

□本报记者 王朱莹

在上一轮大宗商品牛市中，嘉能可采取高杠杆、重资产的扩张模式，大肆并购上游矿山，成为大宗商品市场中举足轻重的“巨无霸”。随着繁华褪去，曾经带来巨额利润的优质资产逐渐缩水，巨额的经营债务使得这一商品巨头陷入濒临破产的困境。

在大宗商品市场中，类似嘉能可的商品巨头大有人在，若商品价格继续下跌，谁会成为下一个嘉能可？

近期镍市关注的一个话题便是：下一个遭殃的巨人会是诺里尔斯克镍业吗？因为就产量占比来看，以2014年产量计算，嘉能可仅占到全球镍产量的5.2%，而诺里尔斯克镍业则占到了14.1%。

“诺里尔斯克镍业近期步嘉能可后尘可能性极小。”东证期货分析师郭华认为，从财务状况来看，虽然诺里尔斯克镍业的资产负债率接近65%，净债务/股东权益相对于同类企业偏高，但其盈利能力及偿债能力较好。其中，税息折旧及摊销前利润(EBITDA)预期虽遭下调，但是仍处于同类企业的领先地位，说明持续盈利能力还在。总体而言，其偿债能力较好，短期内不存在债务违约的风险。

从信用评级来看，诺里尔斯克镍业的信用评级属于投资级债券水平，彭博1年违约风险概率为0.16%，各项指标都处于同类企业的中上水平。这意味着短期内评级下调的可能性极小，企业可以继续拿到低成本融资以维持正常运营。

“基于财务与信用情况，我们认为在目前的价格曲线状况下（包括金属价格、汇率等），诺里尔斯克镍业不会出现类似嘉能可的大波动，也不存在嘉能可那么严重的债务担忧，因此从公司正常运营的角度看，主要产品镍大幅减产的可能性极小。”郭华说。

此外，与嘉能可齐名的顶级大宗商品贸易商托克(Trafigura)会否成为下一个大宗商品价格下跌的牺牲者，也为市场所关注。

托克的出身，与嘉能可有着深厚的渊源。据安信证券介绍，1993年，其由Claude Dauphin和Eric de Turckheim创立，当时两人选择从嘉能可的前身马克·里奇集团退出并自立门户。经过20年的快速发展，2014年公司产值已达1276亿美元，净利润达10.8亿美元。公司业务主要由油气和金属矿产贸易两部分组成，2015年中报显示，二者收入占比分别为65%和35%，毛利润占比分别为66.5%和33.5%。

安信证券有色金属团队认为，托克不会是下一个嘉能可。理由有二：一是托克的经营理念与嘉能可有着鲜明差异，始终坚持贸易为主的轻资产定位，矿业资源类业务非常有限。与嘉能可在大宗商品牛市中激进的向上游并购延伸的战略不同，托克始终坚持贸易为主的定位，在固定资产投资方面主要以仓库、物流、港口资产为主，目的是提高贸易效率并赚取稳定的物流服务费用，而矿山并购非常有限（目前仅两座在产矿山，两座参股且尚未投产），并且很大程度上将精力放在矿山咨询、供应链金融的轻资产模式上。这使得托克总体上保持轻资产、高财务杠杆的贸易商资产结构。

二是公司核心目标是追求贸易量，基本规避价格风险，在商品牛市反而会因贸易量增长而受益。公司认为，大宗商品价格走弱反而会促进全球和公司的商品贸易量，因为贸易所需要的资金变少，而且燃油、运费率降低，贸易成本下降。托克的核心诉求是追求贸易量从而更好实现规模经济，而非商品价格本身的上涨，事实上其贸易业务在定价和风险管理上对商品价格进行了严格的套保操作。

“以上两点决定了托克主要赚的是贸易地区套利、物流服务和供应链金融的钱，公司的经营状况对大宗商品价格的敏感性不大，相关的价格风险在贸易定价和期货对冲上早已规避。”该团队指出。

而公司2014年、2015年上半年的业绩状况足以证明上述观点。尽管大宗商品处于熊市，公司利润却持续提升。2015年上半年毛利润、净利润分别增长57.88%和39%。

但是，安信证券有色金属团队认为，仍需注意托克的中长期偿债风险和短期流动性风险。从中长期的偿债能力看，托克由于是贸易型公司，其负债率持续处于85%以上的高位，但如果计算其净债务，2014年9月30日公司净债务为72.64亿美元，与权益资本的比例为1.31x。考虑到公司经营状况仍较稳定且趋好，总体上并不算特别激进。

短期来看，该团队认为，托克在2015—2016年的流动性风险值得警惕。安信证券统计表明，托克在2015年3月底的净偿还的未到期债务总额为331.19亿美元，而且偿还高峰期在2015—2016年，总额高达258.33亿美元。不过，考虑到公司目前经营状况良好，且账上现金27.7亿美元，25亿左右的营运资本变动前经营性现金流，以及充裕的信贷支持（可以借新还旧），总体看流动性风险爆发的概率不大。

铜市波谲云诡 嘉能可欲破紧箍咒

□本报记者 王朱莹

2000年以来，嘉能可因对上游矿山的激进并购，经营杠杆大幅提高，同时也扩大了风险敞口。伴随大宗商品牛市红利结束，熊市来临，公司盈利快速下滑，尤其铜等有色金属价格的大跌，使其陷入流动性危局之中。

目前来看，铜价的走势，是掌握嘉能可生死的紧箍咒。“铜矿是嘉能可现金流的一大来源。如果铜价跌破每磅2美元（或每吨4400美元）一线，那就要为嘉能可的财务部门捏把汗了，因为在那种情况下，这家公司的营业收入会枯竭。”巴克莱分析师认为。

LME铜价近期企稳反弹并重回5300美元/吨一线，但价格能就此触底吗，嘉能可会起死回生吗？单从铜价的基本面上看，似乎并不乐观。

铜市风暴 扼住嘉能可命脉

九月下旬以来，嘉能可经营状况恶化，评级下调，公司出台了七项削减债务的计划，导致其股价波动剧烈，并对大宗商品尤其是有色金属价格形成明显冲击，拉响“破产”警报，引发市场对嘉能可是否会成为“雷曼第二”的担忧情绪。

但在这个全球最大锌生产商公布计划削减约三分之一的锌产量之后，有色金属价格集体大涨，截至上周五收盘，LME锌价涨10.28%，报1851美元/吨，据悉为1989年来最大涨幅；LME铜价亦上涨2.73%，报5300美元/吨。

同时，嘉能可表示其业务仍然“强劲”，且拥有安全的融资来源，此举暂时平复了市场对其300亿美元巨额债务的担忧。在伦敦市场上，嘉能可的股价大幅上涨，与9月28日创下了历史最高跌幅时的股价相比，涨幅接近一倍。嘉能可最坏的时期或已过去，然而，风险并未解除。“嘉能可暂无破产可能，其减债计划采取的是弃铜保锌的策略。”东证期货分析师郭华表示，短期内嘉能可破产的可能性较低，但评级有可能会被进一步下调。当然，如果铜价进一步下跌，嘉能可将雪上加霜。

目前，嘉能可已经形成了金属及矿产、能源产品、农产品等三大业务板块，分别占销售收入的59%、29%和12%。金属和矿产类产品中的铜、镍、锌，分别贡献了2014年业绩的36%、7%和5%。而从嘉能可股价与铜价波动来看，两者相关性较高，约为0.89。

铜价的走势，成为掌握嘉能可生死的紧箍咒。嘉能可财报显示，因铜价下跌，该公司2015年上半年盈利锐减56%，并下调了其交易部门的盈利预期。“实际的实体铜流动量和库存水平显示当前铜价不合理。对冲基金此时此刻正在打压大宗商品。”嘉能可首席执行官Ivan Glasenberg在8月份一次电话会议上表示。

今年的铜市波谲云诡，年初触目惊心的瞬时大跌令人印象深刻。1月12日至1月14日的三个交易日，LME铜在6000美元/吨关口突然遭遇空头巨量砸盘，三个交易日的跌幅近10%，英国《金融时报》报道称，来自中国的对冲基金——混沌投资，是煽动铜市风暴的那只蝴蝶。

一位接近葛卫东的知情人士告诉中国证券报记者，混沌投资只是“顺势交易”，赶上了价格下跌而已，外媒过分夸大。上海一家投资机构的金属交易员猜测，铜价这波下跌或是混沌投资在6000美元/吨关键位置上“砸盘”，并且起到了重要作用，导致期货价格发生暴跌，因这一点位有很多期权，一旦砸破便会引起连锁反应。

这次大跌之后，铜市消耗了数月时间来恢复元气，但在今年5月18日站上6400美元/吨关口的LME铜再度拐头向下。至8月24日间，短短69个交易日内，LME铜价跌幅高达22.79%，最低下探至4855美元/吨。此轮大跌，将嘉能可推向了破产边缘。

与此同时，嘉能可的股价也遭遇空头大手笔狙击，在投资者的疯狂抛售下，9月28日嘉能



CFP图片

可股价暴跌近30%，创历史最大跌幅并刷新历史新高。自2011年上市以来，嘉能可股价已经跌去87%。据媒体披露，放倒嘉能可的是两家国际对冲基金——英国对冲基金Lansdowne Partners和美国对冲基金Passport Capital。前者是欧洲最大的对冲基金之一，管理资金规模达265亿美元；后者成立于2000年，管理资金规模为41亿美元。

其中，英国对冲基金Lansdowne Partners于8月27日卖空1.177亿股，占流通股总数的0.8%，嘉能可最大空头。相关测算预计，嘉能可股价暴跌使得该基金账面盈利8776万英镑。

美国对冲基金Passport Capital则是第二大空头，于9月2日合计做空1.06亿股。据测算，嘉能可股价大跌已经使该对冲基金账面盈利8000万英镑。

断臂求生 沦为鱼肉

目前，铜价虽然急跌之后暂时止跌反弹，但其羸弱的基本面为市场熟知，这会否成为压垮嘉能可的最后一根稻草呢？

“从各大铜企的营业状况来看，嘉能可目前的确处于最为糟糕的境地。资产负债率已超过65%，正常水平应该在40%—60%，但是离破产尚早。从2016年嘉能可需支付的利息15—20亿美元来看，违约的可能性很低。”郭华说。

9月，嘉能可宣布，进行最高25亿美元的建议股本集资（集资已全面获得承诺），连同额外资本保全／削减债务措施，两项共计总价值高达102亿美元，以及若干其他投资组合优化及成本削减措施，目标是于2016年底前将净债务削减至200亿美元数字的低位。其中关停了在非洲的两个铜矿，另外也对于智利铜矿进行了减产，涉及的铜总供应为60万吨。

从基本面来看，郭华认为，此举对于缓解铜供应过剩压力是有利的。但对于锌，嘉能可却实施了抛售库存的措施，这表明除了铜在嘉能可的经营当中占有较大比重外，铜方面的风险敞口可能更大。嘉能可减债计划对于铜价有利好作用，尤其是在中短期。因此，郭华认为LME铜

价在5000美元/吨仍有较强支撑，但问题的关键仍是下游需求的疲弱，长线以逢高沽空为主。

咨询机构英国商品研究所(CRU)早在今年年初就预计铜价在未来18—24个月内可能还将持续下跌，因铜市供应不减及最大消费国中国需求放缓的影响。

“从成本支撑角度看，铜的最差，锌的最强。基本面最差、跌幅可能还有较大空间的铜目前只为完全成本90%分位线，如果扣除其副产品收入，只看其现金成本，目前5200美元/吨的价格大约对应75%—80%分位线附近。CRU认为，除非铜价长期处于75%的成本分位线4600美元/吨以下，否则不会有大规模的铜矿减产发生。”

其中，美国对冲基金Passport Capital则是第二大空头，于9月2日合计做空1.06亿股。据测算，嘉能可股价大跌已经使该对冲基金账面盈利8000万英镑。

据安信证券测算，如果按照金属矿产贸易占贸易收入的比重20%计算，铜、锌、镍的抛售量大约为26.4、24.5和2万吨。如果考虑到嘉能可以囤货操纵大宗价格升水的商业模式，金属矿产可能在库存中比例偏高，假定为60%，铜、锌、镍的抛售量大约为73.8、68.6和5.5万吨。

那么，嘉能可会在有色金属价格企稳之后，再进行抛售以回流资金呢？齐丁认为，嘉能可现有库存的抛售对大宗价格的影响并不算大，且正在消退。一是库存抛售的价格风险已经基本对冲，对公司业绩影响甚微；二是铜的抛售压力大于锌，但公司可能选择“保铜抛锌”的策略；三是从LME库存变化看，嘉能可抛售锌的风潮可能已经过去。关键是在预期层面，嘉能可的自救行为可能会带来大宗商品价格、股价、债券评级、矿山卖价相继恶化的恶性循环，甚至会给人类嘉能可的矿业公司带来流动性危机，从而引发进一步的库存抛售和资产贱卖。这种可能性难以排除，目前看起来还不算大。

瑞银分析师Myles Allsop分析说，嘉能可可以通过出售资产将300亿美元债务减少三分之一。嘉能可的人非常务实，如果卖掉农业资产可以筹得100—120亿美元来解决资产负债表上的所有疑虑，他们会慎重考虑。

据路透社报道，有熟知内情的消息人士透

露，嘉能可正在与沙特阿拉伯主权财富基金、中粮集团以及加拿大的养老基金展开谈判，将出售旗下农业资产的一部分股份。中粮集团尚未就此置评。

另据彭博社报道，两名熟知内情的消息人士透露，新加坡主权财富基金等投资者都已表示出了有意收购嘉能可旗下农业业务少数股份的兴趣，其他一些参与了初步谈判的投资者还包括三井公司等日本商行，以及至少一家加拿大养老金基金。

嘉能可已经聘用了花旗集团和瑞士信贷集团来负责这项股份出售交易的运作。据花旗集团报告介绍，整个嘉能可农业部门的总价值最高可达105亿美元。嘉能可正寻求出售该部门的少数股份，其主要业务是从事小麦、棉花、大豆和糖等商品的贸易活动。

即便如此，嘉能可能否顺利度过流动性危机，是否会开启恶性循环？齐丁认为，以下五个方面仍需进一步观察：首先，大宗商品价格是否会进一步暴跌，导致经营现金流进一步恶化；第二，公司股价是否会企稳，以保证25亿美元增发完成；第三，信用评级是否会下调，从而使其举债成本上升，甚至贷款可得性下降；第四，出售贵金属、农业资产是否能在合适的价格顺利套现，是否还需要进一步贱价出售部分核心优质资产；第五，收缩营运资产时，抛售库存是否会引起大宗商品的供应压力，导致进一步杀跌。

嘉能可事件带来三点启示：一是原先在大宗商品牛市中风光无限的重资产、高杠杆模式，在熊市中会面临周期的惩罚。二是接下来可能会有越来越多的大宗商品企业的微观结构出现快速恶化或崩溃，这将成为大宗商品市场出清的加速器。三是考虑到当前宏观环境，嘉能可事件短期内带来的大宗商品杀跌可能会酝酿一次反弹，建议关注锌、铜和黄金的反弹机会。

同时，类似嘉能可的资产抛售很可能带来不错的矿山项目和收购价格，这为当前现金流充裕、融资具有优势的企业带来抄底的好良机。”齐丁表示。

有色金属颓势难改

□本报记者 王朱莹

近期，嘉能声明该公司锌的年产量将缩减约50万吨，位于澳大利亚的Lady Loretta锌矿以及位于秘鲁的Iscaycruz项目将会暂停，包括澳大利亚、南美洲以及哈萨克斯坦的其他项目产出也将有所缩减。

这份声明使得国内外锌价大幅上涨，带动其他有色金属价格大幅飙升。Capital Economics大宗商品高级经济学家Caroline Bain指出，尽管中国经济放缓，全球金属需求也受到影响，但是并未出现需求崩溃的情况。目前市场已经出现了不少公司减产的消息，这将有利于刺激价格上涨。

不过，这只是短期内价格过度下跌后的修复性反弹，从长期走势看，有色金属的下跌仍将受基本面因素主导，国内外分析人士对于有色金属价格后期走势仍持较为谨慎的态度。

中粮期货分析师李琦指出，根据国际铅锌

不利因素集中出现，铜价甚至可能跌破4000美元/吨。

国际铜业研究组织(ICSG)表示，2015年全球精炼铜供应过剩量料为365万吨，上年过剩估计为59.5万吨。由于中国扩大产能，今年全球精炼铜产量将同比增加约4%至2340万吨。ICSG预期今年全球精炼铜表观消费量将仅同比增加0.6%至2300万吨，主要原因在于尽管中国工业需求预期增加4.5%—5.0%，但其表观需求预期增加1%。

“这一基本判断决定了铜价后市反弹的高度将会受到供需面的压制。”华联期货分析师姜世东表示，全球铜矿产能不断提高、精铜供给充足，中国需求降速、主产国货币贬值将压制铜价；宽松的政策、部分铜矿被迫减产预期支撑铜价；技术面上，低位震荡寻底。预计第四季度在基本面多空因素交织的背景下，如不出现大的需求红利，铜价将维持弱势震荡。

铝价方面，巴克莱在近期的一份报告中

称，因供应过剩局面难以消退，铝土和氧化铝价格难以回升。报告称，铝土和氧化铝市场将进一步承压，因印尼和越南仍在扩张氧化铝精炼产能，而马来西亚和斐济也跻身全球铝土出口市场。“在过去的三个月中，铝土和氧化铝价格回落，尽管中国铝产量同比增幅仍超过10%，这暗示供应的扩张将进一步令铝土和氧化铝价格承压。”

“尽管我们无法预知嘉能可债务危机是否会导致公司破产，以及可能的波及程度，但让我们感到悲观的是新兴市场相对于2008年再杠杆的能力已经不足，需求很难在中短期内发生实质性恢复，在这一条件下，除非存在外部融资的可能，否则负循环效应导致企业债务违约的概率迅速提升。我们认为，大宗商品熊途导致的新兴市场衰退尚未结束，负向循环风险存在扩大的可能性，因此负循环结束之前，不建议布局基本金属类别的股票品种。”华泰证券分析师陆冰然指出。

短期来看，该团队认为，托克在2015—2016年的流动性风险值得警惕。安信证券统计表明，托克在2015年3月底的净偿还的未到期债务总额为331.19亿美元，而且偿还高峰期在2015—2016年，总额高达258.33亿美元。不过，考虑到公司目前经营状况良好，且账上现金27.7亿美元，25亿左右的营运资本变动前经营性现金流，以及充裕的信贷支持（可以借新还旧），总体看流动性风险爆发的概率不大。

短期来看，该团队认为，托克在2015—2016年的流动性风险值得警惕。安信证券统计表明，托克在2015年3月底的净偿还的未到期债务总额为331.19亿美元，而且偿还高峰期在2015—2016年，总额高达258.33亿美元。不过，考虑到公司目前经营状况良好，且账上现金27.7亿美元，25亿左右的营运资本变动前经营性现金流，以及充裕的信贷支持（可以借新还旧），总体看流动性风险爆发的概率不大。

短期来看，该团队认为，托克在2015—2016年的流动性风险值得警惕。安信证券统计表明，托克在2015年3月底的净偿还的未到期债务总额为331.19亿美元，而且偿还高峰期在2015—2016年，总额高达258.33亿美元。不过，考虑到公司目前经营状况良好，且账上现金27.7亿美元，25亿左右的营运资本变动前经营性现金流，以及充裕的信贷支持（可以借新还旧），总体看流动性风险爆发的概率不大。

短期来看，该团队认为，托克在2015—2016年的流动性风险值得警惕。安信证券统计表明，托克在2015年3月底的净偿还的未到期债务总额为331.19亿美元，而且偿还高峰期在2015—2016年，总额高达258.33亿美元。不过，考虑到公司目前经营状况良好，且账上现金27.7亿美元，25亿左右的营运资本变动前经营性现金流，以及充裕的信贷支持（可以借新还旧），总体看流动性风险爆发的概率不大。

短期来看，该团队认为，托克在2015—2016年的流动性风险值得警惕。安信证券统计表明，托克在2015年3月底的净偿还的未到期债务总额为331.19亿美元，而且偿还高峰期在2015—2016年，总额高达258.33亿美元。不过，考虑到公司目前经营状况良好，且账上现金27.7亿美元，25亿左右的营运资本变动前经营性现金流，以及充裕的信贷支持（可以借新还旧），总体看流动性风险爆发的概率不大。

短期来看，该团队认为，托克在2015—2016年的流动性风险值得