

### 湖北某食品科技企业白糖套期保值案例



方案制定时间 2023 年 3 月

#### ★企业简介及风险敞口

公司是专业从事生物技术产品生产、经营及相关技术服务的国家重点高新技术企业，有采购白糖的计划，采购成本无法固定，存在上涨的风险，因此企业担心由于成本的波动导致利润不稳定，属于上游风险敞口，同时企业若采购了库存量较大的白糖，当价格大幅下跌时，企业库存价值面临大幅下跌的风险，属于下游风险敞口。

#### ★白糖基本面分析

白糖国际现货供应紧张，国内减产、加工厂库存不高及远期进口利润倒挂等情况下，基本面短期缺乏导致大跌的因素，盘面整体情况还是偏多。但考虑到 ICE 原糖投机净多头寸已达历史高位以及巴西新榨季产量的乐观预期，高位继续上涨的动力及空间或受限，也存在较大高位波动的风险。

#### ★企业风险敞口解决方案

针对尚未采购的原材料，为预防发生价格风险事件，即价格大幅上涨引起成本提升压缩利润，建议企业在价格有反弹迹象时，进行买入套保。对于白糖，我们建议买入看涨期权，以达到对冲风险的同时防止下跌的损失。针对当前已采购的库存原材料，由于当前基本面并不偏空，因此我们不建议在此时卖出套期保值。

#### ★风险提示：

价格走势超预期、基差风险、移仓风险。

方慧玲 首席分析师(农产品)

从业资格号： F3039861

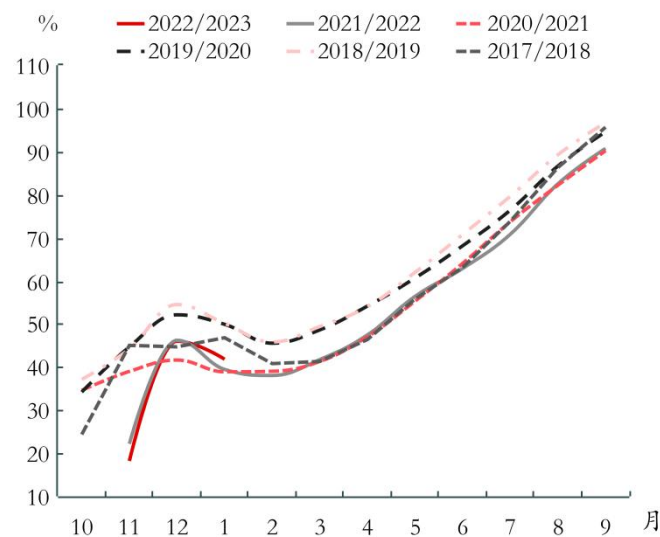
投资咨询号： Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

## 1、白糖基本面分析

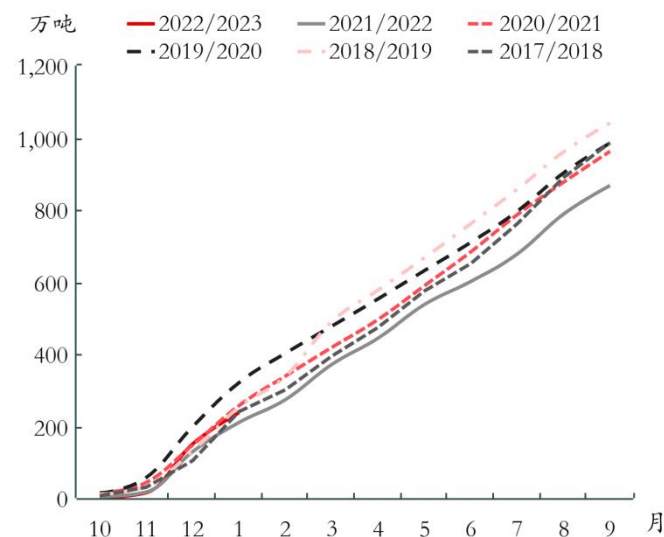
国际现货供应紧张，而印度、中国、泰国糖产量形势黯淡，将收紧全球供应，这支撑盘面高位继续走强，但巴西新榨季产量预期改善抑制着涨幅。在 22/23 榨季印度估产下调后，泰国甘蔗日榨量近期下降非常迅速，泰糖产量可能低于此前预期；中国糖厂收榨进度明显快于往年同期，糖产量或降至 6 年最低。亚洲主产国低于预期的产量形势令市场对全球供应面担忧持续，市场虽然对巴西新榨季增产形势乐观，但巴西持续的降水可能导致糖厂难以提前开榨，榨季初期甘蔗入榨量、糖分甚至制糖比可能都会受到影响，且市场普遍担心巴西物流运输问题，国际供应紧张的状况短期可能难以得到有效缓解，这将支撑 ICE5 月合约维持高位坚挺。不过，市场对巴西糖产量预期乐观，多预期新榨季巴西中南部甘蔗压榨量将升至 5.9 亿吨以上、糖产量预估在 3600-3800 万吨，其中咨询公司 Datagro 预计 2023/24 年度巴西中南部糖产量为 3830 万吨，较前一年度增长 13.1%。若果真达到 3800 万吨，则将是巴西中南部历史第二高水平，这将令下半年国际糖市贸易流预期过剩。

图表 1：全国糖厂销糖率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：全国累计销糖量



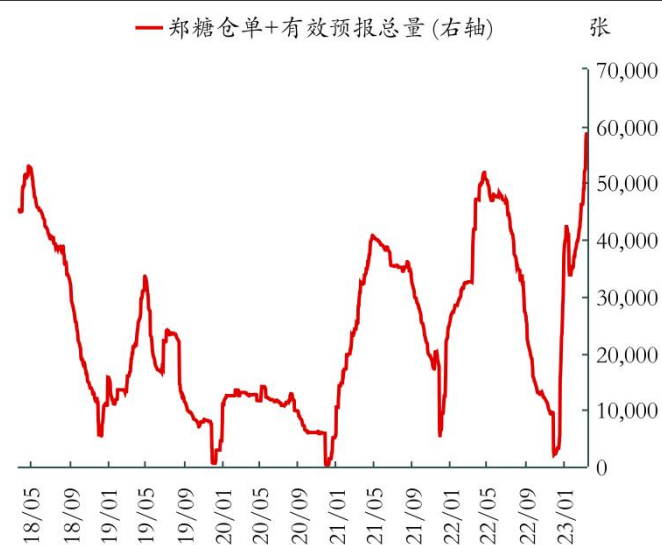
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

综合来看，外盘短期还将维持高位坚挺，但考虑到 ICE 原糖投机净多头寸已达历史高位以及巴西新榨季产量的乐观预期，高位继续上涨的动力及空间或受限，关注各主产国生产和政策面动态。

国内方面，郑糖主力突破 6000 一线后，上周继续增仓加速上行至 6300 一线，突破了 2022 年和 2021 年 6230 左右的高点，在外盘坚挺、配额外进口大幅亏损以及国内超预期减产的情况下，市场看多情绪较高，投机资金流入推动价格持续走高。广西集团跟随期货也大幅上调报价，其中南华报价 6230-6280 元/吨，周涨幅达 280 元/吨，市场成交一般。据泛糖科技的统计数据，截至 3 月 8 日，广西 22/23 榨季已收榨糖厂达 60 家，同比增加 44 家，还有 13 家未收榨，收榨进度较快，国产糖减产形势超预期，根据未收榨糖厂产能及余蔗量情况分析，预计 22/23 榨季广西最终糖产量或降至 540 万吨左右，全国糖产量或降至 920 万吨左右。据 2 月产销数据显示，糖厂年后淡季旺销，产销率同比提高，

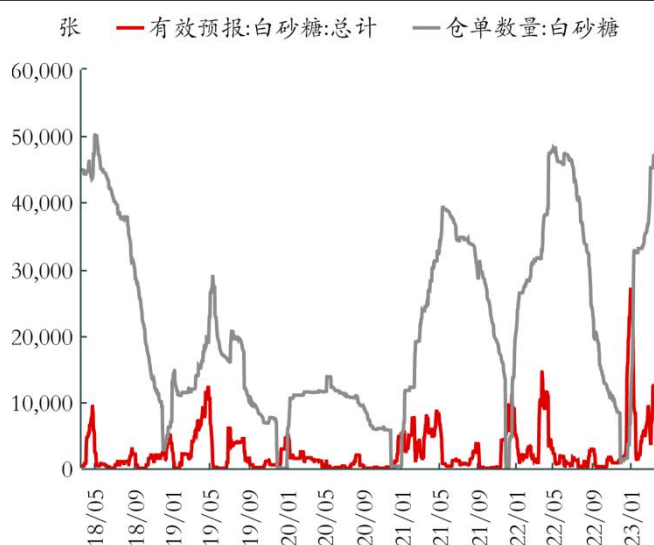
糖厂销售压力较轻，广西部分集团产销率过半，2月下旬开始出现惜售情况；加工厂库存普遍不高，近远期进口利润均大幅倒挂令加工厂点价的难度加大，加工厂买船积极性不高。不过，国内糖厂的货大多进入到了贸易商手中，实际被消费掉的量或并不多。前期贸易商采购的现货量大部分还在产区并未提货运走，终端需求十分缓慢，贸易商库存销售不动。综合国内外市场情况看，国际现货供应紧张，国内减产、加工厂库存不高及远期进口利润倒挂等情况下，基本面短期缺乏导致大跌的因素，市场情绪和资金的作用还在释放之中，盘面整体情况还是偏多，但终端采购缓慢，价格高位波动的风险较大。

图表 3：郑糖仓单+有效预报总量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：郑糖注册仓单及有效预报



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

## 2、套期保值方案

### 2.1、现货企业情况及方案内容

公司是专业从事生物技术产品生产、经营及相关技术服务的国家重点高新技术企业，为行业龙头。当企业有采购白糖的计划时，采购成本存在上涨的风险，同时，企业若采购了库存量较大的白糖，当价格大幅下跌时，企业库存价值面临大幅下跌的风险。

最近 5 年的白糖现货市场价的离散程度极高，符合剧烈波动的特征。基于前文的基本面分析，当前时点白糖价格高位波动的风险较大。因此，可以选择价格下行时再采购现货，或通过衍生金融工具对冲商品价格的风险。由于不及时采购可能会影响企业生产经营，因此为保证生产顺利进行，我们建议通过合适的金融工具用对冲价格风险。

针对尚未采购的原材料，我们建议买入看涨期权，以达到对冲风险的同时防止下跌的损失。主要是白糖盘面有上行驱动力，但上方空间预计有限，因此震荡运行期间不建议买入套期保值，我们建议选择场外期权的相关策略，主要包括保护性策略和领口策略。假设当前企业预计下月购买 1000 吨白糖，可以选择保护性策略，买入相应数量看涨期权，以规避持有资产价格上行的风险。当前 SR2305 期货价格为 6132 元/吨，买入相应数量的看涨期权，行权价为 6330 元/吨，到期日 2023 年 4 月 19 日，价格为 20.26 元/吨。（权

利金实时变动，需向我司工作人员询价。)与持有期货多头的套期保值相比，该策略能够增强收益，不用追加保证金。若未来市场价格上涨，那么可以锁定合适的采购价格。若未来价格下跌，那么最大损失为权利金。

图表 5: SR2305 场外期权报价

看涨		6132.00	看跌	
买价	卖价	行权价	买价	卖价
265.44	287.36	5880.00	14.07	36.00
220.51	245.64	5930.00	19.01	44.14
177.25	205.75	5980.00	25.63	54.13
136.78	168.44	6030.00	35.03	66.70
100.23	134.37	6080.00	48.36	82.50
67.22	102.48	6132.00	67.22	102.48
49.75	84.31	6180.00	97.63	132.19
36.26	68.71	6230.00	134.02	166.47
26.80	56.40	6280.00	174.43	204.02
20.26	46.77	6330.00	217.77	244.28
15.48	38.99	6380.00	262.86	286.37

资料来源：东证润和，东证衍生品研究院

针对当前已采购的库存原材料，若企业预计未来一段时间价格下跌，可以在期货市场卖出期货合约，待库存消耗完毕后，期货平仓，以期货账户盈利，对冲库存商品公允价值的损失。但当前白糖的基本面并不偏空，因此我们不建议在此时卖出套期保值。

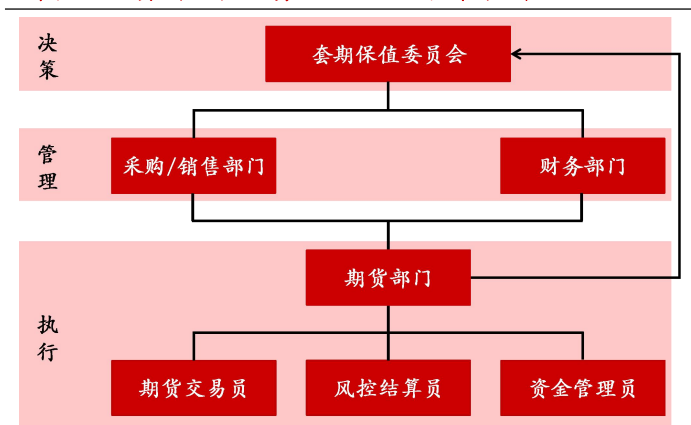
## 2.2、套期保值业务的组织结构

公司日常套期保值业务不是期货部门一个部门的事情，需要多个部门协助，因此构建风险管理部门运行体系极为重要。

- 1、套期保值决策委员会：制定利润目标，套保价格；
- 2、财务部门：评估现货，期货风险，计划现货、期货的资金配置；
- 3、采购部门：原则上是每日到货多少，保值多少。如果能够确定后续到货期的数量及时间，也可以提前选择较优的价格进行阶段性保值操作。对于历史批次货物实际品位和预报品位的差异，可以对新到货物预报品位进行调整，优化保值数量；
- 4、销售部门：通常销售定价参考行业内有一定参考价值的价格，现货发布时间点固定，销售保值单要在固定时点反馈到期货保值部门。两个部门应加强沟通，销售信息实时传递到期货部门，便于期货保值部门选择更优价格进行保值；
- 5、仓储部门：对厂内物料库存核定以及不计价数量核算。梳理库存，各种原料，半、在、返回品分类存放，避免混放影响含量测定，提升核算准确性，减小库存及数量核定误差，为期货部门调整库存及头寸提供帮助；

6、期货部门：保值人员在保值操作上具有较强的执行能力，但由于存在保值时滞的问题，保值价格与现货价格出入较大，通过理清各部门之间的协作关系，减小时滞，优化保值效果。同时，针对期货保值人员设计相应培训，提升业务能力，待时机成熟可引入新的金融衍生工具进行保值。

**图表 6：套期保值业务的组织结构（简版）**



资料来源：东证衍生品研究院

### 2.3、服务的创新性与成效

本次套保方案我们没有推荐常规的期货套保，而是与东证期货子公司东证润和合作，建议客户选择了买入场外看涨期权，一方面，能够以更低的资金占用实现规避价格上涨的风险，在白糖上涨空间不大情况下，能够起到增强收益的作用；另一方面，也有效限制了下跌风险带来的损失。

从方案制定时的 2023 年 3 月中，到场外期权到期日 2023 年 4 月 19 日，SR2305 从的 6132 元/吨上涨至 6780 元/吨，高于行权价的 6330 元/吨，有效降低了客户的采购成本。



**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有大连商品交易所、大连商品交易所、大连商品交易所、上海国际能源交易中心和大连商品交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com