

“场内+场外” 拓宽企业利润空间

——华西期货服务生猪屠宰企业案例

一、项目背景

2021年，猪价持续下跌，由年初的35元/公斤一路下跌至13元/公斤以下，跌幅超60%，一度使全生猪产业链均处于亏损状态。2021年8-9月大量淘汰的能繁母猪，对应到2022年三季度开始或出现供给短缺现象，此外叠加消费复苏趋势，2022年下半年猪价呈上行通道。

生猪屠宰为生猪产业链下游，主要有自营与代宰两种经营模式。代宰企业只收取固定代宰费，无价格风险。自营屠宰，价格随行就市，企业需要承担白条和毛猪价差波动以及开工率过低风险，整体利润较薄且可能出现亏损。对于部分自营屠宰企业，可通过签订远期的框架协议进行采购，但由于猪价波动大，远期协议信用风险大，且仅能锁量，无法提前锁定采购价格，因此仍无法破解利润空间小的困境。

四川高金实业集团股份有限公司（以下简称“高金集团”）是生猪屠宰、肉制品加工龙头企业，在全国各地拥有10大加工生产基地，2022年屠宰规模超300万头。高金集团屠宰采用自宰模式，加之我国绝大部分地区有鲜肉消费习惯，因此表现为即采即宰即销，即当天购入、次日凌晨屠宰、再白条猪分割销售。生猪采购成本占高金集团运营成本70%左右。在生猪价格低点提前锁定采购成本，实现拓宽利润空间目的，是高金集团的主要风险管理需求。

二、服务方案与开展过程

华西期货有限责任公司（以下简称“华西期货”）及其风险管理子公司——华期创一成都投资有限公司（以下简称“华期创一”）立足高金集团经营模式特征，针对公司风险管理需求展开了全面服务，包括在生猪期货上市前期的沟通交流、辅助建立期货团队、建立期货套保制度，到期货套保、协助生猪期货首次交割、定制化场外期权服务，再到辅助申请大商所产融培育基地、协助举办生猪产业期现会议等。

（一）生猪期货套保锁定生猪采购成本

2021年生猪价格大幅下跌，9月甚至跌破了10元/公斤，生猪全行业呈现亏损状态，养殖端开始大量淘汰能繁母猪，对应到2022年二季度之后生猪供给或出现断档现象，生猪价格呈抬升趋势。2022年年初，高金集团认为此时猪价处于“猪周期”底部，根据企业风险管理需求，为锁定2022年第三季度生猪采购成本，于3月初正式入场参与套保，陆续建仓做多LH2209合约，涉及现货货值接近3亿元，绝大部分头寸持有至交割月前月。最终，通过生猪期货套保，高金集团在期货端每吨盈利约1150元。在套保期间，现货端生猪价格同高金集团预期一致出现上涨，平均每吨上涨约1700元，若不参与生猪期货套保，高金集团生猪采购成本将大幅上升。虽期货端盈利未完全覆盖现货端成本上升，但此次生猪期货套保操作，较好实现了高金集团锁定生猪采购成本，扩宽利润空间的目的。

（二）场外期权满足个性化风险管理需求

场外期权相较于期货套保而言具有占有资金少、灵活性强、风险可控等优点，可以满足企业个性化的价格风险管理需求。2022年6月，高金集团希望对未来两个月需采购的部分生猪进行套保，通过与华期创一沟通，最终决定采用欧式看涨期权来对冲生猪价格上涨的风险，为期2个月，到期日为2022年8月29日，套保生猪吨数680吨。场外期权运行期间，高金集团现货端采购成本增加了约190万元，但同时期权端，标的期货LH2301价格从20824元/吨上涨至23550元/吨，期权端获得赔付约185万元。此次高金集团购买的场外期权，期权端赔付基本覆盖了现货端生猪价格上涨导致的公司采购成本上升风险，达到了较好的套期保值效果，也让高金集团更深切地认识到不同套保工具间的差异，为后续企业选择恰当风险管理工具奠定了良好基础。

（三）生猪期货实物交割提供高质量生猪采购货源

高金集团除了面临生猪屠宰企业普遍存在的采购成本问题，还存在生猪现货贸易中可能存在的宰后质量不均匀、生猪货源难保证等一系列问题。在了解到该问题后，基于高金集团在全国多个省份拥有屠宰工厂，具备较强的接货能力，华西期货建议高金集团可以考虑尝试通过生猪期货实物交割方式采购生猪。2022年5月11日，高金集团1手LH2205合约配对成功，交割方式为车板交割。此次生猪期货交割，买卖双方通过期货盘面购买的生猪价格为16235元/吨，其中，高金集团通过生猪期货套保实现盈利1085元/吨，扣除现场溢短结算等，最终仍实现盈利约375元/吨，折算约45

元/头，相较屠宰企业传统屠宰头均盈利 50 元左右，额外增厚的 45 元收益实现了利润翻倍。同时，据高金集团事后反馈，由于此次交割的生猪宰后出肉率高、等级均匀，直接交易对手方为生猪养殖龙头企业，避免了以往通过猪经纪采购模式存在的质量不均、流转加价等问题，因此高金集团董事会已正式决定，将参与生猪期货实物交割作为公司生猪采购的日常途径之一。截至目前，高金集团已前后分别参与了 LH2205、LH2207、LH2209 以及 LH2211 合约共计 57 手生猪期货交割，交割类型包括仓单和车板，交割地区涉及四川绵阳、湖南安乡、湖南株洲、江苏盐城、江西南昌等地。

三、项目总结

（一）场内场外联动套保，更好发挥期货市场套保功能

场内期货和场外期权均属于套保工具，但两者在风险承担、资金占用、灵活性等方面存在不同。企业可以通过自身对市场行情的判断、企业资金情况及风险承受度来多方考虑权衡，选择更适合自己的套保方案，从而更好发挥期货及衍生品市场的套期保值功能。

（二）期货实物交割，优化企业采购途径

期货实物交割是促进期现价格回归的重要方式。期货合约除通过对冲了结外，还可以通过实物交割进行了结，且其交割品为标准品，交易对手方为产业链中大型企业，交割品质有保证、交割价格透明。因此，若存在期货相应品种采购需求的产业企业，不仅可以通过期货合约对冲进行套期保值操作，还能进行期货实物交割采购相应品种，进而优化企业

采购途径，保障采购质量。

（三）期货服务生猪产业，熨平“猪周期”影响

生猪产业是重要的民生产业，我国是全球最大的生猪生产国和猪肉消费国，保障猪肉供应、稳定猪肉价格，事关人民群众“肉盘子”。生猪产业长期受“猪周期”因素影响，价格波动剧烈，长远来看不利于产业健康发展，而生猪期货的上市为生猪产业链企业提供了管理价格风险的工具，也为熨平“猪周期”提供了可能。对于屠宰企业，可以借助生猪期货及衍生工具，突破传统的即时采销模式，更多的借助生猪期货对冲价格风险以及实现远期订单购销，稳定生产经营。