丰糖业，拥有了年产10万吨的白糖产量。从原来的单一贸易企业转变为生产、贸易并举的企业。在收购项目推进过程中，针对公司即将形成的10万吨产量，公司提前布局，通过卖出看涨期权，提前锁定生产利润，规避未来糖价下跌风险。

9月下旬，SR901C5100价格约100元/吨，SR901C5000价格约150元/吨，此时盘面1901合约价格5000元/吨左右。公司预计2018/19榨季云南甘蔗收购价维持在420元/吨不变，全省平均成本预计在5000-5200元/吨区间。由于云南交割库贴水100元/吨，期货套保价格在5200元/吨以上，则可以基本保证不亏损。

公司决策委员会授权操作团队可以在5200元/吨一线套保，少量头寸可以在5150元/吨附近进场，逐步增加头寸。由于9月份期货1901合约很难达到5100元/吨，基本徘徊在5000元/吨上下，期货部考虑通过卖出看涨期权，完成在5200一线套保的任务。通过分析，9月份的期权波动率较高，相对的看涨期权价格也比四季度时卖出更有优势。

图2：SR1901历史波动率情况

公司期货部在盘面5000元/吨左右时，首先通过卖出150元/吨价格的SR901C5000，尝试性进场，考虑到5000元/吨执行价容易被行权，公司仅开仓50手左右。同时，公司期货部在100元左右的价格卖出SR901C5100首批100手，如果期货1901价格达到5100元/吨，则相当于以5200元/吨的价格持有空单，基本满足公司期货1901合约在5200元/吨开始套保的要求。因为新收购的康丰糖业，在2017/18榨季仍有亏损，农垦兴农农投第一年接手后，能保证不亏损，就首先完成了集团的战略要求。后期如果糖价继续上涨，则可以陆续卖出看涨期权，提高套保均价。

国庆节后，受节日期间外盘原糖大涨带动，郑盘糖价一度上涨到5200元/吨以上，SR901C5100一度超过250元/吨，公司继续加仓100手，平均持仓成本在180元/吨左右，如果被行权，相当于在5300元/吨完成套保。同时SR901C5000面临被行权的风险，持仓成本5150元/吨。公司决定继续持有保值看涨期权空单，等待11月份摘牌。（后记：11月份价格大幅下跌，公司陆续平仓）

表2：卖出看涨期权交易情况

日期	合约	方向	价格（元/吨）	数量（手）
9月26日	SR901C5000	卖开	150	50

9月26日	SR901C5100	卖开	100	100
10月9日	SR901C5100	卖开	250	100

（三）卖出看跌期权 降低采购成本

兴农农投公司以贸易为切入口，涉足糖业。公司前身2016年即完成贸易量40万吨，货值27亿元，盈利1000万元，2017年完成贸易量70万吨，贸易额50亿元，受糖价逐步走低拖累，公司基本盈亏平衡，盈利情况不及上年。2018年三季度，公司已经完成贸易量120万吨，贸易额65亿元，预计全年贸易量有望达到160万吨。考虑到2018年全行业仍处于熊市周期，糖价从年初的5800元/吨，跌至榨季末的不到5000元/吨，贸易板块经营压力很大，采购现货后，必须马上进行期货套保，但盘面价格低于现货采购价，套保效果一般。

贸易板块团队，利用买入看跌期权的模式，希望从盘面接收一定的甜菜糖，发运到四川、重庆等销售市场进行试销。川渝地区是云南糖传统销区，兴农公司的贸易团队也在川渝地区有广泛的客户群体，销售量稳定。随着期货盘面价格偏低，从陕西交割库接甜菜糖仓单，发运到川渝地区，利用兴农公司的销售渠道，开始具备价差条件。贸易团队遂向公司决策层提出经营建议，经过批准后，由期货团队根据贸易团队的要求，开始通过卖出看跌，准备接货甜菜糖。从季节性规律看，10月份前后是季节性走高的时期，期货往往价格偏高。公司在9月份提前通过卖出看跌期权，如果10月份或11月份期货价格上涨，则获取权利金收入，相当于补贴了采购成本。

图3：一月合约季节性规律

公司在SR901P4700、SR901P4800分别卖出看跌100手，价格分别为50元/吨、100元/吨。考虑到2018/19榨季广西广东等主产区可能下调甘蔗收购价，公司选择的行权价较低，最初预计在4800元/吨和4700元/吨价位，被行权的可能性较大或存在。随着国庆假期原糖大涨，价格反弹，原先设定的行权价难以触及，未能实现接货目的，仅仅赚取了权利金。

表3：卖出看跌期权交易情况

日期	合约	方向	价格 (元/吨)	数量 (手)
9月18日	SR901P4700	卖开	50	50
9月19日	SR901P4800	卖开	100	100

(四)：盘活闲置资金 获取时间价值

针对公司贸易量大，现金流充裕的情况，公司也希望能合理利用好流动资金，减少资金闲置，在保证流动性的前提下，尝试通过期权市场，获取时间价值。

9月中旬，原糖下跌较多，公司在SR901P4600位置，卖出看跌期权100手，价格30元/吨，考虑到期货1901合约价格很难低于4600元/吨，在剩余的2个月时间内，每吨资金占用约400元，收益30元/吨，两个月收益率约7.5%，比起购买固定期限理财产品造成的流动性限制和随时存取的货币基金的年化4%左右的收益率，卖出深度虚值期权的安全性和收益情况，要好的多，即使价格向不利方向变化，公司也可以低价(4600元-30元)/吨接货，比从现货市场买入，便宜的多。

随着国庆节期间原糖大涨15%，节后郑糖也站稳5200元/吨，公司在低位卖出的看跌期权迅速下跌，预计最终可以稳妥获取这部分利息收益。

表4：卖出深度虚值看跌期权

日期	合约	方向	价格 (元/吨)	数量 (手)
9月20日	SR901P4600	卖开	30	50
9月21日	SR901P4600	卖开	30	50

(五) 小结

以上四个案例，是企业依据自身经营实际，尝试性运用期权策略的情况。随着团队磨合度的提高和期权流动性好转，企业会进一步扩大头寸进行操作。结合现货、期货头寸，附以期权工具，提高企业经营效果。

三、总结和建议

（一）经验和不足

云垦兴农农投公司在利用白糖期权服务企业经营的过程中，从初步尝试，学习期权，到灵活运用，再到逐步加大操作头寸，主要的经验如下：

开放的心态是前提。公司在2017年白糖期权上市后，就组织期货部门认真学习，积极备战。公司管理层和集团领导对利用期权辅助企业发展持积极态度。通过参加交易所和期货公司组织的培训活动，了解掌握期权的主要策略。

庞大的经营规模和严酷的市场环境要求公司必须利用好期权工具。公司拥有年贸易量150万吨的体量和10万吨的生产规模，未来计划扩展到50万吨产量，客观上有利用期货市场和期权市场的内在需要。近两年白糖市场处于熊市周期，价格节节下行，盘面给出的套保机会不多，单纯依靠期货套保面临入场即亏损的尴尬境地。为此必须充分利用各种金融工具，管控现货风险。

严格执行策略和计划。生产部门和贸易部门提出诉求后，经过企业管理层快速决策的操作，期货部门严格执行计划，即便有盈利也不轻易平仓。

不足之处在于计划接货时，设定的行权价比较低，随着盘面价格上涨，未能实现接货目的，后期应适度提高行权价，保证全部或部分接货，不能出现完全没有接到货的情况。对于以盘活资金，获取利息性收入的操作，可以扩大规模，适度增加交易量。

（二）后期建议

随着期权持仓限额放开，市场容量开始扩大，但相对于兴农农投这样规模的贸易企业来看，日常持仓几千手的情况比较常见，目前期权市场流动性仍有提升空间，建议如下：

一是优化期货交割库和升贴水设置，改善标的期货流动性，目前的白糖期货持仓仅有过去平均水平的一半以下，这对期权的流动性形成不利影响。

二是降低期权交易成本，在手续费、保证金以及仓单充抵等方面降低成本。对于地处少数民族聚集区和

贫困地区的生产和贸易企业，可以进一步出台一些优惠政策。

广东中轻糖业白糖期权“点基地”报告

一、集团基本情况介绍

广东中轻糖业集团有限公司是集生产、贸易、投资于一体的综合性经济实体，主营业务包括贸易与食糖期货投资、糖制品生产、内销品牌“佳一粒”和外销品牌“南字牌”的运营、及淀粉制作等。

集团的前身为广东省制糖造纸工业总公司（1950年成立），在其原有资源及业务的基础上，经过不断优化整合、开拓创新，现已发展成广东省最大的食糖贸易商之一（年营业额逾12亿元）。

作为中国糖业协会副理事长单位和广东省糖业协会会长单位，广东中轻一贯模范践行社会责任，积

极投身行业研发和企业创新实践，现正按照集团发展战略分布实施，逐步优化运营模式和企业体制。目前，集团下设贸易、制糖与投资三大板块，控股、参股企业包括广东中远轻工有限公司、广州远恒中轻贸易有限公司、中轻集团（香港）有限公司、广东南字科技股份有限公司（原东莞市东糖中轻糖业有限公司）、佛山市南海嘉润食品饮料有限公司。

二、企业现货经营情况及面临的风险

（一）企业现货经营情况

作为广东省内最大规模的食糖贸易与生产企业，广东中轻食糖贸易量在广东省内占有较大市场份额。经过多年经营，已在广西、云南和广东湛江等主要生产糖区建立了稳固的采购渠道，与生产大型制糖企业保持着长期战略合作关系。旗下食糖主要销往华南地区食品、饮料、调味剂和医药行业的用糖企业。

在进口业务方面，利用公司的行业优势，与世界著名的食糖贸易商和精炼糖厂建立了贸易往来关系，主要从巴西、澳大利亚、泰国等国家进口原糖，从欧盟、韩国、泰国、中美洲、日本等国家和地区进口精炼糖。在出口业务方面，以公司的糖制品生产基地为平台，充分利用国内外资源积极开拓国际市场。出口的糖制品有单晶冰糖、黄冰糖、冰片糖、红糖、红糖粉、金黄糖浆、方糖、金砂糖等。

为了向客户提供稳定、优质的产品和服务，广东中轻糖业集团不仅与国内外食糖生产商建立了良好的合作关系，更在广东东莞、南海等地，直接投资建设或参股、管理多家加工厂，作为主要生产及分装基地，为公司业务提供了有力的保障。其中，东莞糖制品出口加工基地是目前全国最大的糖制品生产与出口基地，其糖制品以出口为主，年生产能力达6万吨。

（二）企业面临的风险分析

中轻糖业的业务以现货购销为主，期货套保套利为辅，近年来随着企业白糖经营规模的不断扩大，面临的危险因素主要有以下几点：

1.食糖价格波动风险

回顾历史，虽然食糖市场价格多年来在年度和季度间都表现出较强的周期性特征，但是波动频繁且幅度剧烈。企业作为贸易商，其国外进出口业务和国内产品销售使其同时受到国内外糖价波动的影响，这是对企业风险管理能力的巨大挑战。

2.信用风险

在食糖现货贸易中，贸易商从上游糖厂购货，通常都是需要先缴纳预付款，但是在对下游企业出售时，却是先提供货物再回收款项。由此产生了交易对手方信用违约风险不容忽视，因为很可能多次贸易累计的利润将会被一次信用风险给淹没，甚至对企业的生产经营造成严重影响。

3.政策风险

从我国近年来的供需情况来看，国家调控部门对食糖市场的宏观调控政策也是影响食糖价格走势的主要因素之一。特别是收储、放储、进口配额和进口关税设置等政策都对食糖市场产生巨大的影响。

4.资金周转风险

作为一家中间商性质的贸易企业，其资金的周转风险是非常大的，因为企业既要承担采购预付款的资金压力，同时也要承担货款（应收账款）回笼的资金压力。与此同时，企业在配合贸易的过程中所进行的期货盘面套期保值，由于生产经营的连续性，期货头寸持有的时间也相对较长，占用其相当一部分流动资金，假如面对价格大幅波动的情况，还伴随着追保的风险，给企业的资金流转带来相当大的压力。

三、企业风险管理模式

自2006年白糖期货上市以来，企业高度重视，率先利用期货衍生品工具服务集团的生产经营和风险

对冲，积累了丰富的经验。经过长期的实际操作与探索总结，企业整合内部资源，设立了集白糖行业研究、部门套期保值、白糖投资自营为一身的投资部，统领企业的白糖风险管理业务。

（一）行业研究

投资部秉承研究创造价值的理念，和广东省糖业协会共同联合成立白糖市场研发中心，运用定性和定量相结合的方法对白糖行业进行深入研究，定期对白糖走势进行基本面和技术面分析并出具分析报告，安排专人到产销区调研获取最新行业信息。同时致力于公司的研发领先战略目标，以专业化带动研发工作，充分利用公司的专业优势，将现货市场产业链的联动和期货市场的分析有效结合，做深白糖品种，逐步形成具有前瞻性、准确性的中轻观点。

（二）套期保值

投资部合理运用期货工具有效规避由于价格的剧烈波动给公司带来的生产经营风险，结合实际情况，为公司的业务部门进行套期保值服务，为公司的稳定发展服务。同时依托于自身的研发优势，给予公司糖业部、进出口部、市场部等与期货业务相关的部门提供行业分析及趋势判断，并提供行业拐点前瞻性预测，提示交易风险，充分发挥期货市场服务实体经济的作用。

（三）投资自营

部门在坚持价值投资、强调资金安全的基础上采用积极灵活的投资策略，运用公司自有资金开展白糖的期货交易和相关批发市场的电子盘交易，赚取稳定、可靠的收益。同时秉承稳健与进取相结合的投资理念，依托严谨完善的决策体系和科学高效的管理体制，并执行严格的风控体系进行专业、严谨的自营投资。

四、企业参与期权市场情况

2017年4月，郑商所场内白糖期权正式上市。场内白糖期权的出现，对整个行业的定价模式、市场格局及产业竞争无疑将产生显著影响，在极大地丰富风险管理和财富管理工具的同时，也为涉糖企业提供更好的避险工具。中轻糖业对风险规避极为重视，因此早在白糖期权上市前就已经开始关注这一衍生品工具，并进行试探性的运用。

（一）参与期权的原因

与期货相比，期权在灵活、高效方面有明显的优势。在期权没有上市以前，企业主要利用期货进行现货套保，策略往往比较单一，主要还是参考生产成本，加上一定的利润进行套保。而在牛市行情的时候，糖价上涨空间可能远超公司的套保价，资金压力将会变得非常大，但期权工具出现了以后，这种情况就得到了很大改善。因为期权有更加多样化的获利方式、更加精细化的策略空间、更大的容错空间和更高的资金利用效率，所以不管是用在现货套保，还是用在期货头寸的保护上，期权都能充分发挥它独有的优势。

（二）参与期权的情况

早在2015年，场外期权方兴未艾之际，中轻糖业已经开始主动了解期权业务的相关资讯，安排公司主要人员参加期权基础知识的培训，学习期权相关的操作要点及策略。

到2017年1月，白糖场内期权开展仿真交易，中轻糖业率先申请账号进行测试，深入了解场内期权交易、结算和风控的相关流程，做好实战准备。

至2017年4月，白糖场内期权正式上线，中轻糖业开始少量地进行场内期权与现货买卖结合的测试，借此不断完善企业含权交易的制度措施和人员配备。

五、企业期权操作案例

（一）市场背景

1.国外市场分析

17/18榨季，国际、国内市场在总体供应过剩的背景下延续了前一年度的下跌走势，由榨季初的15.5美分一直震荡下行，一度跌至10美分/磅的近十年新低，熊市格局较为明显。

图1:17/18榨季纽约ICE原糖主力合约走势图

（数据来源：wind，华泰期货白糖事业部）

究其原因，主要是因为全球结束连续两年供需缺口，产量大幅增长，其中以全球第二及第三大主产国印度和泰国的增产预期对市场影响最大。印度预期大幅增产50%以上至3150-3200万吨，泰国预期增产45%至1460万吨，创历史新高；虽然第一产糖国巴西预期减产，但预期减产幅度远远不能缓解全球供过于求的局面。

2.国内市场分析

17/18榨季，国内处于三年增产周期的第二年，熊市周期延续，增产预期明确。同时配额外进口指标

增加 50 万吨，叠加非正式糖源的竞争、北方甜菜糖大幅度套保和甘蔗直补政策传闻的影响，国内价格持续下跌，从榨季初的6500元/吨一路下滑至4750元/吨附近。基本面的弱势基本奠定了本榨季郑糖以下跌为主，偶有反弹的基调。

图2:17/18榨季郑糖主力合约走势图

(数据来源：wind，华泰期货白糖事业部)

(二) 案例1：利用买入看跌期权为库存保值

1. 背景及逻辑

2018年5月，印度糖厂委员会 (ISMA) 表示，印度2017/18年度糖产量可能触及3200万吨记录高位。印度已经正式为国内糖类厂商提供出口补贴，并且印度财政部长Arun Jaitley表示考虑对消费者加收商品税和服务税来补贴蔗农，导致ICE原糖基本面弱势难改，仅有几次上涨均因5月份合约到期、技术性买盘推动。国内方面，产区收榨工作正在收尾，云南产区预计要6月初才能结束生产，全国2017/18年度总产预估达1030万吨，整体来看，供应仍未见减弱而需求尚未起色，虽然有可能基于市场节奏反弹，总体来说仍保持着震荡下行的走势。此时企业考虑到7月为传统销售旺季，当时公司库存较低，因此需要提前备货，少量增加库存以应对旺季供货。但担心现货价格在总体市场疲软的情况下继续下跌，因此需

要对库存进行风险回避。此时企业考虑到郑糖价格从新榨季开始至今已达到了年度的低位，加上行业素有“七死八活九回头”之说，担心市场阶段性反弹会给企业带来追加保证金压力，所以综合考虑下选择利用占用资金较少的场内期权进行套期保值。

2. 方案制定与实施

企业在5月28日买入现货白糖2000吨补库，价格为5600元/吨，并与下游用糖企业签订供货合同，约定7月3日进行送货。此时期货盘面价格为5451元/吨，企业同时在盘面买入2000吨郑商所白糖虚值看跌期权SR1809P5300，权利金价格为34元/吨，锁定价格下跌风险。

6月份，印度宣布对糖厂和出口进行补贴，但是出口量相对有限，价格不具备竞争力，市场仍然面临供需过剩的压力；而泰国产量大幅增加，可供出口量同样大增；巴西虽然开始出现减产的预期，但是6月份巴西货币因受政局影响持续走弱，同样打压价格，因此外糖中期内仍偏弱势运行。国内方面，市场传闻6月6日至8月发改委价格司来广西调研糖料生产相关情况是为下一年度糖料由政府定价改直补做准备，市场情绪悲观，叠加外盘和原油价格下跌影响，郑糖大幅破位下跌。由于符合企业预期，因此对仓位不作调整。

7月3日，供货合同到期，企业按照合同约定销售2000吨现货白糖，销售价格为5320元/吨，现货亏损。此时期货盘面收盘价格为5049元/吨，低于期权执行价，SR1809P5300权利金涨到275元/吨，于是对期权进行平仓。总体收益如下：

日期	18/5/28	18/7/3	货款/盈亏
现货量（吨）	2000（库存）	2000（销售）	
现货价格（元/吨）	5600	5320	-280

期权开仓（吨）	2000		
权利金（元/吨）	34	275	
执行价格（元/吨）	P5400		
期权成本（万元）	-6.8		-6.8
期权平仓（吨）		1000	
期权盈亏（元/吨）			+241
合计（万元）			-14.6

依上表可知，本次套期保值操作虽然最后亏损14.6万元，但如果不进行套期保值，则会直接损失280元/吨X2000吨=56万元，因此这次保值操作大大减少了企业的亏损。

3. 案例推广意义

(1) 由上表可知，使用场内期权进行买入看跌套保，占用资金仅为权利金6.8万元，如果使用期货进行同等规模的套保，占用保证金（以10%算）则需要5451元/吨X2000吨X10%=109.02万元，大大提高了资金使用率，减少企业资金负担；

(2) 利用场内期权进行套保，最大亏损控制在权利金6.8万元以内，风险得到量化，可控性大为提高；

（三）案例2：保护性看涨期权操作

1. 背景及逻辑

2018/19榨季供给过剩预估量下调，导致10月份原糖持续走高：第一，由于欧洲北部、中部6月-8月持续高温，甜菜单产下降，欧盟于9月底对2018/19 榨季糖产量调减120万吨；第二，印度降雨量持续低

于正常年份水平，马邦、卡邦甘蔗种植区虫害情况恶化，印度政府10月初对2018/19榨季糖产量调减300万吨。同时国内价格由于中秋、国庆需求得以提振，在国内外双重影响下郑糖主力合约价格在国庆节后迅速跳高到5249元/吨这一阶段性高点。但是由于国内基本面并未发生根本性改变，且11月中旬糖厂逐步开榨，价格下跌可能性较大，因此企业判断郑糖价格在5300一线的阻力很大，决定趁当前价格处于阶段性高位的时机对库内2000吨白糖进行卖出套保。但由于10月-11月这一个月时间刚好处于开榨前的空窗期，食糖价格有可能进一步上涨，因此企业决定通过构建保护性看涨期权策略对冲这一阶段的上涨风险。

2. 方案制定与实施

企业在10月16日卖出200手SR1905合约，为其2000吨库存白糖作套期保值，卖出价格为5110元/吨。同时买入 等量的郑商所场内白糖虚值看涨期权SR1905C5300，付出权利金125元/吨，合计25万元，构建保护性看涨期权策略，为期货持仓“上保险”。

随着时间推移，SR1905从前高5294元/吨一路下滑，一直没有再形成有效的反弹，加上11月正式进入开榨季节，因此企业判断10月的反弹已完全消化，决定择机对期权部位进行平仓，解除“保险”：

日期	期货合约	期货价格 (元/吨)	套保数 量	保护性期权策略	权利金 (元/吨)	盈亏 (元/ 吨)
10.16	卖出 SR1905	5110	2000吨	买入SR905-C-5300	125	
11.13	继续 持有		2000吨	卖出SR905-C-5300	80	
合计						-45

依上表可知，企业在11月13日判断行情无法再形成大幅度反弹，因此将期权持仓平掉，期货持仓继续保留。本次保护性看涨期权策略成本合计 $(125-80)$ 元/吨 $\times 2000$ 吨=9万元，相对于有可能出现的上涨风险所造成的亏损，这一成本远远低于企业所能承受的底线。

3. 案例推广意义

(1) 由上表可知，构建保护性看涨期权策略进行套保，能够在不影响套保持仓的前提下，规避价格阶段性上涨带来的风险，且将卖出风险控制一定的成本范围内（权利金）。如果没有期权工具，企业在面对上涨风险的时候，只能有两种选择：一是平仓，让现货完全暴露在价格风险之下；二是继续持仓，此时假设天气出现变化带动盘面价格上涨至5210元/吨，则期货盘面将亏损 $(5210-5110)$ 元/吨 $\times 2000$ 吨=20万元。而企业利用期权工具，用9万元的成本就锁定了20万元的风险，可谓物超所值。

(2) 由于权利金具有时间价值这一特性，因此即使行情与保险的方向相反，只要在行权之前平仓，还能取回剩余的一部分权利金，将避险成本进一步压缩。继续以上表为例，如果持有期权仓位直至行权日，如果届时期货价格没有达到执行价，则企业的保险成本则增加至125元/吨 $\times 2000$ 吨=25万元，而如今由于提前平仓，取回部分权利金，因此总的保险成本则只是 $(125-80)$ 元/吨 $\times 2000$ 吨=9万元。

六、企业参与期权市场经验

中轻糖业作为贸易型企业，既承担卖方风险，同时又承担买方风险，因此其在利用期权工具辅助生产经营过程中对于期权的运用方式有着更为深入的理解，所得到的经验对于全行业来说也更具价值：

（一）期权工具为规避价格风险提供更多选择

期权最大的特点在于灵活性、容错性和资金利用高效性：买入期权的立足点在于对冲价格风险，最

大损失有限，同时保留了获利的可能性，代价就是支付的权利金，最好用于短期低频操作；卖出期权的立足点在于认为市场波动不会加大，通过卖期权收取权利金，然后用现货来对冲期权被行权的风险，最好用于中长期滚动操作。涉糖企业可以利用期权的灵活性，针对企业实际需求进行不同的组合，实行资金占用更少、风险更确定、策略更精细化的风险管理。

（二）善用期权工具的“保险”功能

期货套保是目前市场普遍运用的套保手段，利用期货套保也具备其特有的优势，因此企业无需完全放弃期货套保方式。当企业遇到某些特定情形的时候，可在其已有的期货套保策略的基础上增加期权工具，利用期权给期货头寸“上保险”，大大增加避险资金的安全。主要适用情形有以下几种：锁住期货已有利润且不留风险敞口、减小期货亏损时的追保压力和卖出期权增收减亏。

（三）使用期权需勤修“内功”

期权工具的使用相对期货来说更加复杂、专业，因此企业除了需要组建专业化的期权人才团队外，还需要持续地与交易所、期货公司进行培训交流，不断加深期权团队的知识储备，学习新的期权策略和商业模式，才能更好地通过期权策略去应对企业不同的风险状况。

七、建议与展望

（一）加大场内期权市场规模

目前来说场内白糖期权的参与人员太过单一，规模不足。交易量一直没有上来，很多企业想做，但市场也容纳不了，特别是对一些交易规模较大的企业来说很难参与进去。参与者太过单一，场内期权市场就缺乏流动性，价格基本上就没有太大的波动。没有波动就没有机会，场内期权就很难起到一个价

值发现的作用。因此希望郑商所能加大引进做市商的力度，尽快让白糖期权的市场规模得到扩大；

（二）加大与期货公司合作力度，以点带面，将期权培训尽快普及

如今市场投资者特别是产业客户对于期权工具还是过于陌生，要尽量让市场的参与者熟悉这个品种。交易所人员有限，可以将培训活动铺开到一线的期货公司，与期货公司展开深度合作。交易所向期货公司提供培训资源，让他们去对客户进行引导，多做培训，多做宣传，然后期货公司向交易所反馈客户的接受情况。这样以点带面，覆盖的面就会更广，同时市场交易者也能得到更精细化的信息，加快学习的进程和效率。

（三）企业未来参与期权的展望

在新的榨季，中轻糖业将根据市场走势，结合对行业的研究和判断，有计划地加大场内期权的参与量，特别是在策略方面，将进行更多的尝试，例如宽跨式组合和领式组合等有效降低风险和成本的策略。另外，中轻糖业作为中国糖业协会副理事长单位和广东省糖业协会会长单位，将更多地承担起向协会会员普及和传播场内期权工具的义务，同时作为协会会员与郑商所之间沟通的桥梁，促进双方之间更多的交流与互动，为场内期权更好地服务白糖产业做出贡献。

内蒙众益糖业白糖期权“点基地”报告

一、众益糖业有限公司简介

(一) 企业基本情况

(二) 现货经营情况

(三) 扶贫助贫行业表率

(四) 内蒙糖业发展前景广阔

(五) 众益糖业是行业龙头企业

二、企业生产经营中面临的风险

(一) 市场风险

(二) 运营风险

(三) 信用风险

(四) 政策风险

三、参与白糖期货和期权的历史和现状

(一) 参与白糖期货和期权的历史悠久

(二) 参与白糖期货和期权的现状

四、案例分享与经验总结

(一) 市场研判

(二) 套保交易决策的确定

(三) 交易方案的制定与实施

(四) 期货和期权成为企业救命稻草

(五) 众益糖厂参与期货和期权交易是业内典范

五、参与期货和期权市场的心得体会

(一) 白糖期货和期权是糖厂唯一能买到的“后悔药”

(二) 白糖期权开辟了企业套保的新天地

(三) 期货和期权拓宽了企业的销售渠道

(四) 人才是一切的根本

一、众益糖业有限公司简介

(一) 企业基本情况

赤峰众益糖业有限公司位于内蒙古自治区赤峰市松山区工业园区十号街西段8号，其前身是始建于1978年的赤峰糖厂。赤峰众益糖业有限公司是内蒙古大型甜菜制糖企业之一，自治区农牧业产业化重点龙头企业，自治区扶贫重点龙头企业。公司有近40年的制糖历史，是专业从事甜菜制糖生产和销售为一体的高科技食品生产企业。

众益糖业现有员工300人，注册资本2.3亿元，固定资产37000万元，占地面积260000平米，建筑面积200000平米；目前生产能力为加工甜菜4500吨/日，年加工甜菜60万吨，产绵白（砂）糖75000吨以上，甜菜颗粒粕30000吨，糖蜜30000吨；年实现销售收入55000万元，实现利税4000万元。公司同时具备日加工1200吨的原糖生产能力。2001年以来曾经4个年度为国储库加工原糖12万吨。

经过近40年的发展，公司已与松山、敖汉、宁城、喀喇沁、元宝山等旗县区的6000户农民建立了稳定的“公司+基地+农户”的经营模式，甜菜基地稳定在15万亩以上；近年来通过甜菜专用农机的推广，使基地建设出现了持续稳定、健康增长的良好态势。

2017年10月25日赤峰众益实现了整体搬迁，公司投资40000万元的新厂房和办公楼投入使用，主要设有生产车间，现代化库房，办公楼，餐厅以及公共配套用房。当天下菜试生产，第一罐白砂糖色值72IU

就达到了国家优级标准，在同行业新厂试生产历史上创造了奇迹，开机一周处理量提高到4200吨/日以上（超过设计能力40%），有利的降低了生产运营成本。

赤峰众益糖业搬迁改造扩建工厂是市政府确定的“退城进园”项目之一，2017年已整体迁往安庆工业园区，是园区内投资规模最大，从业人数最多的驻园企业。一个“设计合理，产能扩大，装备先进，自控配套，环保超前，智能管理”的现代化制糖企业投入运营。该项目总投资4.15亿元，占地面积400亩，设计能力为日处理甜菜3000吨，实际生产能力达到4500吨，年处理甜菜为60万吨，同时形成年加工原糖15万吨的生产能力和年生产2万吨精糖生产线，项目达产后可实现销售收入8亿元，利税8000万，带动10000多甜菜种植户致富，安排800多名员工就业。

（二）现货经营情况

赤峰众益糖业主要以生产绵白糖、白砂糖、小件包装绵白糖和颗粒粕为主，生产的产品销售至全国二十五个省、市、自治区、产品质量多次获得全国糖业质量监督检查中心颁发的产品质量优秀奖。公司通过了国家GB/T22000-2006/ISO22000：2005食品安全管理体系认证；通过了国家ISO9001：2008、GB/T9001-2008质量管理体系认证。公司牢固树立“质量是基础、安全是底线”的理念，时刻把食品安全牢记于心，付诸于行，决心把企业打造成赤峰地区乃至全国过硬的安全食品企业。

图表1：众益糖业认证证书

资料来源：众益糖业

绵白糖：“静雪”牌小件绵白糖是赤峰众益糖业有限公司选用优质的绵白糖，用先进的工艺生产的小袋包装产品，其总糖份含量达到97.95%以上，色值低、颗粒均匀、绵甜柔软，是纯天然、无污染绿色食品。每箱10包，每包350克，携带方便、取用灵活，是赠亲馈友的首选佳品；是百姓日常生活中不可缺少的调味品，也是副食品加工及制药工业不可缺少的重要原辅材料。

白砂糖：赤峰众益糖业有限公司生产的“静雪”牌白砂糖，其蔗糖份含量达到99.6%以上，晶粒洁白疏松，晶体均匀剔透，易溶化，易贮藏。是居家日常煲糖水、烹调佐餐、冲调咖啡、奶制品的必备调味品。白砂糖还具有润肺生津、止咳、和中益肺、舒缓肝气、滋阴、调味、除口臭、解盐卤毒之功效。

甜菜颗粒粕：赤峰众益糖业有限公司生产的“征驼”牌甜菜粕是一种多养分高效益的饲料。具有较高的可消化纤维、可消化蛋白和糖类能量、能提高畜禽采食率和新陈代谢能力，调节肠道微生态平衡、降低发病率，促进畜禽生长、不但可用于牛、羊反刍动物，在猪、鸡、鱼、鸭等畜禽水产养殖方面也是良好的绿色饲料添加剂。

糖蜜：赤峰众益糖业有限公司生产的糖蜜是制糖工业的副产品，可用作酵母，味精有机酸等发酵制品的底物或基料，也可用作中药和某些食品的原料，动物饲料等。甜菜糖蜜所含蔗糖约47%，还含有3%-4%的可溶性胶体，8%-10%矿物质。用作禽畜饲养可明显提高养殖回报率。糖粕市场以华北、东北居多，主要集中在北京、天津、唐山、廊坊、秦皇岛、沈阳一带，糖蜜的销售主要集中在赤峰周边地区。

（三）扶贫助贫行业表率

赤峰众益糖业作为自治区扶贫龙头企业，公司始终秉承让利于民、农企共赢的经营理念。多年来，在各级政府的支持帮助下，按照市、区脱贫攻坚政策部署，响应“单位包村、干部包户”的脱贫攻坚工作制度安排，明确帮扶工作职责，严明帮扶工作纪律。在甜菜产业发展中，与基地农民建立了长期稳定的“公司+基地+合作社+农户”的利益联结关系。

甜菜种植主要分布在松山区、敖汉旗、喀喇沁旗、宁城县、元宝山区等五个旗县区内生产条件较差、经济落后的贫困乡村，带动贫困户8000多户，为贫困地区农民增加收入9000万元以上。公司在帮助农户脱贫致富方面做了如下工作：

1.发展订单种植

为了保证农民利益，公司与种植户签订订单合同，明确收购价格、数量、质量和双方的责任义务。公司承担市场风险，解除了农民的后顾之忧。

2.保护价收购

在糖业市场持续低迷的情况下，公司让利于民，甜菜收购保护价居同行业最高价位，2017年为520元/吨，2018年甜菜收购价格进一步提高，其中敖汉旗、宁城、喀喇沁旗、元宝山等四个旗县区为540元/吨。松山区政府对区内膜下滴灌种植甜菜补贴150元/亩、非膜下滴灌种植甜菜补贴100元/亩。让农民尝到了甜头，使其利益得到了保障。

3.贴息赊销供应农资

贫困地区农民生产资金短缺，为了解决他们春播购买农资困难的问题，公司对种植甜菜所需要的种子、纸筒、化肥、农药等农用物资，采取“倒打白条”的方式，成本价赊销供应给种植户，并且免费送到家门口，在甜菜款结算时扣回。公司每年赊销农用物资金额在5000万元以上，贴息资金500万元以上。

4.农机、农药补贴支持

为了帮助支持贫困地区发展甜菜、增加收入，公司出台了多项补贴政策。300亩以上大户购买甜菜

专用农机具，公司给予40%的购机补贴，每年投入近200万元；半价提供防治甜菜褐斑病所需农药，每年投入约150万元。

5. 优先发展贫困地区种植

公司生产能力有限，每年种植甜菜面积15~18万亩。考虑到贫困地区农民吃苦耐劳但缺少其他经营渠道，因此我们将贫困地区作为发展甜菜优势区，帮助他们调整种植结构，优先发展甜菜，靠种植甜菜增收致富。2017年，公司在松山区等89个贫困村发展订单甜菜种植，涉及5500个贫困户，通过产业扶贫为贫困户创收2200余万元。

6. 交售与结算优先

对于贫困地区的甜菜种植，为方便农户交菜，公司降低设站标准就近设置收购站点进行收购，收购衡器全部采用数字电子衡，做到阳光收购，不伤农、不害农。收购结束后优先结算甜菜款，甜菜款直接打到菜农账户，不存在任何资金风险。

7. 拉动贫困地区人口就业

赤峰众益糖业按照市区“退城入园”政策规划，已于2017年3月实现整体扩建搬迁，现位于安庆镇工业园区。公司320名固定职工中有1/3是农村户口，每年榨糖期间，还需要300多临时工劳动力到厂就业，很大程度地解决了松山区贫困地区人口就业问题。公司甜菜种植业同时拉动运输、装卸、服务等第三产业经济，为贫困地区经济发展起到了举足轻重的作用。

8. 一对一精准扶贫

单位包村：哈拉道口镇横牌子村是松山区的贫困村，总户数739户，建档立卡贫困户201户。该村耕地面积1.9万亩，主要经济来源以种植为主，但缺少风险小、效益好的经济作物。针对这种情况，众益糖业近年来在横牌子村设立扶贫点，制定了帮扶工作计划，建立了帮扶工作机制，对其定点对口帮扶。

资金帮扶：2017年，众益糖业资助横牌子村扶贫资金壹万元，协助完成了水电配套项目，解决了土地浇水困难和牲畜饮水问题，为村民土地增产、养殖增收打下了坚实的物质基础，有效地激发了村民联

产承包和规模养殖，形成了“全村创业”的良好风气，成为村民脱贫致富的内生动力。

众益糖业还充分发挥联络作用，协助横牌子村村委会改建了村委会屋舍，使得村委会干部和村民便于联络及工作，极大地提高了村民幸福感，起到了扶贫政策宣传作用。

农业种植技术帮扶：2018年春，众益糖业配套实施精准扶贫计划，主要是“农业技术下乡”，在推广甜菜订单的同时，为了提高农民的科技意识，公司在横牌子村设立了甜菜种植技术培训点，与贫困村民紧密接触，将农业新技术送到了田间地头，为全村脱贫打下了坚实的基础。

干部包户：按区委脱贫攻坚政策部署，为了提高帮扶认识，明确帮扶职责，众益糖业设立了专门的帮扶责任人。贾玉洲同志是公司总经理助理，长期在基地工作，事业心和责任感强，善于做群众工作，被公司确定为帮扶责任人。

横牌子村民徐春祥在2014年被核定为建档立卡贫困户，经帮扶责任人入户调查了解，徐春祥出生于1968年，今年已经50岁，小学文化，家庭有四口人，上有老母有病在身、常年吃药，又因其本人缺乏种植技术，导致家庭入不敷出，致富更是无从谈起。针对徐春祥一家的贫困情况，从2014年开始，帮扶责任人坚持入户调查，发挥引导、帮手、联络、示范等作用，真心结对、全力帮扶。经过两年的努力，徐春祥理清了发展思路，熟悉了农业种植技术，通过种植甜菜、玉米制种等经济作物获得明显收益，终于在2017年成功脱贫。为了不发生返贫现象，2018年帮扶责任人继续对口帮扶，通过思想引导、节日慰问等方式，进一步提高了徐春祥的致富本领和信心，今年种植甜菜20亩，预计纯收入2万元。

9.健康扶贫爱心企业

为积极响应国家精准扶贫指示精神，落实松山区政府扶贫有关决策措施，认真践行习近平总书记“小康路上，不能让一个人掉队”总目标。

图表2：众益糖业奖牌

资料来源：众益糖业

2018年7月6日，赤峰众益糖业有限公司与松山区哈拉道口镇横牌子村贫困户对口帮扶捐款捐赠仪式，在哈拉道口镇政府会议室庄重举行。三年产业扶贫帮扶协议签订后，张洪军监事长将30000元扶助资金现金交到了横牌子村村主任孙国华手上，以帮助解决当前贫困户支付村植树造林所需的水电费资金等困难。郭镇长代表镇政府做了表态发言，在政府扶贫攻坚的关键时刻，对众益糖业公司能及时、有力地伸出援助之手，代表镇政府、贫困户表示非常感激，并表态一定要千方百计、下大力气，对辖区内贫困户做好脱贫攻坚工作。

图表3：众益糖业奖牌

资料来源：众益糖业

（四）内蒙糖业发展前景广阔

1.内蒙产区土地供应充足

内蒙地区天然广阔的大平原有充足的农业土地供应，只要比较收益有优势，甜菜的种植面积就有持续增加的空间。内蒙糖厂的增资扩建都是在充分调研的基础上才实施的，在建糖厂不存在原料吃不饱的担忧。而且内蒙现有的存量土地供应完全可以实现计划投产的糖厂生产，并未涉及增量土地供应，所有目前新增产能完全可以有充足的甜菜供应。

2.机械化推广便利

华北大平原黑土地，先天就具有机械化种植的基础，推广的成本也较低，加上推广时间铺垫较长，07年开始外资引入，机械化规模化种植开始推广普及，高效生产效率的收益早已经得到验证，农民和企业的接受度较高，现在甜菜种植的机械化已较为普及，最主要的还是目前阶段内蒙地区有资金、有人来推动甜菜行业的发展和机械化水平的提高。

机械化农机具的购买方面，通常国家会补贴给农户30%，部分糖厂会补贴30-40%以上，其余由农户承担，在一些甜菜供过于求的地区，甜菜收购价和农机补贴都会降低。所以各地条件不同，机械化差异较大，平均从45%到100%不等。甜菜种植方面的机械化远远高于广西甘蔗产区。生产加工方面，老糖厂的自动化略低，较新的糖厂自动化普遍较高，与广西相对先进的制糖企业也可以竞争。众益糖业在补贴方面一直是行业的先行者，农机械方面的补贴标准都在40%，其他的报销、分销、赊销和减免政策也是执行较高标准。

广西产区的机械化种植和示范田需要政府和大型糖厂投入大量人力和资金，以政治任务的姿态来推动，而甜菜产区只要糖厂提供适当补贴，加上国家的补贴，农民自己就可以实现机械化种植，推动起来的效率和收益更快更便捷。随着未来甜菜新建产能的投产，糖料供应越紧张，糖厂竞争压力越大，机械化种植的需求越高，农户和糖厂推广机械化的动力也越强。甜菜的机械化种植，或者说小型农机的机械化是在中短期内就有实现的可能的。而大型农机，或者发达国家甜菜种植和加工生产的大型机械化还未在我国大规模推广，未来，随着行业的发展和竞争力的提升，小型农机被大型专业化设备取代后，内蒙地区的甜菜糖才会迎来真正的大规模机械化种植，届时的生产效率和产量前景将更上一个台阶。

3.比较收益突出，农民种植积极性较高

内蒙地区的竞争作物主要是玉米，部分地区有土豆和葵花，其他作物不具备竞争规模。在供给侧改革的主导下，玉米的价格和补贴逐渐失去优势，回归市场主导，部分地区玉米种植面积以每年减少10万亩的速度在退出。内蒙地区玉米种植户，自有土地实现收支平衡已较为乐观，承包土地或者单产较低地区普遍亏损。当前供给侧改革持续中，玉米收购价每斤不到8毛钱，一亩甜菜的收益相当于玉米的2-3倍，赤峰地区属玉米收益相对较高的产地，玉米收益加上补贴约有450-500元/亩。而部分地区的土豆和葵花受病虫害影响较大，产量不稳定，价格波动较大，种植意向增减变化也较大，收益无法保障。

内蒙地区甜菜收购长期维持在520-540元/吨，即使糖价快速走低，糖厂生存压力较大期间也未动摇过。甜菜因为收购价格长期稳定，收益有保障，成为农民种植意向最大的作物，未来如果政策不出现大

的调整，农民种植甜菜的积极性依然会维持高位，内蒙地区的甜菜供应仍然维持整体宽松，局部略紧张的格局。

4.糖厂握有主动权，有助于推动行业扩大发展

内蒙地区的甜菜收购采用订单农业的种植模式，糖厂对签约农户种植甜菜所需的种子化肥等资源实行贴息赊销供应，在甜菜结款时统一收回，糖厂也会为辖区的农户提供政策补贴、技术支持等扶持。

内蒙地区甜菜收购是市场化的，但为了维持农户种植积极性，提高糖料供应的稳定性，已经连续5年维持平均520元/吨的收购价，之前玉米是最具比较收益的竞争品种，而且玉米种植期间的维护人工和成本更低，但是供给侧改革开始后，甜菜竞争优势大增，农民种植积极性大幅提高，现有糖厂加工能力并未在短期大幅提升，逐渐占有收购的主动权。

例如去年内蒙地区有4家糖厂开工时间超过150天，延期一个月，主要就是农民种植量超过签约量，但糖厂响应号召，也为了维护与农民的良好关系，也全部收购了，最后超负荷加工。所以去年开始，部分糖厂调低了签约的农户面积和预期加工量，为此还联合各方劝退农户种植甜菜，或者提高签约条件。例如，有糖厂放弃了山阴侧糖份低的种植户，或者只有具备灌溉条件的大户才有签约机会，大部分糖厂都只签约100亩种植规模以上的大户，有糖厂限制了纸筒和直播收购的比例，甚至有糖厂提前2-3年提前签约大户，在此期间提高土地条件，优化甜菜未来生长环境。

这些现象都表明目前甜菜种植的炙手可热，未来只要玉米政策不出现大的变动，甜菜的竞争优势依然存在，在内蒙土地供应充足的背景下，糖厂依然占有相对的主动权，这也将直接推动行业的继续壮大发展。

5.资金充裕，人员专业

甜菜行业要大发展离不开人和资金，而现阶段的内蒙就具备这样的优势。前两年煤炭行业和房地产市场发展受限，所以内蒙地区有部分的“煤老板”和房地产商带着大量的资金投入到了甜菜行业，同时还有部分业内的政府退休和离职的官员，有着产业背景的专业人士投入其中。有专业的人还有充足的资金，

加上政策的有利条件，内蒙糖业的发展可谓天时地利人和。

6.成本降低空间仍存，竞争优势将继续增强

前文所述，目前内蒙地区无论是中短期还是长远来看，都具备继续提升机械化和自动化的条件和可能，而糖厂在当前阶段又握有主动权，也有能力和动力去推动行业的发展和提高，加上外部投资资金的热情，内蒙甜菜行业继续快速发展的条件已经相对成熟，生产成本降低也成为可能，原本已经具备成本优势的内蒙甜菜行业将继续提高自身的竞争优势。

相对于内蒙，新疆这个第一大甜菜主产区的产量增长空间未见到明显增加迹象，而且新疆甜菜糖品质不如内蒙糖，不具备比较优势，运输成本也远高于内蒙两倍多，未来发展潜力和投资吸引力都没有内蒙强，所以内蒙有望成为甜菜发展最具竞争力的地区。

7.政府扶持力度大

据赤峰松山区农牧局长介绍，当前甜菜产业是内蒙地区政府重点扶植的行业，相关部门主要通过三种机制扶持甜菜行业，分别包括当地龙头企业与农民联结机制、节水耗能低的行业补贴机制以及符合供给侧改革行业大方向的导向机制，当前甜菜行业完全符合政策扶持的导向和趋势。

2015年至今，松山区政府每年连续出台利益联结机制，扶持当地龙头企业，扶持龙头企业的利益就相当于扶持农民的收益，今年松山区新增甜菜面积5.5万亩，政府的补贴机制也逐渐增强。目前松山区甜菜种植面积共计10.5万亩，其中膜下滴灌面积7.5万亩，其余三万亩为青种的甜菜，滴灌技术可以节水60%以上，符合节水和低耗能的政策导向。农民如果种植方式为青种，则政府补贴100元/亩，有膜下滴灌的种植面积补贴提高至150元/亩。在政策鼓励和补贴增加的导向下，赤峰地区的膜下滴灌技术推广的面积和速度提升非常快，节水效应突出，对干旱天气的抗风险能力大大增强，甜菜糖分和产量相对稳定发展，生产效率得到大幅度提升。

(五) 众益糖业是行业龙头企业

众益糖业的生产效率和企业规模在内蒙食糖行业，甚至全国糖圈都可谓一马当先，企业自动化、数字化建设涉及到企业内部和企业外部（甜菜种植、起收），赤峰众益糖业有限公司决策层对此高度重视，先后投资近2000多万元改善工厂生产、检验设备，增加农业机械化设施，提高了劳动生产率，保证了产品质量、降低了劳动强度，带动了企业的发展和农民种植甜菜的积极性。众益糖业可以说是目前国内甜菜糖厂国产装备水平最高的糖厂，实现了自控配套、环保达标、质量过硬、智能管理。

赤峰众益糖业由于特殊的区位优势，能够拓展更广阔的的业态范围；赤峰众益距离京津和东北的食糖消费市场近，铁路、公路非常便捷；是华北距离锦州、秦皇岛、天津等港口最近的甜菜糖厂；赤峰距离交割库、国储库也很近，方便现货交割和承揽国储糖加工；赤峰众益距离国电的大型煤矿较近，距老公营子煤矿4公里，距风水沟煤矿8公里，能源成本相对较低。赤峰众益在冬季加工甜菜糖的同时夏季加工原糖具有得天独厚的条件。

图表4：众益糖厂周边仓库

资料来源：一德期货

多年来，众益糖业始终践行“安全、高效、创新、共赢”的企业精神，秉承“以人为本、以糖为业、以客为上、以需为源”的核心价值观，履行“糖惠民众、业兴广益”的公司使命。公司通过与当地政府及农民

合作，加快发展现代化甜菜种植业，扩大甜菜种植规模，增加农民收入和社会效益，最终推动中国甜菜制糖工业向前发展。公司将致力于打造农业产业化进步和升级，建设农民增收、企业增效、地区收益、社会和谐的资源节约型和环境友好型的甜蜜事业。

赤峰众益糖业有限公司是一个社会效益显著、发展前景广阔的现代化的制糖企业。四十年的糖业梦，铸就百姓致富路。宏图已绘就，号角已吹响，壮志在心头，扬鞭在脚下。让我们赤峰众益制糖人满怀豪情再创辉煌。

二、企业生产经营中面临的风险

随着公司白糖生产规模的不断扩大，传统的大宗商品经营模式面临的不确定性和风险因素越来越多，在企业现货经营过程中面临的风险主要来自三个方面，分别是市场风险、运营风险和信用风险。其中市场风险主要包括企业现货销售的价格风险、糖料收购价波动的风险以及相关替代品带来的风险。运营风险主要包含企业在现货经营过程中发生的运输风险、仓储风险和流动性风险。信用风险方面主要包括企业上下游产业链上的各环节在经营过程中信誉风险和财务风险。政策风险主要包括国家各项宏观和微观的经济政策措施对企业经营带来的风险。

（一）市场风险

1. 现货价格波动风险

郑糖上市以来已经走过了完整的12个年度，期间经历了4次牛熊周期的转换，“三年熊市，三年牛市”的周期规律仍在续写，第四波牛市是从2014/15榨季开始至2016/17榨季结束，郑糖牛市阶段的最高点较前一轮熊市的低点4163上涨了3151点，涨幅76%，最高价格7314点。在这波牛市期间食糖行业利润均高于1000元/吨，北方甜菜产区的利润大多高于2000元/吨。在高利润的吸引力，行业内投资大量涌入到食

糖行业，内蒙甜菜糖业也迎来了大发展的阶段，新的糖厂不断兴建。

图表5：郑糖历史走势

资料来源：博易大师

食糖价格的高企加上行业的资金和人员的配合，最终助力内蒙甜菜糖行业实现了飞速发展，到2018/19榨季计划有新建的6家糖厂可实现投产，届时内蒙共计8个集团旗下共计14家糖厂开机榨糖，内蒙新榨季食糖产量有望从去年的48万吨大幅上涨至55-60万吨，而明年有望进一步突破100万吨，并有望超越云南，成为我国第二大食糖主产区，可以说内蒙糖厂数量和产能都实现了跨越式飞速发展。但牛

市不能永远延续，从2017/18榨季开始，郑糖低点较前一榨季高点已经下跌了2474点，跌幅33.8%。增产周期伴随消费疲软，加上国际市场共振，利空因素不断冲击市场，在新糖厂陆续投产的第一年就迎来了熊市第二年价格不断刷新前低的尴尬，价格较上榨季熊市的高点已经下跌2000多点，糖厂大多亏损，如果不开机生产，新建的设备和人员亏损更多，签订甜菜收购计划也不能搁置，而开机生产则意味着亏损，食糖行业迎来糖价企稳反弹的下一轮牛市至少需要一至两年，这对于新建的糖厂投资十几亿的成本来讲无疑是致命的打击。

图表6：糖厂产能和产量

资料来源：一德期货

在这过程中，积极参与期货期权市场，提前在价格可以覆盖生产成本空间的时候提前锁定企业销售利润的企业则较好的规避了价格过渡下跌给企业带来的损失，尤其在刚刚开榨的2018/19榨季，增产周期持续，甜菜糖的销售途径较为固定，多为终端领域，熊市格局下销售已经较为清淡，甜菜行业的特殊

的“甜菜碱”味道令食品行业不敢随意更换食品配方，甜菜糖在当前完全无法与传统的甘蔗行业竞争，所以在短期内市场并没有能力消化突然增多的甜菜糖，而抛掷期货和期权盘面，通过盘面进行交割则可以在短时间解决企业现货销售和资金回笼的压力，一举两得。相反的，如果错过了期货和期权市场套保和套利，则会将企业的风险完全暴露在熊市格局下，还未开始销售就已经全面亏损的尴尬境地。

众益糖业作为内蒙糖业的先驱，不仅有较强的参与期货期权市场的意识，也身先士卒参与市场的套保和交割，在一定程度上弥补了价格下跌给企业带来的损失，也积累了一定的参与经验，众益糖业在新榨季开榨前就已经备好资金和账户，在期货价格达到目标价格的时候及时参与，超前布局，套保套利并举，期货期权同时发动，配合辅助现货经营，在熊市价格下跌期间继续实现企业做强、做大的目标。

2.收购价风险

甜菜糖厂的成本构成中最重要的一环就是甜菜收购价的高低，生产成本也是企业核心竞争力所在，收购价的高低将直接决定糖厂的盈亏状况和生存现状。

内蒙甜菜收购是完全的市场化行为，没有甘蔗收购的政府指导价和二次结算，如果糖价过低，甜菜糖厂可以调低收购价来应对，相对甘蔗糖厂更加灵活。虽然收购价自主决定，但为了提高农民积极性和企业竞争优势，内蒙地区糖厂至今已经连续5年甜菜地头收购价维持不变，赤峰和乌兰察布等产区糖厂分布较多，糖料相对紧张地区的甜菜收购价相对高于分布在相对偏远、糖料充足地区的糖厂收购价，具体糖厂生产成本的差异主要来自甜菜含糖的差别。

甜菜生产加工的副产品主要有糖蜜和颗粒粕，通常100吨甜菜可产12吨糖，同时还有5吨糖蜜和5吨颗粒粕。糖蜜和颗粒粕的收益可抵消部分生产成本。副产品中糖蜜大多销售，自用的仅用于有酵母生产能力的企业，颗粒粕也多销售给饲料生产企业，有自有牧场的企业多留作自用。

糖蜜可用在食品工业、饲料添加剂、发酵制乙醇等领域，如果糖厂或集团有生产加工酵母的，糖蜜大多自用，而没有相关生产链的糖厂大多销售给附近的企业。目前糖厂配套酵母生产能力也已经成为大型企业的发展趋势之一。内蒙地区糖蜜价格平均约为1200元/吨上下。

颗粒粕是甜菜糖加工过程中，甜菜丝糖份提取以后，再经过脱水、压榨、烘干、造粒和包装即可生产出甜菜颗粒粕，主要销售给饲料厂和食用菌培养企业，但因为饲料的其他原料价格优惠，饲料使用的颗粒粕数量较为有限，食用菌配方中添加量也低于10%，整体上颗粒粕的应用较为受限，未来甜菜增产后颗粒粕或将面临供过于求的状态。

图表7：糖厂成本因素

资料来源：一德期货

糖厂生产成本在4600-5400元/吨之间，与上榨季基本持平，加上副产品抵扣，税后成本大多低于4200-5000元/吨，100亩以上的种植大户，扣除最高1100元/亩的所有成本，每亩收益普遍在1000-1200元。

不同地区生产成本差距较大，主要的影响因素包括企业机械化推广效率的不同、所处位置土地和天气环境对糖分影响不同、政府补贴不同、副产品需求格局不同的因素外，决定成本高低最主要的因素就是甜菜收购价的高低，自有土地种植的甜菜最低可以达到240元/吨的地头收购价，而收购农民种植的甜菜则普遍高于500元/吨，收购成本高了一倍，所以目前有条件的糖厂也加大了自己承包土地推广合作社的模式，自有土地也更方便糖厂投入更多的资金和人力提高土地条件和机械化效率，成功也有条件进一

步降低。

生产成本是企业核心竞争力所在，现在的糖价已经在不断挑战甜菜糖的成本，也影响了企业继续生产、行业继续投资建厂的趋势，这也是已经建成却并未全部投产的直接原因，但长远来看，内蒙地区的甜菜行业成本优势和生产效率较高的优势依然会促进内蒙甜菜行业的继续发展壮大。

内蒙地区的成本依然有降低的空间，目前内蒙地区无论是中短期还是长远来看，都具备继续提升机械化和自动化的条件和可能，而糖厂在当前阶段又握有主动权，也有能力和动力去推动行业的发展和提高，加上外部投资资金的热情，内蒙甜菜行业继续快速发展的条件已经相对成熟，生产成本降低也成为可能，那么本来已经具备成本优势的内蒙甜菜将继续提高自身的竞争优势。

3. 替代品风险

我国的白糖替代品主要是淀粉糖对白糖传统市场的替代以及进口和走私糖对国内糖业的非法冲击。

淀粉糖替代空间变动不大，我国玉米消费中约有60%以上用于饲料，工业消费比重为26%，原材料的富足为发展淀粉糖产业提供了较好物质基础。由于具备价格和效用上的优势，多年来淀粉糖消费一直在逐步增长，尤其是在白砂糖价格持续攀升的年份，淀粉糖产量更是迅猛扩张，迅速扩大了市场范围。在白糖和淀粉糖的交叉市场中，当蔗糖与淀粉糖价差小于1000元/吨，大多数终端用户会选择使用蔗糖，而不会考虑淀粉糖。当蔗糖与淀粉糖的价差在1000-1500元/吨时，大多数终端用户企业可能会选择白糖与淀粉糖混合使用以节约成本。当价差高于1500元/吨时，终端企业会更多使用淀粉糖而非蔗糖，尤其是中小型的终端企业。目前预计食糖与淀粉糖的交叉市场份额已经从高峰的700-800万吨缩减至120-150万吨左右。目前淀粉糖行业对食糖的替代空间基本达到饱和状态，变动空间有限。二者价差已经接近1400元/吨左右，替代的价格优势也不明显。

进口限制严格，正规进口量逐渐缩减。2015年11月以来，限制进口、延后进口、进口许可证包括延缓入关等各项政策频频出台，在政策的限制下正规进口糖有明显下降，17/18榨季进口243万吨，低于预期的280万吨，原因是第二批发放的75万吨进口许可证没有用完，未完成的许可证将算入18/19榨季的进

口量，政策不出变动则18/19榨季进口预计在300万吨上下，进口方面存在较大变数的因素是走私糖。

走私利润高，进口税90%，外糖11-13美分，配额外进口利润-375/-380元/吨，配额外利润在1700-1900元/吨左右，巴西糖贴水，泰国糖持续升水，走私糖的利润空间依然非常高，走私糖每吨利润长期处于高达2000-3000元/吨的水平，目前走私糖的价格在5000元上下，甚至低于这个价格。在暴利的诱惑下，走私糖屡禁不止已有规模化趋势，不断有新的走私路径和方法被曝光，在打击走私加压下走私量短期会呈现阶段性明显减少的现象，但只要有需求、有利润就有市场。17/18榨季走私总量预计为200万吨，因为缅甸的放开，加上从其他国家走私的可能性增加，比如巴基斯坦和台湾等国家和地区，所以走私量较一季度上调了50万吨，恢复至250万吨的预估。

综上，替代品方面淀粉糖的替代空间和价格优势逐渐缩小，变动空间不大，正规进口糖也被限制在相对较为固定的水平上，唯一存在的变数的就是走私糖对国内食糖消费领域的替代了，对于现货企业并没有较好的应对措施，重点就是配合有关部门的检查，严格自身上下游企业的自律，不采购、不使用、不运输、不协助、不配合，严格把关从自身做起拒绝走私糖，还国内市场一个公平正义公开的环境。

（二）运营风险

食糖生产企业在经营过程中，除了压榨生产外，主要涉及的运营风险就是在存储和运输环节中潜在的风险。这其中涉及多个环节，比如运输、仓储、包装、装卸搬运、配送和信息服务等，在运输和仓储的过程中也会遇到各种不确定性事件和突发事件。其中主要的风险点就在于运输环节和存储环节两个方面。

1.运输过程中的风险

食糖在运输过程中主要包括四个环节，分别为装货、运送、卸货以及入库。在装货之前首先要选定承运人和运输方式，运输主体不可控风险较高，目前食糖运输过程中国的物流行业普遍缺乏风险管理，大多只是凭借销售人员在与客户接触过程中积累的经验对其进行信用评估，缺乏对客户信用风险管理体

系，或者采用粗放的信用风险管理方式，不可控风险较高。

在装货过程中，计量的准确性、装货完成的速度、车辆本身的条件是否符合食品运输要求、外界雨雪等不利条件导致的物品损坏和污染等是主要关注的风险点。

运输过程中，天气条件、道路状况、交通意外、人为错误或者不可抗力导致的货物损坏或者货物延迟交付的风险，最终导致货物运输的安全性，及时性和可靠性得不到保证。

在抵达目的地后需要及时卸货，在这过程中，食糖外包装是否污损、数量和重量是否短缺、存储仓库或者集装箱等存储地是否符合卫生条件，卸货的传送带的干净程度以及最终卸货码垛的方式都是主要的风险点。

对于糖厂来讲，在食糖装车运输前的环节是可以把控的，食糖的品质和数量也是确定的，而装货之后的风险点需要高度重视，提前把控，众益糖业在食糖运输环节方面已经经过多年的培育和改良将风险控制在了比较微小的范围内，例如，培养和扶植信誉较高的运输团队，签订长期战略合作协议，合同文本详细明确风险事件的责任归属和应对措施，提前对运输线路进行合理布局与规划，缩短运输路线，提高车辆装载率，同时实现节能减排的目标。基本实现了全程跟踪密切配合运输作业，多年来在运输方面的实行效果非常理想。

对于现货经营过程中各个环节中可能发生的风险，货物的质量、安全性和运输时效性都需要严格把控。众益糖业在过往的经验中总结了一套自己的运营管理方法，在运输过程中需选择信誉度高的物流供应商，在物流中采取标准化作业，并全程购买运输险。此外，企业需要根据各个环节发生的风险进行库存调度，甚至需要在期货市场里调整相应头寸。

2. 仓储环节的风险

对于时有发生白糖在库货物丢失、破损、被抵押、污染潮包等事件，以及仓库卫生不达标、存储条件不足、入库出库时间太长、装卸排队时间长等问题，糖厂最优的解决途径就是选择一个信誉高条件好又能接收货物的仓库，令糖厂安心、令客户放心、令运输团队舒心的仓库成为仓储环节的关键。

内蒙和国内甜菜其他主产区并未设立食糖交割仓库和厂库，只能通过运送至周边的仓库来解决交割和临时存储的问题。在今年之前，内蒙甜菜糖产量最高也不足50万吨，每家糖厂也有一定的存储能力，周转库存压力不大，糖价较高阶段的交割意向也不高，食糖外运的需求量不大，更多是在周边消化。而近两个榨季，增产幅度提升，内部消化短期无法完成，存储剩余库存成了必须选项，交割也成为内蒙糖厂争相效仿的途径之一，由此带来了仓库库容的紧张。条件好信誉高的仓库更加成为企业争相抢夺的对象，众益糖业凭借自身过硬的品质和多年信誉在行业一直享有较高声望，仓库和交割库的合作意向也非常高，不仅是对众益糖业食糖品质的认可，更是对企业生产能力和信誉的认可，在还未正式开榨生产之前，企业已经联系了多家食糖交割仓库，并达成了多项合作的意向，交割、注册仓单、临时存储的合作已经基本达成，在内蒙糖业集体库容紧张的时刻，众益糖业已经优先凭借自身的硬件条件占得先机。

（三）信用风险

对于食糖生产厂家，涉及的主要是下游终端销售领域、中间贸易商、运输团队以及食糖存储方，每一方面的信用出现问题对于糖厂当年的生产销售来讲都会带来巨大影响，一笔交易出现风险很有可能吞噬掉全年的销售利润，企业也将遭受严重亏损。

对于下游的终端销售领域通常是先货后款，一般会有少则十几天的回款账期，长期合作良好的客户账期相对更长，这就需要企业在培养客户和选择客户的时候建立更加全面的信用核实记录以及客户调研，对客户需求和企业能力有准确的认知和预期。

对于贸易商通常是先款后货，价格相对终端优惠一些，薄利多销的背景下更需要中间商信誉的支撑，不仅代表的是企业品牌的声誉，更是企业主要现货销售的途径和市场占有情况的代表，一家贸易商出现信用危机不仅会给企业带来经济上的巨大损失，更是糖厂食糖品牌信誉的危机，是原有市场占有率的下降，所以一家信誉良好、结构机制健全的中间商是糖厂需要重点考察的对象，中间商的培育和扶植也是一项长期的工作，众益糖业已经在多年前对此有了一致的高度认知，信誉好是一切合作的前提，战略合

作，长期协议是合作的主要模式。

对于运输团队方面的风险在运输环节上企业已经采取的多项措施控制，对于存储方也有了重点布局，尤其在库容紧张，食糖参与期货交易价格积极性提升的年份，提前布局规划更显重要，对此，众益糖业可谓是一马当先，在新榨季还未开始生产就已经与存储仓库和交割仓库签订好合作协议，其他的临时性存储库容也有了初步合作的意向，通过自身考察，对路线、运费、仓库条件、中间商的需求和自身销售布局考量，全局出发，重点布局，提前锁定未来的需求库容，在大家都预期库容紧张的初期已经决定了信誉好条件好，更加适合企业采用的仓库协议，将仓库和运输方的信用风险锁定在最小概率上。

在众益糖业内部有严格的应对信用风险的措施，针对上文中的每一项都有不同的方案和举措，通过科学的信用评级机制，严格筛选合作的对象，并且对其经营状况、违约风险进行不定期评估，实现动态管理，全面跟踪，随时调整的目标。

（四）政策风险

内蒙糖厂目前面临主要的政策面风险就是直补政策和甜菜收购价的波动风险。在18/19榨季，还没有遇见具体的改革政策落地的可能，政策扶持也难有实质性的提振或者打压，所以目前政策的炒作更多是在心理预期方面，难有实质性落地。

甘蔗直补政策一度成为郑糖空头的筹码，但直补政策目前处于相关部门调查研究的阶段。远期看，实行直补政策是有历史需求和现实可能的，但本榨季还没落地的可能，对中短期的价格影响仅限于炒作层面。而且最终的政策取向也是不确定的，甘蔗直补、目标价格管理和收购政策都存在可能。传闻甜菜糖并不在直补的范围内，如果直补政策落实后只涉及到甘蔗糖，那相对于内蒙糖厂将是重大打击，如果甘蔗的直补价格是80元/吨，则每吨食糖的成本将会下降400元以上，糖价必将引起较大幅度下降，而内蒙甜菜糖并没有补贴，成本维持不变，糖价下降后对甜菜行业都是非常大的打击，刚兴起来的甜菜行业很可能遭遇史上最大压力，相反的，如果直补实行的范围包括甜菜糖厂，则糖厂的顾虑可以打消一大半

了。

内蒙地区的甜菜收购采用订单农业的种植模式，糖厂对签约农户种植甜菜所需的种子化肥等资源实行贴息赊销供应，在甜菜结款时统一收回，糖厂也会为辖区的农户提供政策补贴、技术支持等扶持。

内蒙地区甜菜收购是市场化的，但为了维持农户种植积极性，提高糖料供应的稳定性，已经连续4年维持平均520元/吨的收购价，个别糖厂所在地区没有其他糖厂竞争，土地地租也仅有几百元/亩，自有承包的甜菜收购价格仅有240元/吨，竞争优势可见一斑。在此之前玉米是最具比较收益的竞争品种，而且玉米种植期间的维护人工和成本更低，但是供给侧改革开始后，甜菜竞争优势大增，农民种植积极性大幅提高，现有糖厂加工能力并未在短期大幅提升，逐渐占有收购的主动权，未来只要没有政策上的强制性规定，糖业规模不再过快发展，内蒙地区的糖厂对糖料收购价格依然占优主动权。

三、参与白糖期货和期权的历史和现状

市场经济在其运行过程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。如何转移价格风险就成为企业在市场竞争中必须解决的问题。而郑州商品交易所上市的白糖期货和期权正好可以解决企业所面临的糖价大幅波动的风险。

（一）参与白糖期货和期权的历史悠久

2006年白糖期货在郑州商品交易所挂牌上市，其成交量一度占到全国期货市场各品种总和的三分之一。在大量资金参与下，白糖期货价格的波动呈现出明显的不确定性和波动幅度扩大的趋势，影响企业生产和经营的正常运行。但从另一角度而言，这一特点也同时带来了丰富的套利和套保机会，企业不仅可以通过白糖期货获取未来市场的供求信息，提高企业生产经营决策的科学合理性，而且可以通过套期保值来规避市场价格风险，进而实现事先确定成本，锁住利润。可以说，白糖期货市场的建立，在为白糖现货企业增进经济效益和规避市场价格风险方面都发挥了着重要的作用。

糖价的大起大落使糖厂承担着巨大的风险，在榨季初期，制糖企业需要集中筹集大量资金用于收购糖料，甜菜糖厂通常在农历过年之前要兑付全部的糖料款项，同时生产出来的食糖无法短期全部销售完毕，有相当一部分存放在仓库里，库容和资金的压力都较大，市场价格的波动令库存糖面临无法控制的风险之中，尤其目前内蒙地区大力推行订单农业，在提高生产效率和降低成本方面的效果显著，但却将市场价格波动的风险完全转嫁在糖厂身上，糖厂在现货经营途径无法规避相关的风险，所以出现了价格上涨超过成本的时候企业才有盈利的可能，价格下跌的时候企业出现大幅亏损的局面，大部分制糖企业对食糖价格的波动只能被动接受，有了白糖期货市场，糖厂可以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，降低成本，锁定风险和利润。

白糖期货和期权市场为食糖生产经营企业提供了一个套期保值的途径，是糖厂目前可以采用的回避价格风险的最有利的工具。在甜菜种植方面，通过“保险+期权”的模式锁定收购价格波动的风险，在白糖销售的时候通过套期保值来锁定未来的销售价格，规避价格大幅下跌的亏损风险，还可以通过期权和期货市场交割的方式解决销售压力，减少库存压力和资金压力。对于众益糖业来讲，期货和期权市场的良好发挥和成熟运用是企业经营过程中非常重要的一个任务，这也是众益糖业多年来积极参与期权和期货市场的原因，并在期权市场上市初期就积极参与进来的直接动力。

（二）参与白糖期货和期权的现状

公司领导层高度重视对金融市场的运用，从郑商所白糖期货上市初期即对白糖期货和期权等对冲工具进行深入细致的学习、广泛的研究和积极的参与。目前已经具备了相对成熟的市场参与经验和业务团队，从意识形态、市场经验和组织规模都日趋成熟完善。

1.定位明确：不排斥、不冒进、开放包容

众益糖业作为一家有着40年历史的大型糖厂，见证了中国食糖行业的历史和发展壮大，也亲历了无数糖厂的兴盛和衰竭，历史的经验告诉我们，创新和发展是企业屹立不倒的根基，也是发展壮大的保证，

对于制糖行业的更新和变革，企业一直以来都奉行开放包容的心态，除旧纳新，改革开放，不断学习是企业领导人奉行的理念。

对于白糖期权的上市，集团上下一致欢迎，做到不排斥金融产品对实体经营辅助作用的发挥效果，但对期货和期权市场的前期了解和印象并不盲目乐观，所以也明确了不冒失进入的原则，本着开放包容的心态接纳期货和期权市场，积极关注，争取机会学习，不放弃每一个可以辅助现货经营和企业发展的机会，也鼓励个人积极参与，深入学习，积累经验和教训。在这样开放的环境下，集团在期权上市初期就开始积累参与经验和相关知识的储备，为后市进入期货和期权市场打下了良好的根基。

2. 密切关注：持续跟踪学习是内蒙糖业表率

鉴于对期货市场功能发挥重要性的认识，众益糖业领导团队对此高度重视，从集团领导层到个人都对参与期货市场有着很高的积极性，全员积极参与并组织相关学习和培训，指定专门的合作单位，组建了人员专门从事相关事务，为后续成熟的参与期货期权市场打下坚固的根基。众益糖业对期货和期权的关注度和学习积极性在国内甜菜行业可谓一马当先。

公司积极参与交易所和行业内外的培训与交流机会，并多次赞助支持相关活动的开展，为企业员工提供多角度的培训和学习的机会。在公司外部多次组织相关部门的领导和员工到美国等先进国家学习生产经验和金融市场参与经验，与行业内优秀的参与期货市场的专家积极接触交流，并聘请专家举办讲座和培训。同时，也与业内白糖期权和期货较为有实力的期货公司合作，积极跟踪市场趋势，密切关注行业动态，邀请业内专家、交易所和期货公司的分析师不定期的为企业进行培训，结合专家的策略和建议完善自身的套保和交易策略，与合作的交割仓库和厂库加深沟通联系，从生产到最后的交易交割都积攒了成熟的参与经验。本着密切关注跟踪学习的宗旨，众益糖业有着非常开放的包容和学习心态，是内蒙糖厂中对金融工具应用于实体经济的表率和先锋。

3. 不计成本：培养专业的人做专业的事

众益糖业老厂搬迁，新厂投产的投资额近十亿，今年在额尔古纳投资的新糖厂也已经开机生产，加

上其他相关的兄弟产业，我们看到的就是一个围绕甜菜生产加工销售一条龙的庞大企业集团。有着几十年积淀的生产企业不断做大做强的主要核心除了资金实力雄厚，就是人才队伍的朝气蓬勃。企业做的是关系国计民生的食品行业，传统产业却并未在创新和改革开放领域有丝毫的懈怠，依托集团雄厚的资金实力和对金融市场的重视，众益糖业不断加大在设备更新改造和人才专业团队上的投入和培养。

近几年金融市场飞速发展，为了更好的辅助企业现货生产经营，跟上金融改革创新步伐，企业多次派驻员工到美国学习当地糖厂先进的生产加工经验，不断引进美国的生产设备和经验，而且还重金聘请美国专家来内蒙为企业培训，全程指导生产流程，基本做到了99%以上的自动化生产，生产效率全国领先，设备能力和美国不相上下。最重要是，在引进先进国家生产设备的同时，更学习了美国先进的金融市场参与经验。

美国制糖企业有着非常完善和先进的参与白糖期货和期权的意识和经验，经过多次到美国的学习交流，结合国内白糖行业的现状，众益糖业董事会很快在内部组建了专门负责期货和期权板块的团队和专家，并聘请内蒙糖厂投资领域的资深投资人和行业知名人士为外聘专家指导期货和期权市场交易，同时，与业内白糖期货期权有优势的期货公司合作，借助专业期货公司的力量，共同组建了一支专门从事期货和期权市场的团队。目前众益糖业已经具备相对完善的期货部门的组织架构，团队的运作模式非常规范，市场参与体验较好，组织运作优良，已经成为内蒙糖厂争先效仿的表率。

4.组织架构成熟：制度完善、管理规范

众益糖业经过多年在现货和期货两个市场不断的探索和实践，逐渐形成了一套行之有效的组织架构格局，不仅有完善的制度框架，各项管理规则也非常规范。

(1) 期货部职能定位明确

目前众益糖业已经成立了独立的期货部门作为独立的二级部门，受集团董事会直接领导，期货部主要包含两个部门，分别为期货管理部与投资交易部。期货部主要负责集团与现货销售相互配套的套期保值和套利投资计划、投资与风险管理、期货信息服务等工作，协助现货销售中可能面临的成本和价格波

动风险。众益糖业期货投资部门的主要领导由糖厂现货经营方面的经济师兼职，期货部的专家主要通过外聘和期货公司协助来完成。

(2) 组织架构独立完整

决策层：集团总经理助理和总经济师。由董事会任命，负责公司期货业务的合规风险业务运作等监督检查工作和考核工作，直接对董事会负责。主要负责公司期货套保全面的管理和考核工作，审查公司年度、季度保值计划的实施、制定。授权下属负责人开展期货保值的各项业务。落实并检查董事会和风控监督管理委员会对期货各级管理与执行部门下达的文件精神。对公司的期货决策和操作的各个环节方面进行检查监督，将结果上报董事会。对公司期货操作与决策中出现的风险事件或隐患进行调查，并提出改进意见和相应的解决办法。

期货部管理者：公司总经理助理和总经济师。直接对总经理负责，审核期货保值计划和方案，监控期货业务活动。负责具体的套期保值业务，负责公司期货业务机构建设和人事管理，并协调期货部门和其他销售部、结算、财务部门间的业务。在公司授权下具体负责公司的期货各项业务的日常管理，不断健全完善公司期货业务的管理制度和风险控制制度，按公司制度流程审批、制定年度、季度阶段性保值计划和风险针对型的套期保值计划，对公司期货保值计划和投资计划进行初期审核，并负责短期、紧急保值和投资决策，及时化解期货保值过程中各种风险事故与隐患，签阅风险控制人员每周、月、年书面报告与合规报告。

投资交易岗位：交易员。由期货部负责人任命，直接对期货部负责人负责。负责公司期货头寸的建立，委托交易及后续跟踪。负责办理公司套期保值的各种报备与申办手续，对期货交易渠道进行选择和管理并存档，及时应对操作与决策中出现的风险或隐患，并及时提出改进意见和相应的解决办法并存档。

财务岗位：由公司财务人员兼任。由期货部、财务部负责人任命，直接对财务部负责人负责，负责期货业务有关的资金调拨手续的办理，期货保值业务收支盈亏的财务处理、财务登记、增值税税务发票及会计核算、保值报表的制定并存档。会计年度期货保值业务收支盈亏的财务处理、发票及会计核算、

保值财务报告的制定并存档。

风险控制部门：由集团风险控制部人员兼任。由董事会/监事会任命，直接对董事会/监事会负责，监控交易风险，负责交易授权的管理，确定交易额度，独力执行风险监督管控和各种权限、流程正常执行的监督职责，建立稽核检查制度和稽核处罚制度，督促公司内部各项内部控制文本制度的贯彻落实，协同处理操作与决策中出现的风险或隐患，并及时出具改进意见和相应的解决方案，定期制定风控报告。

(3) 投资决策和实施流程规范

根据实际的采购节奏和现货供求状况，对重点机会进行跟踪和分析。在判定重点研究和跟踪的投资机会出现时，期货公司分析师负责撰写投资建议书，同时听取采购部和销售部的意见，针对销售计划和各环节的实际状况来预期，在控制风险前提下，锁定未来一段时间的销售利润，并对投资机会进行评估。最后期货组向公司和主管领导提交交易策略报告。投资方案经董事会审议批准后，开始执行。投资策略如未获批准，则由期货部重新制定方案。财务部对计划实施过程和财务风险进行全程监管。投资过程由期货组负责，并呈报投资和持仓报告以及建议，交易完成后由期货组进行总结和记录归档。

(4) 资金管理与风险控制严格

在资金管理方面，众益糖业风险控制在相对比较安全的区间内，企业实际投入期货市场的投资额都限制在总投资额的50%以内，其余为备用资金，保证应对突发性行情的变化。入场的时候实行逐次建仓的资金分配方法，按照4：3：3的比例进行建仓和止损额度的划分，建仓资金尽可能的采取分批次、正金字塔方式进入期货市场，建仓过程中设定总资本的亏损额度，将总资本的亏损额度分摊到建仓过程中，也可以尽可能将损失控制在一个设定的范围以内。离场的时候分保护性止损和赢利止损，并严格的执行止损指令。持仓过程中，实际操盘人微调持仓幅度不应该超过总持仓的30%。对每次微调的持仓情况，向上级主管领导汇报。每月初期货部将上个月的操作和资金情况上报给董事会，并抄送采购部、财务部、销售部和风控部。

四、案例分享与经验总结

2006年白糖期货的上市在白糖现货企业增进经济效益和规避市场价格风险方面都发挥了着重要的作用。去年白糖期权的上市进一步丰富了涉糖企业的避险手段。众益糖业公司期货部决定在2018/19榨季开榨之前在郑商所SR1901合约上进行新榨季的期货和期权的套保和套利交易,尤其将重点放在了期权市场上,争取开辟公司套保业务的新天地。一切策略的前提都是对市场有着准确的分析和定位,对国内外行情有着明确的分析逻辑和研判。

(一) 市场研判

1. 国际市场分析

全球食糖市场17/18榨季供应过剩预计为860万吨,低于上次预估的1051万吨。2018/19榨季,因印度产量继续创纪录增长中,泰国也在增产,预计全球糖产量将小幅增长0.6%至1.8522亿吨的纪录新高,全球消费量料增长1.65%至1.7847亿吨,库存有小幅增加,预计18/19榨季预计全球食糖继续过剩675万吨。过剩压力虽然有小幅缓解,但依然处于过剩周期中,除了巴西减产,其他主要食糖国家的产量和出口都在增加中,泰国出口将继续刷新前一年度创造的记录,有望突破1000万吨,印度的产量有超越巴西成为世界第一大食糖主产国的可能,出口也将大幅攀升至500万吨,俄罗斯等国也出现过剩和出口的可能,未来如果天气不出现意外,供应压力有继续增加的空间和可能,长期看,国际食糖市场的供应压力依然较大,加上前几年的结转库存,综合库存压力依然在攀升。

(1) 巴西: 第一大产糖国低位不保

全球头号产糖国巴西18/19榨季食糖产量将连续第二年减产,且减产幅度不断提升,目前预计将减产827万吨至3060万吨,消费稳中有增,维持在1067万吨,出口大幅缩减860万吨至1960万吨,期末库存同比增加33万吨至125万吨,且政局动荡,雷亚尔弱势格局中阶段性波动较为剧烈,巴西的货币因素对

中短期的糖价影响非常大，而长期趋势上的减产预期也是国际糖价最为重要的支撑因素。

(2) 印度：产量挑战世界第一

17/18榨季在良好天气、高甘蔗单产的提振下，2017/18榨季印度糖产量达到历史记录高位的3225万吨，出口仅达到50万吨，远低于计划的200万吨，期末库存将攀升至历史新高1100万吨，接近印度近5个月的国内需求。预计2018/19榨季印度糖产量将进一步增加至3500万吨，从而超越巴西成为全球第一大产糖国。消费小幅增加至2600万吨，库存压力空前高涨，印度的出口压力也成为当前国际糖价最主要的压力源。18/19榨季产销差近900万吨，加上17/18榨季的结转库存1100万吨，18/19榨季印度国内的过剩量将高达1675万吨，压力空前。

(3) 泰国：出口再创记录

17/18榨季泰国连续第二年增产，且增产幅度较高，17/18榨季食糖产量1460万吨，消费稳定在260万吨之上，出口达到创记录的950万吨，去库存进展顺利。18/19榨季将继续增产，幅度不大，预计在1500万吨之内，消费稳中有降258万吨，出口继续刷新记录超过千万吨，甚至有望达到1100万吨的记录高位，库存也将小幅增加百万吨。

(4) 欧盟：小幅减产

17/18榨季欧盟预计将连续第二年增产，产量预计将提高20%至2115万吨，进口缩减近一半至140万吨，消费持稳1880万吨，出口大幅增长一倍多至370万吨，与世界第三的澳大利亚水平接近，库存略增。18/19榨季将减产，面积缩减量不大，产量的减少更多是来自夏季以来的干旱天气导致的单产降低所致，预计年度产量将降低约85万吨至2030万吨，消费和进口持稳，分别为1880万吨和140万吨，出口限于国际市场需求低迷，且糖价偏低，欧盟新榨季出口将有小幅降低至300万吨，欧盟下榨季的减产是国际糖市18/19榨季减产的主要力量之一。

综上，18/19榨季巴西减产超过800万吨，出口也缩减800万吨以上，泰国符合增产预期，出口有超过1100万吨的可能，印度产量继续刷新前高，并有望超过巴西成为世界第一大食糖主产国，印度出口计

划500万吨，除了巴西外，其他国家的供应端的压力超过去年同期，增产的周期还在延续，需求端却并未出现缓解迹象，新榨季的供应压力是否能有明显缓解主要看巴西减产是否能达到预期，如果达到800万吨以上，国际市场的供需压力综合情况较上榨季相比变化不大，如果减产不及预期，那18/19榨季国际糖市的供应压力只会继续恶化。

2.国内市场分析

白糖三年周期规律仍在延续，熊市周期时间和空间上还在延续，17/18和18/19榨季是国内食糖增产的第二年和第三年，熊市周期伴随增产，价格下行压力逐年增大。

图表8：我国食糖供需平衡表

资料来源：中糖协 一德期货

新糖供应压力超预期，当前已近步入18/19榨季的生产期，北方甜菜糖已陆续开榨，南方甘蔗糖也将步入生产期，四季度中旬将进入国内集中开榨生产高峰期，但消费正处于年度淡季，整体处于年度供应压力最高的阶段。今年的产量增加超过预期，销量持稳，价格下行压力大。

（二）套保交易决策的确定

根据对国内外食糖市场基本面的分析，全球食糖市场18/19榨季预计全球食糖继续过剩675万吨。过剩压力虽然有小幅缓解，但依然处于过剩周期中，长期看，国际食糖市场的供应压力依然较大，加上前几年的结转库存，综合库存压力依然在攀升。

图表9：郑糖基差和价差

资料来源：一德期货

长期看，反弹非反转，仍处熊市中期，增产中期，单边长期维持空头策略，可以在本次反弹期间再次布局。所以集团决定提前套保，在价格可以覆盖生产成本之后就逐渐入场布局，在榨季初期完成大部分套保任务，并且在期权和期货市场同步进行。

中期看，进口糖和走私糖流入降低，不抛储，甜菜糖尚未集中上市，中期行情值得期待，但受限于增

产的供应压力和中短期套保压力，上方反弹空间谨慎乐观，5200-5300压力较强。所以期货部将新榨季的套保计划定在10月初开始入场，郑糖1901合约反弹期间不断入场套保，期货和期权市场同步进行。

（三）交易方案的制定与实施

在白糖期权的实际应用上，众益糖业主要尝试采用了期权保险策略和备兑策略，取得了良好的效果。

1.案例一：买入看涨期权同时空SR1901，利用期权保护期货套保头寸。

10月初，北方为代表的甜菜产区阶段性产量不及预期，销售预期乐观，库存同比偏低，进口和走私降低，外糖配合反弹，阶段性的价格反弹有基本面配合，但上方空间预期不大，超过5300的概率较低，反弹期间也是套保入场的好时机。

10月8日集团正式推出了期货和期权联合套保的策略。即在5200-5250元/吨附近价位陆续建立套保持仓，同时买入执行价格为5300元/吨的虚值看涨期权，权利金仅为75元/吨。采取这一保护性策略的逻辑在于，如果后市继续上涨，看涨期权带来的收益可以弥补期货套保头寸的损失，相当于利用期权为期货头寸上了一份价格“保险”，而付出的成本仅仅是少量权利金或者“保险费”。

10月22日，期货1月价格一度上涨至5247元，5月合约已经接近5300元附近，前期在5200附近入场的期货空头套保单已经出现较大亏损，但正是因为有看涨期权的保护，企业可以在价格反弹期间继续增加套保的空头仓位，有底气和信心提高综合套保的价格和利润预期的空间。

图表10：套保案例

20181001	案例1:期货和期权联合套保（SR1901）		
交易方向	SR1901空& 买入SR1901C5300	交易性质	期货空单套保，期权多单套保
头寸数量	1手期货对应1手期权	占用资金	现货价值的10%(期权权利金75元/吨)
建仓区间	期货空单5200-5250 期权买入5300看涨期权	可持有时间	3个月
盈利目标	期货4800-4900	止损价格	期货上涨至5400-5500
最大风险额度	100	盈亏比	4:1
逻辑	1.外糖涨势持续，情绪带动； 2.北方甜菜糖开榨进展和糖分不及预期，产量预期下调至70-75万吨之下； 3.国际糖价上涨，走私利润压缩，抑制走私和进口； 4.南方甘蔗糖尚未开榨，库存压力不大，销售预期良好； 5.新糖集中在北方，且以棉糖为主，未来一个半月消化陈糖稳住，销售和库存对价格有支撑； 6.北方为代表的阶段性产量不及预期，销售预期乐观，库存同比偏低，进口和走私降低，外糖配合反弹，阶段性的价格反弹有基本面配合，套保资金可入场。同时买入看涨期权，弥补期货价格上涨而造成套保空单亏损，相当于利用期权为期货头寸上了一份价格“保险”，而付出的成本仅仅是少量权利金或者“保险费”75元/吨。		
风险	变数一：9月数据销售超预期，结转库存降低，期货反弹，套保亏损； 变数二：甜菜棉糖集中上市，价格回调过快，转换砂糖的数量和时间提前，供应压力增加，反弹结束； 变数三：套保资金抢跑入场，空单压力大，打压盘面下行，套保机会和空间压缩； 变数四：期权风险配对的权重随时变动，风险敞口不能全部覆盖，或者期权的权利金超过期权收益，期权套保价值降低。		
进场策略	5200-5250附近入场，根据即将公布的上月销售数据调整仓位，根据下旬甜菜开榨和产量预期调整第二轮仓位，根据下月广西开榨预期开始第三轮仓位调整。 期货空单入场同时，如果交割为目的，则配对买入1手5300看涨期权，如果以仓单交易为目的，交割前会了解期权头寸，则配置两手期权。		

出场策略	等待交割：上破止损价格之前可持有至交割； 现货套保：现货销售完毕，价格确定同时即可了解对应期货和期权套保席位的头寸； 仓单交易：仓单交易点价同时对应的期货和期权套保仓位平仓离场。
关注重点	1.外糖涨势能否持续； 2.甜菜糖糖分、开榨情况、产量变动和绵白糖的生产时间； 3.即将公布的销售数据决定结转库存高低； 4.甘蔗糖是否延迟开榨，产量预期增加变动； 5.政策面的直补等政策变动； 6.海口糖会； 7.期权权利金和Delta变动。
风控措施	5400以上：5400--5500可适当减仓，5500以上离场； 移仓：5300以上套保仓位可以50点为间隔逐步移仓，提高套保平均价格； 关注9月销售数据，预期差距较大，调整目标点位和仓位； 移仓后的价格超过5400后，期权的执行价格提高至5400至5500以上。
小结	策略分为三个阶段：新旧榨季交替，陈糖不多，新糖未集中上市前，套保入场时机；北方新糖上市之后至南方甘蔗糖上市之前，调整仓位阶段；甘蔗糖集中上市之后至最后交割。 短期看，反弹支撑的各要素依然有效，反弹的预期和空间依然存在，套保可以择机入场，但空间不宜过分乐观，一是熊市格局未改，增产背景下的供应压力依然需要在榨季内通过价格来体现，二是反弹后有大量的套保和投机资金等待入场做空，资金压力也会限制反弹的空间。

资料来源：一德期货

2.案例二：卖出看涨期权套保，增加额外的销售收益。

随着南方甘蔗糖厂的开榨，白糖供应高峰逐步到来，市场供应压力较大，中长期看，我国仍然处于增产周期。在上述基本面分析结论的支持下，众益糖业期货部判断，市场的反弹并非反转，后市上涨动力不足，因此计划卖出看涨期权。

10月18日，众益糖业在期货主力合约价格5100-5200元/吨附近卖出行权价为5000元/吨和5100元/吨

两个浅实值看涨期权，获得200-300元/吨期权费。

11月26日，白糖期权SR901系列合约到期，期货价格已低于5000元/吨。在这一过程中，由于卖出期权能够获得权利金收入，相当于增加了企业销糖收益，企业现货销售价格为此提高了280多元/吨。如市场价格突破行权价，众益糖业也做好了被行权的准备，即备货进入交割环节，而此时相当于是在一个更高的价位上实现了现货销售。

图表11：套保案例

20181018	案例2：卖出看涨期权套保（SR1901）		
交易方向	卖出SR1901C5000同时 卖出SR1901C5100	交易性质	备兑期权套保
头寸数量	卖出1手5000看涨期权同时卖 出1手5100看涨期权	占用资金	分别获得权利金252元/吨和188元/吨
建仓区间	SR1901价格5200-5250同时 期权隐含波动率高于20%	持有时间	持有到期（11月26日到期日）
盈利目标	SR1901价格5000以下	止损价格	不止损（期货价格大幅上涨则行权交货）
逻辑	1.16/17牛熊转换，17/18熊市第一年，18/19熊市第二年供需过剩持续； 2.随着北方甜菜开榨的推进，甘蔗糖也将陆续开榨，供应高峰临近，市场压力大于支撑； 3.我国市场长期看仍处熊市中期，增产持续，单边长期维持空头策略； 4.熊市周期持续，市场反弹非反转，在反弹期间入场套保，后市不看涨，所以卖出看涨期权，获得时间价值升水，等待交割获得期货空单，等待期货到期交割现货，或者获利离场都可以选择，变相提高现货销售价格。		
风险	变数一：10月和11月数据销售超预期，结转库存降低，期货反弹至5252或者5288之上，期权套保亏损； 变数二：内蒙等甜菜产量不及预期，南方甘蔗糖还未集中生产阶段，现货阶段性紧张，期货反弹，期权套保亏损；		
进场策略	期货主力合约5200-5250附近期权入场，同时期权隐含波动率在20%之上，根据即将公布的10月销售数据调整仓位，根据下旬甜菜开榨和产量预期调整第二轮仓位，根据11月广西开榨预期开始第三轮仓位调整。以交割为首要目的，持有至交割，即可获得一手期货空头头寸，也可根据现货销售完成情况提前获利平仓离场。		

出场策略	等待交割：期货价格走低，加上权利金可以覆盖生产成本，则可以持有到期交割，解决了交成本和销售压力的两方面问题。 现货套保：现货预期目标销售完毕，价格确定同时即可了解对应期权套保席位头寸。
关注重点	1.甜菜糖糖分、开榨情况、产量变动和绵白糖的生产时间； 2.即将公布的销售数据决定结转库存高低； 3.甘蔗糖是否延迟开榨，产量预期增加变动； 4.甜菜产量与预期差异大小； 5.政策面的直补等政策变动； 6.海口糖会； 7.期权权利金、波动率和Delta变动。
风控措施	5300以上：期货1901合约5300以上适当减仓离场； 移仓：价格反弹超预期，套保的期权价格上移至5200，提高套保平均价格； 关注10月和11月销售数据，预期差距较大，调整目标点位和仓位；
小结	策略分为三个阶段：新旧榨季交替，陈糖不多，新糖未集中上市前，套保入场时机；北方新糖上市之后至南方甘蔗糖上市之前，调整仓位阶段；甘蔗糖集中上市之后至最后交割。 短期看，反弹支撑的各要素依然有效，反弹的预期和空间依然存在，套保可以择机入场，但空间不宜过分乐观，一是熊市格局未改，增产背景下的供应压力依然需要在榨季内通过价格来体现，二是反弹后有大量的套保和投机资金等待入场做空，资金压力也会限制反弹的空间。

资料来源：一德期货

3.备选期权操作方案：卖出SR1905执行价格为5000的看涨期权，入场条件是期权权利金在160-180元之间，同时期权隐含波动率在20%-25%以上。

我国市场长周期内仍处熊市中期，增产持续，南方甘蔗新糖陆续上市，供应充足，现货压力开始显现，中长期维持空头策略。预计5月合约到期前后市场维持区间弱势整理或者下跌概率更高，所以选择卖出看涨期权，获得权利金收入，相当于提升了企业现货销售价格，预计企业现货销售价格将提高160-

180元/吨。如市场价格突破行权价，众益糖业也做好了被行权的准备，即备货进入交割环节，而此时相当于是在一个更高的价位上实现了现货销售。

（四）期货和期权成为企业救命稻草

连续两个榨季的熊市周期，白糖价格不断刷新前低，制糖企业全面亏损，不止甘蔗糖，连生产成本更低的甜菜糖厂也普遍亏损，别说盈利，就连收回成本都异常艰难，尤其2018/19榨季开始后，还未正式进入开机生产，制糖行业便哀嚎一片，甘蔗糖、甜菜糖和进口都全都面临亏损的境地，还未生产就必须面临亏损，不生产则亏损更多，这对今年投入非常大的甜菜糖厂来讲更是雪上加霜。

众益糖业作为老牌甜菜糖厂，但同时也是新厂落成开榨的第一年，设备和厂房都是全新的，生产能力提高的代价就是折旧成本的高昂，而且随着生产能力的提高，糖厂签约的甜菜种植面积也有较大提升，已经签约了农民种植户就必须收购甜菜，不同于甘蔗糖收购价的调整，甜菜糖已经连续多年维持520-540元/吨，收购成本只升不降，加上新厂落成投入成本的提升，众益糖业在新榨季面临艰巨的挑战。不生产则无法完成收购的甜菜任务，生产则面临大幅亏损，甜菜新糖价格普遍都低于糖厂的生产成本5400元/吨，随着榨季的深入越到后期价格下行压力越大，还未开机就已经无法避免亏损，开机后预期亏损会逐步加剧，甜菜糖厂普遍陷入了全面亏损的境地，现货经营无法破解的难题。

面临还未开榨就已经全面亏损的境地，参与期货和期权套保成了企业唯一可以选择的保护方式，几乎可以称之为企业当前唯一有效的救命稻草。期货不仅可以锁定未来的销售利润，减少销售价格偏低的亏损，还有效解决了企业的资金压力和销售压力。

在开榨之前，众益糖厂便已经明确了参与期货和期权市场的交易方案，在价格触及5200-5300开始入场套保，虽然销售价格与成本较为接近，企业获得的利润非常有限，但这已经是可以预期的比较乐观的销售价格了，所以企业果断在此时间入场，提前锁定未来一个榨季大部分的销售份额的利润，争取了一个相对比较有利的销售价，这已经是开榨至今相对最高的水平。

其次，面对增产预期，内蒙传统销售途径和方式并未有明显变化，糖厂也无法在短期内大幅度提高市场覆盖率，销售压力和资金压力在农历新年前最高，现货途径无法解决的困境在期货上得到了非常好的释放，参与期货套保在1901合约交割的时候就可以同时解决销售量和资金回笼的问题，兑付甘蔗款的时间也刚好可以完成。参与期权套保的同时，不仅可以解决现货套保的需求，更可以节省交易成本，卖出期权更可以获得一定的费用，补贴现货售价偏低的损失，一举多得。

(五) 众益糖厂参与期货和期权交易是业内典范

众益糖厂今年新厂落成投产，生产效率大幅度提升，公司经营和管理模式更新换代，新的糖厂也陆续建成，贸易公司也同步完善，众益糖业集团不仅是内蒙甜菜糖行业的领军，更是高效生产能力的代表，食糖的品质可以国际和国内先进生产能力媲美。

众益糖业集团新投产的糖厂选址在地处偏僻的贫困地区，糖厂深知自身的责任和使命，与当地政府密切配合，积极响应国家精准扶贫的号召，扶植当地贫困农民和相关部门种植甜菜，提高甜菜收购价格和数量，将糖厂先进的生产设备和经营模式引入过去，带动相关产业同步发展，为农民增收，为贫困区县增加发展的空间和格局。

期权上市为企业参与期货市场提供了更加多样化的选择，用更少的成本，更多的选择达到同样的套保和套利效果，在企业的积极推广宣传下，当地合作社和种植户对“保险+期权”的认可度非常高，参与积极性也有大幅度提升，赤峰和包头的银行对此项目也非常欢迎，积极响应国家精准扶贫政策的扶持意向，对种植甜菜的贫困地区的企业和农民配合度非常高，众益糖业借此机会，不仅利用期权市场完善了参与期货套保的策略，节约了交易成本，更推动了“保险+期权”策略的落地，企业参与期权市场的多样性和灵活性得到更好的实践，更好的发挥了金融市场辅助现货经营的目标。

五、参与期货和期权市场的心得体会

（一）白糖期货和期权是糖厂唯一能买到的“后悔药”

白糖连续两年熊市价格一路下跌直至跌破生产成本，现货生产和销售企业无力回天，而提前洞悉市场格局，参与了期货和期权市场进行套保企业则完美规避了熊市下跌企业无从选择的弊端，在价格覆盖企业的生产成本，基本达到企业销售目标的区间内及时入场套保，锁定销售价格，也锁定了企业的销售利润，即使后期价格跌破成本也不担心企业的经营亏损，生产销售平稳过渡。

（二）白糖期权开辟了企业套保的新天地

糖厂参与白糖期货套期保值角色比较单一，只能根据自身在市场经营中的角色来参与期货市场，现货销售的过程也只能选择卖出保值来保护未来的销售价格，而期货价格的波动影响因素较多，阶段性的涨跌波动也较大，企业在期货市场相当于单边头寸，风险非常高，同时期货保证金规则也要求企业有较为充足的备用资金，尤其进入交割月，期货市场占用资金比例已经给企业带来较大的资金压力，白糖期权上市后，在资金占用和保证金比例方面给糖厂带来了更优化的选择，用更少的资金实现期货套保同样的效果，套利、套保和交割都可以在期权市场实现，但保证金和交易过程的资金都大幅缩减，企业参与金融市场的资金压力大幅缓解。另外，相对于传统期货套保的单边头寸，期权市场的交易策略和头寸方向更加多样，为企业开辟了参与期货市场套保更多的选择，包括资金和策略两个方面，比如通过卖出期权的方式收取权利金，不仅可以实现套保和交割的目的，更可以收取一定费用，提高套保的收益，也可以弥补现货交易的损失，一举多得。

（三）期货和期权拓宽了企业的销售渠道

期货和期权交易不仅可以实现套保和套利传统交易目的，更可以解决企业的现货销售压力，尤其在内蒙甜菜大幅增产的阶段，现货销售途径却并未有同步提升，导致企业不仅面临增产周期价格下行的压

力,更有现货销售的压力,库存积累较快,现货销售的速度赶不上库存积累的速度,而期货和期权市场则可以分担期货现货销售的压力,通过在期货和期权市场上交割的方式,将现货运送至较近的交割仓库,如果选择在1月合约上交割,企业在1月中下旬就可以完成现货的交收,资金回笼更快,现货销售的数量就是对于期货和期权盘面的头寸,不存在拒绝交收的问题,所以说,期货盘面交割是现货销售的新途径,也能同时实现分担仓库压力和及时回笼资金的压力。

(四) 人才是一切的根本

对于糖厂来讲,生产成本是企业的核心竞争力,在参与期货和期权市场的过程中,研发能力则是企业的核心生产力,而人才是一切的根本,研究和交易能力决定了企业参与期货和期权市场的收益,成熟的研发体系和交易能力和是辅助企业现货稳健经营的核心因素。白糖期货和期权市场对参与者的专业能力有一定的要求,尤其期权市场的门槛和相对更高一些,这也对交易策略研发团队和决策者提出了更高的要求。对现货市场信息和渠道的掌握程度、对基本面的研究分析能力、对数据的处理和分析能力、对交易策略的制定和执行能力、对风险的控制能力、交易落地和总结能力等,都是期货和期权市场参与效果的决定因素,也是辅助企业现货持续经营和稳健盈利的决定因素,而这一切都需要专业的人来做专业的事,人才是一切的根本。