

# 上市公司套保业务研究系列（四）

## ——套期保值案例分析

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

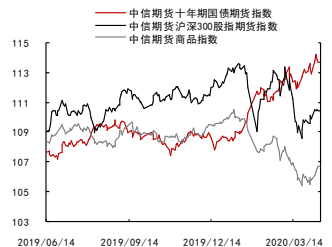
### 摘要：

本报告是上市公司套保业务研究第四篇，主要从业务情况、问题描述和监管原因三个角度分析了五个出现问题的套保业务案例。

五个案例情况有所不同：A 公司年报中未披露套期保值业务和套期会计具体信息，信披不恰当造成损益波动剧烈；B 公司信息披露不充分，内部系统和制度不健全，未使用套期会计处理；C 公司期货单边亏损操作失误平仓，后续处理有较大问题，信息披露严重滞后；D 公司实质开展期货投资而非套保，盈亏波动剧烈，投机意向严重，且止损制度未有效执行造成较大损失；E 公司披露套期保值操作但是实际为期货投资，信披不准确，反映出内控制度形同虚设。

上述公司收到监管关注或者处罚的原因主要有三方面：（一）开展业务本身出现问题；（二）公司信息披露出现问题；（三）公司内部控制和风险管理出现问题。

从上述案例中我们总结经验如下：（一）上市公司应当聚焦主业，开展衍生品业务应以风险管理为目的和导向；（二）信息披露工作非常重要，公司在业务本身不出现问题的前提下更要意识到信息披露工作的重要性，主动披露、应披尽披；（三）在开展套保业务时公司应当认识到财务处理和信披相结合的重要性，重视套期会计准则的学习应用，在年报等定期报告中主动做出财务与业务相结合的有效信息披露。



### 产业咨询组

研究员：  
刘高超  
010-57762988  
从业资格号 F3011329  
投资咨询号 Z0012689

唐运  
010-58135957  
从业资格证 F1024390  
投资咨询号 Z0015916

## 目 录

摘要: .....	1
一、典型问题案例 .....	3
二、案例总结与经验教训 .....	8
免责声明 .....	9

本篇报告为上市公司套保业务研究系列报告中的第四篇，在前三篇报告中我们对国内上市公司信息披露的监管体系、具体要求、套期保值业务信息披露的框架和内容都做了详尽的介绍和分析，但在当前市场上，实际开展了套保业务的企业对这些要求的执行情况可以说是参差不齐。随着近些年监管对于企业信息披露情况和套保业务的重视，对上市公司相关业务投入的监管精力也越来越多，也出现了一些企业收到监管警示，甚至行政处罚的案例。因此在本篇报告，我们主要针对近年来上市公司开展套保业务出现的典型问题案例进行分析，研究其业务模式、具体问题、收到监管的根本原因，并以此为鉴总结其经验教训，提出改进建议，以供广大产业客户参考。

## 一、典型问题案例分析

我们选取近几年市场上出现的五个典型问题案例，详细分析其开展的业务情况，出现的问题以及被监管关注和处罚的原因。

(一) A 公司年报中未披露套期保值业务和套期会计具体信息，信披不恰当造成损益波动剧烈，引发监管关注。

**【业务情况】**A 公司参与黄金冶炼行业，主要从事黄金矿产资源开发、贵金属冶炼、高新材料研发及生产、国际贸易等产业业务。公司主要产品有黄金、白银、电解铜、铅、锌锭、硫酸、稀散金属等，其中以黄金和白银为主的贵金属是公司的最主要产品。

公司在 21 年 3 月披露了套期保值业务公告，公告称，“公司开展黄金、白银、铜产品及铅产品套期保值业务的主要目的是利用套期保值工具规避市场价格波动给公司带来的经营风险，锁定部分产品预期利润。公司的套期保值业务仅限于上海黄金交易所金、银延期交货业务和上海期货交易所金期货合约、铜期货合约、银期货合约、铅期货合约、锌期货合约、镍期货合约、黄金期权、铜期权。公司 2021 年期货套期保值使用公司自有资金投资不超过 90000 万元人民币。”

**【问题描述】**A 公司在 2021 年年报中，在其非经常性损益中披露了“除公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产等产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产等取得的投资收益对损益影响的金额”。在 3 月底披露年报后，5 月公司收到交易所的年报问询函。问询函显示，监管认为公司年报中披露数据的含义是“近三年套期保值业务持仓产生的浮动盈亏和平仓盈亏发生额分别为-1.01 亿元、-0.78 亿元、-1.44 亿元”，并对此集中询问了公司开展套期保值业务的持仓情况、会计处理、业务亏损的原因、风控制度的有效性、以及个别报表项目披露的正确性。

**【监管原因】**A 公司开展套期保值业务多年，对于套保业务较为熟悉也积累了较多的实操经验。本次被交易所问询，主要原因还是其信息披露不明确且有

误导性。

首先，公司年报披露内容不准确。在年报中比较重要的非经常性损益部分，列示的不应当是期货端单边盈亏，应当是除了有效套期保值部分之外的无效部分对损益的影响，正常情况下这部分金额应当较小；但是根据公司回复公告中披露的衍生品持仓明细，此项列示显然被公司理解为与套保相关所有衍生品持仓造成的损益影响，而这两种口径统计数值明显会有巨大差别。这种错误的披露方式会误导信息使用者，尤其是在期货端出现亏损时，会使其认为套保业务在期限对冲后仍然造成了巨额亏损，或者是企业并未开展套保而是开展单边的投资（因为单独的期货投资才需要把全部持仓损益汇总在此列示）；

其次，翻阅其年报和套保公告，在此次更正之前公司对于开展的套保业务只有定性描述，而没有披露与套保业务相关的具体明细信息，包括其业务规模、衍生品种类、数量、金额、以及现货的匹配情况等等，这导致监管方和投资者都无法获得与套保业务相关的有效信息，因此引发监管问询。在交易所问询后的回复公告中，企业才披露了其期现匹配的大致情况，后续按照交易所的要求更正了年报，重新分类披露了衍生金融资产的金额等。

除此之外，企业自称使用了套期会计方法并与同行业公司做比较，但是在其回复公告中列示的参考准则名称还在沿用旧的（2007年版）套期保值准则名称，即便是在更新后的年报中也未按照套期类别披露套期项目及相关套期工具、被套期风险的定性和定量信息，这都显示出企业对这部分会计处理方法和信披要求的理解仍有所欠缺。

（二）B 公司信息披露不充分，内部系统和制度不健全，未使用套期会计处理，引发交易所问询

【业务情况】B 公司主要从事汽车用铸造铝合金和铝合金零部件的研发、生产和销售。22 年 3 月，在其发布的套保业务公告中称，“根据公司生产经营情况，公司生产所需的原材料主要是铝、铜、镍等大宗金属商品，为避免原材料价格波动带来的影响，公司及子公司拟开展原材料期货套期保值业务，通过套期保值的避险机制减少因原材料价格波动造成的产品成本波动，保证产品成本的相对稳定，进而维护公司正常生产经营活动。”

【问题描述】22 年 7 月 2 日公司突然披露《关于开展期货套期保值业务的进展公告》，称“自 2022 年 1 月 1 日起至 6 月 30 日下午收盘，公司及子公司期货账户累计亏损 4039.74 万元（其中持仓浮亏 1516.42 万元）。”随即在 7 月 3 日公司收到交易所的监管工作函。工作函要求公司回复的重点问题包括对于套保业务造成的损失公司信披是否及时、前后是否一致、期货交易是否符合套期保值相关规定、公司内控体系与风险管理问题等。

7 月 20 日，公司对监管工作函做出回复，回复公告中披露的信息再次暴露出三个主要问题：

(1) 公司信息披露工作存在着事实上的不及时行为：

在公告中公司承认“经自查，自 2022 年 1 月 1 日起至 6 月 17 日下午收盘，公司及子公司期货账户累计亏损 2338.16 万元（其中持仓浮亏 1713.29 万元），占公司 2021 年归属于上市公司股东净利润的 10.29%，首次超过 10%。”也就是在 6 月 17 日已经出现了按照交易所规定需要进行披露的情况，但在 7 月 2 日公司才发布正式公告进行披露；

(2) 公司套保业务开展过程存在较大问题：

在回复公告中公司称“在实际执行套期业务过程中，公司因不同时严格满足《企业会计准则第 24 号-套期会计》的应用条件，未采用套期会计处理。”在解释其为何不满足应用条件时，披露以下几点：“(1) 公司制定了正式的《套期保值管理制度》，但未建立套期工具与被套期项目(具体的预期采购交易)清晰的对应关系；(2) 公司期货平仓时点与现货采购入库时点不完全匹配；(3) 公司未建立套期有效性的评估方法，未对套期无效部分产生的原因进行具体分析，也未结合预期各月采购量、纯铝和废铝的替代关系确定合理的套期比率，公司在开仓后也未能按照被套期项目的实际期间执行套期业务。”而这几方面也说明了企业的套保业务本身就出现了期限不匹配、相关性未得到充分评估等等忽视了风险控制的问题；

(3) 公司的内部控制和风险管理体系都存在较大缺陷：

企业在回复中提及信披不及时的一个原因是其前任财务总监兼董秘卸任后未招聘到合适人选导致相关工作停滞，而因某个岗位空缺就导致公司整体信息披露的重要工作无法进行，这本身就反映出企业的内部管理出现了较大的问题。

**【监管原因】**后续交易所对公司时任董事长出具了监管警示函，交易所认为“公司从事期货交易，并因此遭受重大损失，将可能对公司股票价格和投资者决策造成较大影响。公司应当根据规则要求，在损失达到披露标准后，及时公告，但公司未及时披露，迟至损失扩大后才披露，信息披露不及时。”此外，“根据公司公告，公司还存在期货套期保值相关制度不完善，未能对止损限额、止损程序等作出规定的问题。”

而公司时任董事长作为公司公司经营决策的主要负责人和信息披露事项的具体负责人，未勤勉尽责，对公司的上述违规行为负有责任，因此收到监管警示。

(三) C 公司期货单边亏损操作失误平仓，后续处理有较大问题，信息披露严重滞后，遭到监管处罚。

**【业务情况】**C 公司是主要从事火腿、传统肉制品、个性化定制品牌肉类的生产、加工和销售业务，猪肉是公司重要的生产原料。21 年 1 月，其在套期保值业务可行性分析中称“为增强对公司产品成本和产品销售价格的管控，有效



规避生产经营活动中因原材料和库存产品价格波动带来的风险，公司计划利用生猪期货进行套期保值业务操作。”

**【问题描述】**公司在第二年（22 年 1 月）披露其套保业务进展公告，称在 21 年 9 月，“因对后市过度悲观，在未经审批的情况下，公司期货交易员擅自将持有的合约进行了平仓操作，导致公司账户总计亏损 5510.53 万元。”并且“已收到员工赔偿”。除此之外，“公司管理层及财务人员由于对套期保值相关会计准则的理解存在偏差，对其实操经验不足，将赔偿款误认为期货套保本金计入收回期货本金中，对于投资损失和赔偿收入均未进行账务处理，因此未在第三季度报告中对此进行披露。”

这一公告迅速引起监管注意，隔天交易所针对此事发出关注函，关注函中对企业内控体系和风险管理制度是否完善、是否存在重大缺陷、延迟信息披露的原因和合理性、员工补偿行为的具体情况、资金实质来源以及会计处理等几个方面提出了问题。而公司在回复公告中对于上述问题的解释并不充分。

**【监管原因】**这个案例中，企业在套保业务和后续处理、信息披露等各方面都出现了较多的问题，反映出企业管理和内部控制的较大缺陷：

（1）套保方案未得到有效执行：2021 年 1 月，公司董事会审议通过 5000 万元额度内开展生猪期货套期保值业务的议案。2021 年 9 月，公司期货账户累计投入资金 7000 万元，超过前述额度；

（2）赔偿损失的财务处理不恰当：2021 年 9 月，公司收到期货交易员 5510.53 万元赔偿款，错误将其当做期货套保本金计入收回期货本金中，对于投资损失和赔偿收入均未进行账务处理；

（3）未按监管要求履行审议程序和信披义务：在发生重大损失及收到赔偿时没有履行充分的内部审议程序，也没有履行信披义务；

（4）信披严重不及时：在发生重大损失及收到赔偿时都未及时履行临时披露义务，且延误时间较长。

后续公司回复后交易所下发监管函，由于事项较为严重，公司及董事最终收到了浙江证监局的行政处罚（罚款几十万元）。

（四）D 公司实质开展期货投资而非套保，盈亏波动剧烈，投机意向严重。公司止损制度未有效执行，造成较大损失最终收到监管处罚。

**【业务情况】**D 公司是国内具有一定规模水平的汽车发动机核心零部件、变速器关重零部件等的专业生产企业，主要从事汽车发动机核心零部件产品的研发、生产与销售。

21 年 4 月，公司发布套保公告称“公司产品所需的主要原材料包括铝等金属材料，相关原材料的价格波动将给公司的生产经营带来明显影响。为充分利

用期货市场的套期保值功能，减少公司因原材料、产品价格波动对经营成果造成的影响，提升公司的抗风险能力，增强财务稳健性，开展期货套期保值业务。”且交易品种只限于与公司生产经营相关的商品期货品种，并将保证金额度控制在 6000 万以内。

6 月，公司披露的《关于获得期货投资收益的公告》中提到，“公司制定了《证券投资及衍生品交易管理制度》及《期货投资管理办法》等规章制度，对期货投资相关行为进行规范。”并且明确列示了其中规定：“设置严格的止损线。公司每笔期货交易指令表均会设置相应止损线。公司进行期货投资，单个合约浮动亏损达到保证金金额的 50%或所有开仓合约累计亏损总额（平仓损益+浮动损益）达到 3200 万，必须进行平仓止损，以有效防范风险，确保进行期货交易资金的相对安全。”

**【问题描述】**9 月 1 日，公司继续披露《投资进展公告》，称“2021 年 6 月 7 日至 2021 年 8 月 30 日，公司期货投资平仓亏损 1166.08 万元。截至 2021 年 8 月 30 日，公司期货账户浮动亏损 4794.50 万元。”10 月 19 日，公司再次发布《投资进展公告》称，“2021 年 9 月 15 日至 2021 年 10 月 18 日，公司已将前期建仓的期货合约全部平仓，本次平仓亏损 11098.30 万元（含税）。”12 月 17 日，上交所针对此事对公司下发纪律处分决定书。

**【监管原因】**此案例中公司受到监管的主要原因有两个，一是未按照前期制定的内部期货交易管理制度控制风险，当亏损金额已达到公司内部设置的止损线时，仍继续持仓，直至 2021 年 10 月 18 日才执行平仓，最终产生损失 12849.56 万元，远超止损限额，给股东和投资者造成了实质上的重大损失；二是公司信息披露问题严重，这种投资行为与前期公司信息披露中反复提到的所谓套期保值的出发点前后严重不一致，影响投资者预期。

在 22 年 4 月的投资者交流中，公司回复投资者关注问题，称后续将只进行经营业务相关金属的套保，不再开展期货投资业务。

（五）E 公司披露套期保值操作但是品种完全不相关，实际为期货投资，信披不准确，反映出内控制度形同虚设。

**【业务情况】**E 公司是国内个人卫生护理用品领域的领先制造商，专注于妇幼、成人卫生护理用品的研发、制造与销售业务。公司未披露正式的套保公告等信息。

**【出现问题】**公司开展套保业务前期未进行相关信息披露，21 年 10 月 12 日公司收到监管函，13 日发布公告披露称，“鉴于公司前期新建厂房，钢材等原料需求较大，为间接对冲相关材料价格，公司管理层进行期货套期保值操作。”而业务开展情况是，“截至 2021 年 10 月 11 日期货结算，其子公司期货账户还持有焦炭 2201 合约 310 手，浮动亏损 2416.32 万元；焦煤 2111 合约 10 手，浮动亏损 50.19 万元；焦煤 2201 合约 579 手，浮动亏损 2882.73 万元。公司 2021

年期货投资风险敞口和可能面临的最大亏损额为 2021 年累计亏损（含浮动亏损）金额加上剩余权益，合计 15310 万元，占 2020 年经审计净资产的 5.49%。”

【监管原因】此案例中公司前期信披信息较为缺失，仅在 10 月接到监管函后才进行了回复；而其受到监管处罚的最关键原因还是实际从事的焦炭、焦煤等商品期货投资，不符合公司自身关于期货套期保值、规避防范风险等规定，相关信息披露不准确，影响了投资者价值判断和投资决策。其实从案例过程可以看出公司很可能最开始就知道自己开展的业务并不是期货套保而是投资行为，前期信披缺失很可能并不是单纯的工作失误。从最后此案例受到证监会警示处罚的严重后果我们也看到，在监管和大众密切关注下上市公司不应当有任何的侥幸心理，公司所开展的业务应当据实披露，没有任何蒙混过关的可能性。

## 二、案例总结与经验教训

从上述案例我们总结重要经验如下：

（一）上市公司应当聚焦主业，开展衍生品业务应以风险管理为目的，这是各方监管一直以来在持续强调的基调和引导的方向；不应沉迷期货市场投机业务，更不能打着套保旗号做期货投资，更不应当打着套保的旗号去开展投资业务，误导广大投资者做出错误判断；

（二）信息披露工作非常重要。不少案例被处罚都是因为其信披出现问题，当然很多信披问题背后是业务出现问题在先，但是公司在业务本身不出问题的前提下更要意识到信息披露工作的重要性，主动披露、应披尽披，这样可以避免绝大多数被交易所问询的情况出现；

（三）企业在开展套保业务时也应当认识到财务处理和信披相结合的重要性，重视套期会计准则的学习应用，注意监管要求，对一些重要的项目列示意义深入学习理解，在年报中主动做出财务与业务相结合的有效信息披露。

除此之外，在查阅相关案例的过程中我们同时也看到，对于主动做出尝试开始接触衍生品市场进行风险管理的公司，监管要求严格但并非严苛，并不是不允许企业在进行业务上的初步尝试时出现一些问题。企业在业务开展过程中如果出现一些问题造成损失时，不管是否引起监管注意，都应迅速处理及时披露，将业务事实梳理清晰，反思问题出现原因，解决问题、总结经验后持续改进管理体系；而不应遮遮掩掩，甚至采取一些不当措施粉饰报表、发布不实公告欺骗监管方和投资者，这种行为才是当前监管重点关注和惩罚的对象。



**免责声明**

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

**深圳总部**

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>