361° 看市

曾经濒临“雷曼时刻” 如今上演“农夫与蛇”

嘉能可归来即燃战火 搅局兖煤并购意欲何为

□本报记者 王朱莹

此前在大宗商品超级熊市背景下，于2015年一度濒临“雷曼时刻”的国际大宗商品贸易巨头嘉能可，在中国供给侧改革助力下走出“破产”阴霾，短短两年时间卷土重来。近期，嘉能可又反过来“第三者”插足中国企业的海外并购，在兖州煤业的收购即将进入收官阶段时，横插一杠，成为搅局者。

“农夫与蛇”故事的现实版似乎再次上演。有分析人士表示，此前的危机中，嘉能可通过出售资产断臂求生，对国际大宗商品价格的主导权也进一步丧失。随着危机缓解，其势必会通过阻挠中国企业在能源市场的并购，维护其在大宗商品市场上的地位。此外，也告诫我们，推行供给侧改革时，需要考虑国内民族企业的国际竞争形势，在压缩产能的同时提高国内企业国际竞争力，实现产品高附加值和企业转型。

新华社图片

收官阶段横刀夺爱

6月9日，嘉能可通过官网发出以25.5亿美元收购力拓集团旗下联合煤炭公司100%股权的要约，直接点燃了与兖州煤业竞购力拓澳洲煤矿的战火，吸引了市场目光。

先来回顾这场举世瞩目的竞购案。事情要追溯至今年1月份。2017年1月24日，兖州煤业发布《关于境外控股子公司收购股权的公告》，表示公司境外控股子公司兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）拟以23.5亿美元（或24.5亿美元，视交易对价支付方式确定）收购力拓矿业集团子公司澳大利亚煤炭控股有限公司（以下简称“澳煤控股”）和猎人谷资源有限公司持有的联合煤炭工业有限公司（Coal & Allied Industries Limited）合计100%股权。

兖州煤业对这笔交易十分重视。本次收购完成后，兖煤澳洲将成为澳大利亚最大的独立煤炭运营商，其煤炭储量、产量将很大程度地提升，兖煤澳洲将成为对日本、韩国出口的重要澳洲煤炭公司。

就在协议已经签订、审批也已大部分通过，交易双方即将完成进入付款交割的收官环节，大宗商品巨头嘉能可突然发难。

根据兖煤澳洲和力拓方的协议，力拓有权接受其它竞购者“更优质”的报价。因此嘉能可声称：出价高于兖煤，因此属于“更优质”的报价。其付款条件也更优于兖州煤业方面。嘉能可表示“拥有全数已筹资金”，可以现金付款(头款20.5亿美金，随后五年每年1亿美金)。相对而言，兖州煤业只能“在A股融资10亿美金才可以完成交易，如果A股融资失败有权取消交易”。

如此具有诱惑力的价码，表明嘉能可此次“第三者”插足显然是有备而来。事实上，嘉能可一直对联合煤炭公司的资产虎视眈眈。根据嘉能可测算，嘉能可位于猎人谷的矿山与联合煤炭公司产能相加可达8100万吨/年，成功竞标将开启大规模煤炭开采和运营协同效应，并将满足亚洲对高效率、低排放煤炭需求的增长。有分析师估算，合并能每年节省税前成本5亿美金。

对于巨头的“横刀夺爱”，兖州煤业方面表示，根据买卖协议所载，力拓有权根据买卖协议中排他性条款考虑嘉能可建议书是否构成更优议案。如力拓决定嘉能可建议书为更优议案，兖煤澳洲将有权提出匹配或比其更好的议案。

曾经的“雷曼时刻”

有研究报告指出，在澳大利亚，嘉能可拥有17个矿地；兖州煤业则拥有9个生产矿区，6个勘探项目。谁能够在这场竞购中获胜，谁就能攀上澳洲第一大煤炭商的宝座。

但谈判桌上的两个竞争对手，显然不是一个重量级的选手。成立于1974年的嘉能可，有着“大宗商品业的高盛”之称。40余年来通过多次大的并购和收购，成为全球第一家垂直综合型大宗商品交易企业和集开采、冶炼、生产贸易于一体的综合型矿企。据悉，伦敦金属交易所进行交割的镍和铝有50%到90%掌握在其手中。而兖州煤业则成立于1997年，是以煤炭经营为基础，煤炭深加工和综合利用一体化的国际化能源企业。

Wind数据显示，2016年嘉能可总营业收入达到1529.48亿美元（按最新汇率计算，约合10415.3亿人民币），而2016年兖州煤业营业总收入则为1019.82亿人民币。

但俗话说“船小好掉头”，相对而言，巨头也有尾大不掉的劣势。在2015年大宗商品和原材料价格大幅下跌的背景下，嘉能可所布局的铜、铝、铅、锌、锡、镍、铁矿石、原油、农产品等多领域表现低迷，在香港上市的嘉能可公司股价表现急转直下，公司股价由2014年7月最高的379.45港元跌至2015年9月28日最低的66.67港元，全天股价跌幅高达81.82%。不仅如此，股价暴跌令其5年期信贷违约掉期(CDS)由550点狂升至757点，显示嘉能可债务违约几率大升。

股价的大跌，给了惯用高杠杆并购手法的嘉能可以致命一击，市场担忧嘉能可或将无法快速减轻债务负担，可能会陷入与商品价格暴跌互动的恶性循环，甚至资金链断裂，成为商品界的“雷曼兄弟”。

为了摆脱债务危机，嘉能可被迫采取了一系列“壮士断腕”的行动：2015年6月份，嘉能可以2450万澳元（约合1800万美元)出售Cosmos镍矿。

2015年8月14日，宣布出售旗下三处矿场，合计金额约2.9亿美元，包括菲律宾的Tampakan铜矿，多米尼加的Falcondo镍矿，以及科特迪瓦的Sipilou镍矿。8月中下旬，嘉能可中期财报表示，正在削减15亿美元“高流动性库存”。

2015年9月7日，嘉能可宣布采取7项措施减债100亿美元，措施包括暂停分红、关停铜矿、出售库存等，特别是非洲的Katanga及Mopani铜矿山将停产18个月。本次停产涉及Katanga的全矿石浸出、Mopani的新竖井及选矿机，预期将减少市场上折合约40万金属吨的铜。9月15日，嘉能可又宣布，将运营资本再缩减15亿美元，所采取的方式包括扩大出清库存。9月16日嘉能可发行25亿美元新股。所筹资金将用于偿还债务，在大宗商品价格暴跌之际维护其信用评级。

产业链并购计划重启

嘉能可通过出售旗下资产，缓解了债务压力，渡过了最艰难时期。但真正让这头行将倒下的大象再度站起的，却是中国的黑色系行情。

Wind数据显示，在2013年以前，欧洲市场还是公司收入第一大来源，2014年开始，亚洲市场便成为嘉能可营收第一大贡献来源。2016年总营收为1529.48亿美元，其中，欧洲收入为550.21亿美元，占比35.97%；亚洲收入则为610.6亿美元，占比39.92%。按产品分，能源产品收入为884.14亿美元，占比57.81%；金属及矿产收入则为645.12亿美元，占比42.18%。

2016年，在国内供给侧改革的推动下，煤炭、钢铁等黑色系品种大幅上涨，亚洲动力煤基准价格自2016年6月底以来，涨幅已逾50%，一度创下3年多来新高。受此提振，有色金属板块亦有所反弹，助力嘉能可2016年净利润同比上涨127.78%至13.79亿美元（2015年净利润为-49.64亿美元），公司股价去年上涨逾206%，收复了此前危机时刻的大部分跌幅。

重新站起来后的嘉能可，第一件事便是重启此前的上游产业链并购计划。今年1月4日，嘉能可宣布，其与卡塔尔投资局组成的财团以102亿欧元的交易对价，完成对俄罗斯石油公司19.5%股份的收购交易。

2月14日，嘉能可公布，拟以总代价9.6亿美元收购铜及钴生产商Mutanda Mining SARL及Katanga Mining Limited分别31%股权及11.05%股权。其中Mutanda的代价为9.22亿美元，Katanga则为3800万美元。部分代价将以卖方所欠付公司的贷款抵消。

中国金融衍生品投资研究院院长王红英在接受媒体采访时表示，大宗商品价格的暴跌让不少大宗商品贸易商陷入经营困局，嘉能可也在这一市场变化中遭遇重创，其对国际大宗商品价格的主导权也进一步丧失；但随着近年来企业的流动性危机得以缓解，其势必会通过阻挠中国企业在能源市场的并购，维护自身对大宗商品市场的地位和控制权。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇指出，从嘉能可“半路截胡”兖矿收购力拓联合煤炭公司100%权益这个事件，可以得出几个结论：一是经过2016年强势反弹，包括煤炭在内的矿业已经出现明显的复苏，企业资产负债表得到修复。二是国内企业走出去面临诸多困难，企业在海外并购方面缺乏经验，如竞争对手恶意收购，被收购方提出的非公平前置条件，如兖矿和力拓签订排他性条款规定，如果有竞争者给出“更优提议”，力拓有权重新考虑这笔交易，与第三方进行谈判或讨论。也就是说，尽管兖州煤业手握协议，一旦有了搅局者，究竟卖给谁仍然掌握在力拓手中。三是嘉能可作为国际性大型跨国公司，在商业利益至上的情况下，截胡兖矿收购力拓煤矿，印证了嘉能可一贯的“不惜回避规则、颠覆规则乃至创造规则”的发家史。因此，国内供给侧改革方面推行需要考虑国内民族企业的国际竞争形势，并非一味压缩国内产能就好，还需要提高国内企业国际竞争力，实现产品高附加值和企业转型。

上期所理事长姜岩：

提升市场运行质量 增强上海价格影响力

□本报记者 张利静

6月16日，上海期货交易所（以下简称“上期所”）理事长姜岩在出席“第二届中国钢铁金融衍生品国际大会”时表示，上期所将持续优化交易制度，动态管理交割仓库设置和品牌注册工作，提高市场效率。“上海价格”已成为国内外钢材现货报价、企业库存管理、投资研判和宏观经济研究的重要参照。

姜岩说，近年来，随着经济全球化加快发展，我国经济的市场化和国际化程度日益加深，企业风险管理需求不断增加。我国期货市场在服务实体经济的宗旨下，强化一线监管、推动制度创新，已逐步发展成全球最大的商品期货交易市场。以上期所为例，目前上市品种14个，形成了涵盖有色金属、黑色金属、贵金属、能源化工四大板块在内的产品体系，覆盖主要基础工业品领域。2016年，上期所年度成交量16.81亿手，年度成交额84.98万亿元，在全球商品期货和期权交易所的成交量排名中位列第一，其中，黑色金属期货成交量9.77亿手，在上期所总成交量中占比58.16%；成交金额22.99万亿元，在上期所总成交金额中占比27.05%。

他表示，钢铁工业是国民经济的重要基础产业，“全球钢铁看中国”是不争的事实。然而“产能过剩、负债较高、环境约束”等不利因素制约了我国钢铁行业的健康可持续发展，特别是国内外钢材和原料价格联动紧密、波动显著，使得钢铁相关企业面临巨大风险，企业避险需求日趋强烈。2009年以来，上期所逐步推出了黑色金属系列期货，交易总体平稳，持仓结构合理，交割运行有序，市场功能显现。经过近十年的发展，钢材期货已成为钢铁及其上下游企业管理价格风险、稳定生产经营的重要工具，上期所通过一系列富有成效的措施，在服务钢铁产业风险管理方面，积累了丰富经验。

一是依法从严全面监管，维护市场稳定运行。上期所始终把风险控制和维护投资者合法权益作为工作的重中之重，牢牢守住不发生系统性、区域性风险的底线。二是提升市场运行质量，增强上海价格影响力。持续优化交易制度，动态管理交割仓库设置和品牌注册工作，提高市场效率。“上海价格”已成为国内外钢材现货报价、企业库存管理、投资研判和宏观经济研究的重要参照。三是深化产业服务，促进功能发挥。紧密联系行业协会，培养跨期、现专业人才，推进“黑色金属产业培训基地”建设，持续深入服务产业客户。

姜岩表示，今年以来，国际经济金融形势复杂多变，地缘政治事件频发，大宗商品市场大幅震荡，面对期货市场内外部市场环境变化，上期所将按照证监会的统一部署，坚持稳中求进总基调，进一步发挥自身优势，助推钢铁行业供给侧结构性改革，提升服务实体经济的广度和深度。下一步，上期所将在黑色金属期货方面着力做好以下五方面工作。

一是加强市场监管，不断提升监管效能。二是深化产业服务。与行业协会紧密合作，进一步提升实体企业合理运用期货工具的能力与水平。三是做精做深现有品种。从合约条款、交割模式、品牌注册、仓库布局等各方面全面优化，提高市场效率。四是推进产品创新。加强对不锈钢、冷轧薄板、中厚板、废钢期货的研究开发，进一步丰富市场避险工具。五是推进对外开放。把握“一带一路”战略机遇，按照证监会统一部署，研究探索将原油期货的相关政策推广到黑色金属期货品种，吸引境内外投资者广泛参与，进一步提升上期所期货价格的国际影响力。

郑棉受外盘拖累走弱

□本报记者 马爽

上周，郑棉期货低位震荡，期间主力1709合约期价更是创下今年以来的新低15055元/吨。分析人士表示，近期棉花市场利空因素占据主导，预计短期期价上行难度较大，关注万五附近的争夺情况。

试探今年以来新低

截至上周五，郑棉期货主力1709合约报收15135元/吨，日内下跌0.2%，全周走势低迷，期间一度下探今年以来低点。

中信期货棉花分析师王燕表示，从基本面看，近期棉花市场未有新的利多出现，而潜在的利空因素则在逐步积累，包括新棉扩种、棉花长势良好、7月1日中国增值税改革以及7月1日印度税改等，均令郑棉期价走势承压。

此外，近期外盘棉花期价接连下挫，亦对拖累国内棉花期价和现货价格带来一定压力。卓创资讯分析师黄小易表示，近期ICE期棉也处于下跌态势，这主要归结于USDA报告利空氛围浓厚，全球新棉种植面积增加，且各产棉国新棉生长状况良好。由于国内棉市正处于购销淡季，国储棉平稳进入市场，市场中利多支撑不足，因此外盘接连下挫，不仅拖累郑棉走低，也给现货棉价带来压力。

现货方面，目前下游纺织企业正处于季节性淡季，采购皮棉保持“随用随买”。由于目前国内棉花质量结构矛盾严重，优质棉量少价坚并受各方关注，而低品质棉消化缓慢，同时成交让利明显。根据卓创统计的数据，目前国内3128级棉均价15730元/吨，环比上月下跌0.14%。

重点关注两大因素

目前来看，未来影响国内棉花期价走势的关键因素是美棉期价走势和国内储备棉抛储情况。

黄小易表示，目前国内棉花市场供应以国储棉和2016/2017年度新疆棉为主，进口棉市场受下游需求和配额不足拖累，交投清淡，总体供应充裕。其中国储棉因性价比优势较大，受到下游企业青睐，自轮出开始，国储新疆棉基本全部成交。新疆棉现货受质量差异影响，价格差距较大，其中优质双29以上皮棉内地库公定报价维持在16500元/吨以上，强力不足27的资源报价15900-16200元/吨，且成交存在让利。下游需求方面，季节性淡季限制纺企备货规模，但根据订单平稳采购的局面仍维持，订单成交之下影响皮棉走货的仍是质量因素。

“目前，棉花市场依然是市场供应和储备棉供应齐头并进，且期货盘面仓单压力仍处于郑棉期货上市以来同期最高水平，而下游消费情况则未有明显改善，国内外棉纱价差依然处于倒挂状态。”王燕表示，虽然近期期价急速下跌加快了仓单流出，短期对期价形成一定的支撑；但在仓单在降至较低水平前，预计期价上行难度较大，关注万五附近的争夺情况。

对于后市，黄小易分析认为，8月底之前，国储棉将支撑国内棉花供应，因符合纺企配棉需求，预计成交率基本稳定，棉价波动空间较小。9月份新旧棉市交替期，考虑到下游企业提前备货，棉价或被小幅拉涨。由于本年度新棉种植面积4638万亩，同比增加8.7%，增产预期浓厚，因此中长期来看，期价或将围绕15000元/吨-17000元/吨区间波动。

郑商所：严防以自成交扰乱市场秩序行为

□本报记者 张利静

近日，郑州商品交易所（下简称“郑商所”）相关负责人向中国证券报记者介绍了两起以自成交方式扰乱市场秩序案件。两起案件分别发生在2015年11月至12月，以及2016年3月。相关人员均在某品种期货合约上以自己为交易对象成交，造成该期货合约价格较上一笔市场正常成交价累计大幅下跌。郑商所在掌握了相关证据并充分证明责任人实施了上述违规行为后，根据相关违规处理办法，给予相关责任人纪律处分，并将其纪律处分结果记入了中国资本市场诚信信息数据库。

案例一，客户甲于2015年的三个交易日内，在某品种期货合约上自成交各1手，造成某品种期货合约价格较上一笔市场正常成交价累计大幅下跌。客户甲上述交易行为符合《郑州商品交易所违规处理办法》第二十八条第一款第五项规定，构成利用自成交手段扰乱市场秩序的违规行为。郑商所掌握的相关证据证明客户甲实施了上述违规行为。最终，郑商所给予客户甲暂停全部品种开仓交易1个月的纪律处分，并将其纪律处分结果记入了中国资本市场诚信信息数据库。

案例二，2016年3月的两个交易日内，客户乙在某品种期货合约连续4次实施自成交行为，共计4笔8手。客户乙自成交行为造成上述合约价格较上一笔市场正常成交价大幅下跌。客户乙上述交易行为符合《郑州商品交易所违规处理办法》第二十八条第一款第五项规定，构成利用自成交手段扰乱市场秩序的违规行为。郑商所掌握的相关证据证明客户乙实施了上述违规行为。最终，郑商所给予客户乙暂停全部品种开仓交易2个月并没收其违规所得的纪律处分，并将其纪律处分结果记入了中国资本市场诚信信息数据库。

据相关人士介绍，发现价格是期货市场的重要功能之一。而自成交行为，是一种以自己为交易对象，连续买卖或者自我买卖的行为；自成交行为没有真正的或者说真实的交易对手，通过自成交完成的交易不能为市场发现价格贡献任何力量，相反却会对市场形成正常、客观的价格造成妨碍，属于一种危害期货市场功能发挥的违规交易行为，必须受到惩戒。上述案件仅仅是以自成交方式扰乱市场秩序的两件个案，其不具有普遍代表性，期货市场以自成交方式扰乱市场秩序的违规案件的手段多样、违规方式不一，不可能以案例形式全部罗列。期货市场参与人实施的所有符合《郑州商品交易所违规处理办法》第二十八条第一款第五项规定的行为，都可能被认定为以自成交方式扰乱市场秩序的违规行为。

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：2.00元 广告许可证：京西工商广字0019号