



南钢股份十年“期货缘”见成效 资产负债率三年下降12个百分点

■本报记者 王宁

一座座标准化厂址建设、一条条国际化水平生产水流，日前，当《证券日报》记者深入南钢股份生产车间，亲眼目睹一块钢板在现代化工业技术的作用下，压缩至不足5毫米厚度的钢片，内心深处为之感叹我国工业技术水平的神速进步。然而，在这种宏伟壮观的生产线背后，却与期货衍生品有着十年的不解之缘。

近年来，随着宏观经济下行，钢铁行业发展不稳定性逐渐显现，企业生产经营遭遇困境，一些尚未运用衍生品进行风险管理的企业，更是苦不堪言。不过，与之相对应的是，能够熟练运用期货工具进行风险对冲的钢业企业，其生产经营实现了逆流勇进的局，南钢股份就是其中之一。根据《证券日报》记者了解，南钢股份早在2009年就已开始对期货进行了研究，十年不解之缘，使公司不仅能够经济环境不佳中脱颖而出，更是在产融结合新时代，三年间公司资产负债率由71%降至59%，超出了同行发展的平均水平。

套期保值护航企业 进入新时代

2009年3月27日在上海期货交易所，随着一声钟响，螺纹钢期货从此进入了商品期货行列。可能谁也不曾想到，这个品种在随后的10年里，对钢铁企业的经营发展能够影响深

远。

也就是在2009年的3月份，南钢股份在同行业中率先成立了期货投资决策小组，组建操作团队，为的是能够坚守现货发展的同时，在期货市场开辟增量盈利空间，为此，还制定了相关业务管理制度。从此，南钢股份与期货结下“缘分”：2009年至2013年，培养信息收集、分析、操作、跟踪管理等基础能力，尝试投机、套利、套保操作，安排实物交割流程，完成螺纹钢品牌注册；2013年至2015年，重心转向针对锁价长单和螺纹库存管理对的套期保值业务，重视基差波动，灵活运用套保模式，规范期货套保；2015年至2017年，根据期现结合程度，分基础套保、战略套保、虚拟钢厂三个层次进行期货套保操作，放大套保规模；2018年，将套保衍生服务深入到公司部门、子公司以及客户，尝试场外期权、探索点价基差。

南钢股份几乎与螺纹钢期货共同发展，商品期货的创新业务，南钢股份一点都没拉下。

“通过对期货市场这么多年参与，可以说企业发展已经离不开它了。”南钢股份相关人士告诉《证券日报》记者，最显著的是钢企的盈利情况比较稳定，上市钢企资产负债率从2015年的71%下降至2018年第三季度的59%；钢厂套期保值发展的黄金三年，企业也迎来了产融结合新时代。总结来看，对冲有工具、企业有需求、市场给机会。

事实上，企业通过参与期货交



南钢股份生产车间 摄影/王宁

易，产业的金融属性也有所增强，同时，期货衍生品保驾护航产业进行经济发展新时代。“黑色产业链可用衍生品工具丰富，境内、境外黑色产业链期货、掉期品种的陆续上市，交易日渐活跃，具备深度套保容量。”有产业人士说，此外，点价基差、销售远期订单等期现结合的模式日趋成熟，以及期现子公司的出现，衍生品工具的应用已经深耕现货贸易模式，这在商品价格大幅波动常态化背景下，给企业采购、销售和库存管理带来风险管理新工具。

何为对冲有工具？在产业人士看来，产业链利益分配存在零和博弈，利润分配矛盾加剧，加之采购成本和销售收入两头浮动，导致传统采购、定价模式易出现剪刀差；传统金融

构对产业链的情况很难有全面的认识。企业生产经营计划多为提前制定，难以临时改变，需要借助衍生品工具应对。

何为企业有需求？企业生产经营中价格波动剧烈，现货价格难以把控，订单、库存有单边敞口，需要工具管控，改变受市场左右的传统定价模式和负向剪刀差的影响。

在这种情况下，市场给予一定的套保机会，买卖取向合理，避免猜、赌和套保转向投机，重视基差风险，有所为、有所不为。

化挑战为机遇 实现产融深度融合

经过近10年对期货工具的运营，南钢股份深刻认识到套期保值

所带来的改变，在多年中化挑战为机遇，实现产融深度融合，提升企业综合实力。南钢股份相关人士指出，套期保给产业带来的发展意义深远，例如在稳定生产经营方面，在商品价格大幅波动的情况下，能够熨平企业的利润曲线，规避极端风险，为企业稳定生产经营提供保障。

在降低财务成本方面，衍生品工具的杠杆属性减少对资金的占用，虚拟库存存实物流存节省物流、仓储等运营成本。

在革新购销模式上，为原燃料采购和钢材销售提供更多的解决方案；销售上，锁价长单套保，让销售部门敢于接长单，提升客户黏性；采购上，建立虚拟库存、买入交割，丰富采购模式；此外，还帮助企业构建战略优势，增强钢企在产业链中的主动性，打破传统现货经营模式的限制。

同时，南钢股份也积累了很多经验，例如：不能够机械套保，缺乏灵活性，不考虑企业差异和市场背景，生搬硬套；不能够忽视基差，过度关注价格点位和走势，忽略基差传递的信息；不能缺乏体系，没有配套体系规范套保操作，职责不明，定位模糊，风控缺失。

南钢股份表示，接下来公司还会完善风险控制体系，将金融衍生品工具的运用列入公司战略层面，助力公司“低成本生产、高效率智造”体系建设；期待更多衍生品工具的上市，例如板材、不锈钢、废钢等黑色产业链品种，及相关期权工具。

基差贸易多产业试水 焦煤品种实现突破

■本报记者 于德良

12月19日，大连商品交易所（以下简称“大商所”）在大连举办“2018年基差贸易试点项目结项评审会”，9家期货公司申报的10个项目全部通过评审。10个基差贸易试点项目涉及铁矿石、焦煤、PP、PVC、PE等5个品种，分黑色组和化工组2类，每类各5个项目，分别排名。最终，国信期货的2个铁矿石项目，国泰君安期货的PE项目、华西期货的PVC项目分别获得黑色组和化工组前两名。

值得一提的是，今年的基差贸易试点项目在焦煤品种上实现了突破，具有代表性。而从参与企业来看，10个试点项目均是在实体企业与贸易商之间开展，既有中国石油、河钢集团、中石化全资子公司上海赛科、宜宾天原这样的国有龙头企业，也有东华能源、绍兴三锦这样的代表性民营企业，还有嘉吉公司这样的大型跨国企业，影响力、示范效应显著。

据介绍，国泰君安期货、银期期货、国信期货、中信期货、华泰期货、华西期货、国投安信期货、国贸期货和中银国际期货等9家期货公司参与了2018年大商所基差贸易试点项目，涉及现货总量约105万吨，相比于2017年的初次试水，今年的试点参与企业类型更多元、代表性更强、诉求更明确、参与更积极。

事实上，随着相关产业价格波动风险增加，市场不确定性日益加强，传统、单纯的贸易模式的风险与日俱增，同时，金融资本对于行业定价权的争夺，导致传统贸易商在价格面前迷茫，寻求打破“低买高卖”的传统贸易模式。目前，基差贸易已成为当前国际大宗商品贸易的重要趋势，在黑色产业和化工领域积极推广基差贸易，能够为产业企业进行风险管理、利用期货工具拓展经营模式提供新路径，助力企业实现稳健经营。

在钢铁产业链中，市场竞争日趋激烈，行业规模不断增长，生产工艺越发标准化。在此背景下，原料成本的控制和风险管理对经营结果的影响不断凸显，而基差贸易能够有效管理市场风险，对贸易双方都具有明显优势。

获得黑色组第一名的国信期货铁矿石基差贸易试点项目双方分别为河钢集团北京国际贸易有限公司（下称“河钢集团”）、嘉吉投资（中国）有限公司（下称“嘉吉公司”），双方达成了200万吨铁矿石基差贸易的总体框架协议，已于今年7至12月先开展60万吨贸易。合同签订后，嘉吉公司参考市场行情及自身货物库存，适时在铁矿石期货市场建仓。河钢集团提出点价要求后，由嘉吉公司在期货市场进行相应对冲操作，完成点价业务。

未来，大商所将继续积极完善合约连续性、交易标的稳定性和衍生品工具的完备性，强化产业服务，持续探索相关期货品种服务产业和实体经济的新路径。

（上接B1版）

从2018年前十个月的保费收入来看，其保费总收入约为66892.62万元，其中，其湖北分公司保费收入约为47497.79万元，占比约为71%，其他四个省（区、市）的保费占比较低。

从历年保费收入和净利润情况来看，从2011年到2017年，其保费收入分别约为17.97万元、1.16亿元、2.91亿元、5.06亿元、6.87亿元、8.4亿元，以及7.68亿元。

2011年到2017年，其净利润分别约为-1347.54万元、1168.09万元、-102.97万元、892.75万元、2191.58万元、-6214.6万元，以及-1.1亿元。

值得注意的是，在长江财险2015年年报中，其披露的当年净利润为2191.58万元，不过在2016年年报中显示的上一年度（2015年）净利润累计数为-3830.68万元。

业内人士认为，从历年数据可以看出，长江财险最近两年的业务发展速度有所减缓，同时，其经营情况也有所恶化，开业前几年有盈利有亏损，但最近两年连续亏损，且2017年是截至目前亏损过亿元的唯一一年。

高管频生变 新任总经理尚未确定

业内人士认为，长江财险经营业绩的变化，或与其频繁变动的高管层有一定关系。从成立至今，其正式任命的总经理和拟任总经理共涉及四位，目前，其总经理一职由财务负责人临时代替。

引人注意的是，2017年5月份，长江财险的经营管理临时负责人（拟任总裁）变为宋静刚。但在今年6月份，宋静刚的任职资格被否，成为银保监会成立以来否决保险公司高管任职资格第一例。

根据银保监会的信息，宋静刚不符合《保险公司董事、监事和高级管理人员任职资格管理规定》第十一条规定，业内人士结合其经历认为，应该是其缺乏金融保险机构的从业经历成为了其担任负责人的障碍。目前，宋静刚在长江财险担任党委副书记、董事。

因此变故，长江财险决定由公司财务负责人孙明清担任临时负责人。到目前为止，仍然没有新的总经理人选出现。

今年10月份，中保协发布2017年度保险公司经营评价结果，长江财险评级由2015和2016年的“B”降为2017年的“C”。

业内人士认为，长江财险有地方性财险公司和国企股东两大背景，在业务上有先天的优势，其业务结构也反映了这一特点，不过，财险公司要获得更好的发展必须进一步突破地方业务和股东业务的局限。

谁会接盘长江财险股份，成为新股东，谁会成为获得“官宣”的正式的总经理，这些问题都有待进一步揭晓。



■本报见习记者 王明山

为遏制股权质押风险，地方政府、金融机构和社会资本踊跃响应政策号召，多措并举驰援民营企业，群策群力纾解股权质押困境，民营企业再次站在风口上。在资管行业，集中投资民营企业标的的产品并不多，鹏华上证民企50ETF和鹏华深证民营ETF便是最具代表性的两只产品。

近日，伴随着各路资金驰援民企的热潮，《证券日报》记者专访了上述

两只产品的基金经理——崔俊杰。谈及民营企业在当前的发展机遇，崔俊杰表示：“近两个月民营企业的经营环境已经有很大改善，随着股权质押风险进一步解除，龙头民企势必会迎来发展的拐点，民企ETF发展的时机也接踵而至。”

民企迎来政策红利 主题基金前景可期

2018年，是公募ETF产品规模集中爆发的一年。创业板ETF、上证50ETF、沪深300ETF等宽基ETF产品规模不断创下新高。崔俊杰对《证券日报》记者分析表示，“这是从2015年6月份起经历的第4波大幅下行情，沪深300指数、中证500指数、创业板指数的估值均已接近历史最低位。在市场估值触底和反弹初期，投资者明显更倾向于宽基指数。”

对于民企ETF在近期的发展，崔俊杰满怀信心。记者根据公开数据发现，近两年民营ETF产品的规模没有出现特别大的增长，但是最近一段时间这两只产品的成交活跃度在增加。他在接受记者采访时表示：“随着市场格

切换到成长股、民营企业的经营环境的改善，投资者对ETF产品进一步认可，民企ETF的发展正迎来拐点。”

记者了解到，根据基金三季报，目前鹏华上证民企50ETF和鹏华深证民营ETF背后的投资者以散户为主，机构投资者对于ETF产品的规模还是有一定的要求。实际上，民企ETF尚未迎来规模爆发式的增长也是在基金经理人的预期中，崔俊杰表示，两只产品在设计之初的想法就是先在散户中进行推广，待规模有一定的积累后再引进机构资金。

实际上，投资者在选购基金产品时也陷入了这样的误区——“倾向于申购受热捧的基金”。在与崔俊杰的交流中，《证券日报》记者了解到，对于理性的投资者而言，在选购ETF产品时更重点考察三个指标：跟踪误差、跟踪标的流动性和基金贴水率（贴水值即基金净值跟基金市值之间的差距，差价与净值之间的比率即折价率）。

实际上，无论是机构投资者还是个人投资者，已经在逐步认可ETF产品，但与成熟市场的广发认可度相比还有一定的差距。近年

来，即便市场环境不佳时ETF规模仍稳定增长，随着投资者教育工作的不断深入，越来越多的投资者已经接受了指数基金及ETF产品的投资方式和投资逻辑，未来我国公募基金市场指数基金必将迎来大的发展机遇。

资金纾困民企股权质押 民营企业经营环境大改善

今年下半年以来，由于资本市场深度调整，上市公司股权质押、债务违约形势严峻。省级政府自筹资金组建政策性救助基金带头，银行、险资和券商随即拉起大旗，“纾困民企”迅速成为近期财经头条的常客。据《证券日报》记者不完全统计，截至12月23日，纾困基金的总规模已经超过了4000亿元。

民营企业的经营环境已有很大的改善。“第一，各地政府、保险公司以及券商推出专项的债券工具，指数基金、民营企业融资难的问题迎刃而解；第二，减税政策对于民营企业来说是重大利好，企业所得税的减免、增值税的并档或下调有可能即将推

出，对于整个民营企业的负债成本和经营状况改善影响较大。”崔俊杰分析道。

此外，经过A股市场长期的调整行情后，民营上市公司的估值水平已经极具吸引力。崔俊杰分析称：“目前，上证民企50指数和鹏华深证民营指数的ROE都在11.5%左右，领先于A股市场8%的整体水平；两个指数的估值水平分别在12倍和21倍左右，上证民企50指数的估值已经明显低于A股市场平均水平，已经是历史最低位。”

面对民营上市公司在二级市场的投资机会，崔俊杰把目光聚集在了民企龙头公司。对此，他对《证券日报》记者表示，可以从三个角度进行考虑：首先，民营企业经营环境在改善，融资环境的改善会让民营企业在未来的发展更加从容；其次，此前很多贷款都发放到国企，民企占比低的情况正在不断改变，尤其是民企龙头，会进一步展现其活力；最后，减税政策会很快推出，小的公司在业务发展上还可能受股权质押问题的影响，但龙头民企应该不会出现问题。



悟空投资鲍际刚：投资需攻守平衡 避免“赢家诅咒”

■本报见习记者 林姆婵

温文尔雅，谈吐不凡，这是与深圳悟空投资管理有限公司（以下简称“悟空投资”）董事长鲍际刚第一次会面时，留给《证券日报》记者的第一印象。

尽管已在金融行业摸爬滚打20余年，比起投资人，鲍际刚倒是更像一个科学家。南开大学数学系毕业的他，一直视投资为看世界的一种方式，并在从业多年后仍然坚持着基础理论研究。“因为就社会科学来说缺少重复实验，而股市就恰好是一个高频数据出现的地方，也是我们的理论讨论更多的东西”，鲍际刚如是说。

而在鲍际刚多年投资生涯里，他最强调的则是攻守平衡，不赌冠军。在他的带领下，悟空投资以“系统论”为理论基础，其独有的投资哲学在实践中得到不断验证和完善，在资本市场上已立足近十年。

坚持“系统论”投资方法论

今年以来，全球资本市场震荡不平，国内外的价值投资者皆大受打击。在这样的市场环境下，悟空投资坚持以“系统论”为其投资理财理念核心，强调攻守平衡并及时控制风险。

在谈到近两年的资本市场表现时，鲍际刚表示，悟空投资把目前的A股市场看作一个“高熵态”的复杂系统。鲍际刚解释道，“熵是对系统状态的度量，高熵态也就是高度复杂”。他认为，目前的A股市场市场表现的背后是涵盖国内外多周期碰头的大背景，“国内是金融去杠杆，海外是美元或整体的金融收缩周期”。

在“系统论”角度下，鲍际刚认为，由于国内经济及资本市场基本上已完全嵌套在全球经济体体系里，所以讨论A股市场时必须要站在全球系统角度和历史角度去研究。

鲍际刚说道，“例如2008年是网络合作、全球化合作的时代，G7变成G20，但到了今天，便是一个网络撕裂的时代，不仅是中美贸易的撕裂，更是全球性的网络撕裂，这影响还是很重大的。”

那么何为“系统论”？鲍际刚以公司为例解释道，“其实就是要站在历史的角度去看，从过去到未来，它这个行业与公司都要是好的，同时要站在空间的角度去看公司价格，看影响价格的经济与货币环境、人的行为和风险偏好；这就是一种有历史纵深态的度量，高熵态也就是高度复杂”。与宏观框架的看问题方式，考虑风险与收益的平衡，同时兼顾稳定与效率的平衡，这就是系统论。”

悟空投资认为，当前的股市已变得更加复杂，从系统论角度作出投资决策能够有较好的容错能力，同时降低纠错成本。在配置投资组合时，悟空投资坚持集中行业、分散公司的方式，强调攻守平衡，避免单一公司出现黑天鹅对其投资净值构成冲击。

投资要避免“赢家诅咒”

2018年，对于许多私募基金来说是困难的一年。鲍际刚认为，投资人要站在一个大的架构与尺度上去看问题，避免“赢家诅咒”。他对此补充道：“一个投资人在某一刻成为冠军，往往是因为其过度远离了平衡态，如果不能及时纠正，习惯了某种投资风格，当市场开始高速转型变化时，一旦出现问题就会崩塌得更快。时代是在变化的，抱着仅一个理念，某种程度上是一种刻舟求剑。”

鲍际刚对记者介绍称，十年来悟空投资整体发展相对稳健，没有特别的高光时刻，他表示，“我们更追求的是攻守平衡，不赌风格、不赌个股，追求稳定与效率、风险与收益之间的平衡，实现整个组合具有很好的时间价值和方向性，同时又不会有过多的回撤。对于现在各个经济系统出现的问题，从系统论和

网络科学的角度去讨论，这个方式可能是更有效的。”

据了解，悟空投资从今年年初开始便选择降低国内仓位，将海外的满仓多头变成了满仓空头，并在后半年选择加仓黄金。鲍际刚表示，这是因为悟空投资在今年年初时发现海外美股市场出现了融涨现象，其向下的风险收益比大于向上，同时国内外市场在四月份出现了金融收缩周期下的风险了，“总的来说我们还是把风险控制住了”，鲍际刚补充道。

展望2019年，鲍际刚认为比起2018年更多来自货币与股市本身层面的风险，在2019年我们面临的可能是全球经济要面对的一些问题，但总的来说不确定性是相对较大的。鲍际刚表示：“既然是这样的情况，短周期内可能我们需要克服的是整个经济内可能出现的问题，那么除了看好一些消费类资产，最重要的还是布局黄金资产，因为它才能抵抗短周期风险。”