

多一点真诚，少一点套路

——“托克镍”事件的浅研



报告日期：2023 年 2 月 13 日

★业绩“狂飙”的 2022 年

根据托克 2022 年财报，公司总资产达到 986 亿美元，同比增长 9.31%，实现营业收入、净利润分别为 3185 亿美元、70 亿美元，同比大幅增长 37.7%、125.81%，此外，EBITDA 达到 121 亿美元，同比增长 72.86%。我们认为，托克业绩表现优异得益于其全球化的网络布局、弹性的商业模式和宽裕的流动性，能够在国际地缘政治极度紧张的局势下，持续为客户提供稳定的服务。

★托克是典型的产业型大宗商品交易商

托克主营的是大宗商品贸易生命周期的全流程业务，覆盖了由矿端生产至终端销售系统性的多环节。本质上说，贸易商是在意识到大宗商品市场在“空间”、“时间”与“型号”等方面存在错配的情况，并以此配合客户需求进行贸易流程上的优化，从而达到赚取利润的目的。

★教科书般的风控并非无懈可击

为应对各种突如其来的风险，托克建立了严格的风险管理体系。整体上看，托克的风控模式倚仗的是具有独立风险管理职能的稳定组织架构。但看似教科书般的风控模式事实上并非无懈可击，我们认为托克内部并没有严格执行既定的风险管理流程，在交易对手尽职调查（KYC）和信用风险防范方面有较为明显的缺失。

★“系统性欺诈”后的镍

交易角度来看，核心矛盾仍在于精炼镍结构性问题，短期由于库存边际变动不大，且“托克镍”事件后沪镍价格一度大涨，隔夜伦镍涨超 6%，但总体来说对市场基本面的影响不大，因此我们认为短期镍价或继续高位宽幅震荡。

曹洋 首席分析师（有色金属）

从业资格号：F3012297

投资咨询号：Z0013048

Tel: 8621-63325888-3904

Email: yang.cao@orientfutures.com

联系人 吴奇翀

从业资格号：F03103978

Tel: 8621-63325888

Email: qichong.wu@orientfutures.com

相关研报

《为之于未有，治之于未乱_221228》

《双重博弈视角下的大宗商品_230120》

目录

1、业绩“狂飙”的 2022 年.....	4
2、托克是典型的产业型大宗商品贸易商.....	5
3、教科书般的风控并非无懈可击.....	7
4、“系统性欺诈”后的镍.....	8

图表目录

图表 1：托克财报摘要.....	4
图表 2：波罗的海集装箱运价.....	5
图表 3：2022 年贷款利率普遍上涨.....	5
图表 4：国际主要大宗商品交易商涵盖的各个环节.....	5
图表 5：波罗的海集装箱运价.....	6
图表 6：托克部分风险管理部门的概述.....	7
图表 7：2022 年全球镍消费结构.....	9
图表 8：2022 年中国镍消费结构.....	9
图表 9：中国精炼镍产量.....	9
图表 10：中国电解镍产量.....	9
图表 11：镍库存.....	10
图表 12：镍期货价格.....	10

诺不轻许，故我不负人。诺不轻信，故人不负我。

——余靖

当地时间 2023 年 2 月 9 日，全球大宗商品贸易巨头托克 (Trafigura) 在官网发布声明称印度商人 Prateek Gupta 旗下亚洲地区金属贸易商在镍交易过程中，对其实施“系统性欺诈”。由于部分集装箱目前仍然海运的过程中，因此托克预期最多可能造成 5.77 亿美元损失，预计将计入 2023 年上半年公司财报。目前托克已经获得了 6.25 亿美元的冻结令。

1、业绩“狂飙”的 2022 年

2022 年，受新冠疫情和国际地缘政治的影响，大宗商品价格波动剧烈、供需错配，叠加衍生品与现货市场之间的脱节，全球供应链一度出现中断，但托克的营业收入、净利润和 EBITDA 等均创下纪录。根据其 2022 年财报，公司总资产达到 986 亿美元，同比增长 9.31%，实现营业收入、净利润分别为 3185 亿美元、70 亿美元，同比大幅增长 37.7%、125.81%，此外，EBITDA 达到 121 亿美元，同比增长 72.86%。我们认为，托克业绩表现优异得益于其**全球化的网络布局、弹性的商业模式和宽裕的流动性**，能够在国际地缘政治极度紧张的局势下，持续为客户提供稳定的服务。

图表 1：托克财报摘要

财务指标	2022 年	2021 年	同比增速
总资产	986 亿美元	902 亿美元	9.31%
营业收入	3185 亿美元	2313 亿美元	37.70%
净利润	70 亿美元	31 亿美元	125.81%
非流动资产	194 亿美元	151 亿美元	28.48%
EBITDA	121 亿美元	70 亿美元	72.86%
EBITDA 利润率	3.80%	3.00%	26.67%

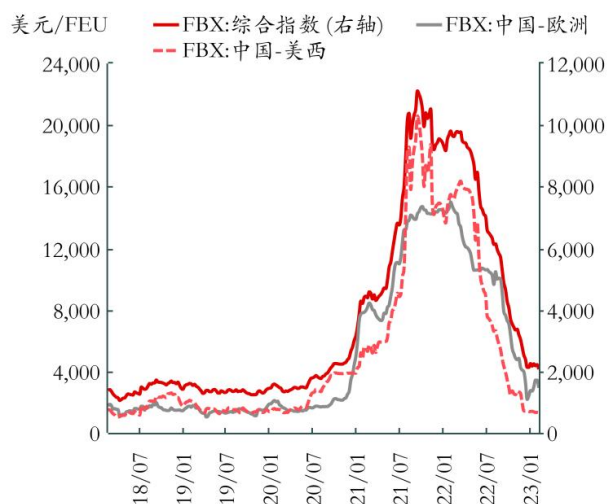
资料来源：公司年报，东证衍生品研究院

根据托克 2022 年财报，EBITDA 利润率为 3.8%，同比增加了 0.8 个百分点。根据全球大宗商品供应链服务的普遍财务数据来看，其 EBITDA 利润率偏低。**我们认为，这是由于俄乌战争后西方国家逐渐展开对俄罗斯方面的制裁，因此导致托克关于俄罗斯原油及相关产品的长期合同被迫终止。**这也导致了托克在大宗商品交易总量方面有所下降，尤其是用于风险管理的衍生品套期保值量大幅降低。2022 年，托克石油及相关产品平均日交易量为 660 万桶，同比下降 5.71%，有色金属交易量为 2330 万公吨，基本持平于同期。

从托克覆盖的大宗商品来看，主要分为能源和金属矿产两部分。尽管受到制裁俄罗斯后长期合同终止的影响，但托克的能源业务表现十分优异，创造了 2141.78 亿美元的收入，占总收入达到 67%，营业利润同比下降的原因是由于利润达到 101.26 亿美元；金属矿产业务的收入上升至 1042.99 亿美元，但营业利润下降至 18.77 亿美元，同比减少了 5.96 亿美元，我们认为 2022 年我国疫情防控政策对有色金属市场带来一定限制，而我国有色金属的需求占全球 50% 以上，因此托克的营业利润同比下降达到 24.1%。

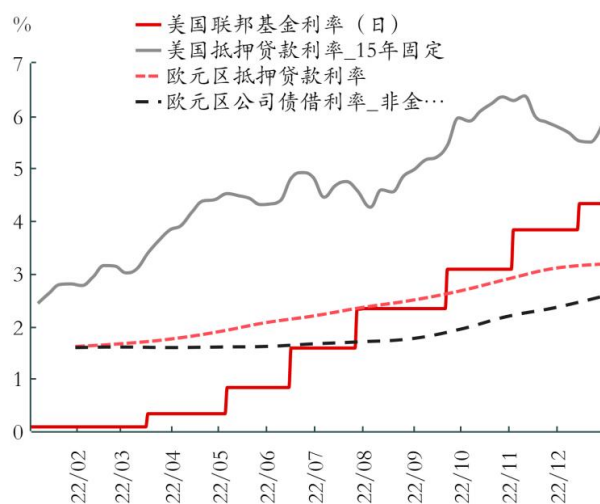
从成本端来看，托克在原材料、运输、仓储和净融资等方面的成本均较 2021 年有大幅上升。原材料、运输和仓储方面，成本高达 3028.99 亿美元，同比增高 36%，我们认为这是由于俄乌战争推动了大宗商品价格上涨及国际运费的波动，导致公司在原材料成本和运输成本方面大幅增加；净融资方面，成本达到 15.41 亿美元，同比增高 82.15%，我们认为这是由于全年利率不断上升的结果；此外，在所得税方面，达到 9.33 亿美元，同比增高 153.53%。

图表 2：波罗的海集装箱运价



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 3：2022 年贷款利率普遍上涨



资料来源：Bloomberg，Wind，东证衍生品研究院

我们认为，从托克 2022 年的财务数据来看，尽管其遭受到“系统性欺诈”可能导致大量损失，但鉴于其优秀的业绩表现，对其整体财务压力不大，即便是将损失计入 2023 年上半年财报，净利润仍将超去年同期。

2、托克是典型的产业型大宗商品交易商

托克主营的是大宗商品贸易生命周期的全流程业务，覆盖了由矿端生产至终端销售系统性的多环节。

图表 4：国际主要大宗商品交易商涵盖的各个环节

流程环节	业务模式
开采、生产	交易商直接或间接进行大宗商品原材料开采、生产和收储等
购买、销售	采用离岸价、到岸价和保税区价等方式参与商品贸易
物流、运输	根据不同地区的商品质量要求，通过水运、陆运、航运等设施完成运输
仓储、码头	持有仓库、储罐、码头等设施，存储商品以备加工、出售
加工、处理	转换大宗商品的形态和性质，以满足买方的要求
贸易融资	利用银行、保险公司、资管等金融机构信贷服务，优化资金利用效率
衍生品交易	管理价格、汇率等风险
资产收购	收购上下游资产，便于自身商品贸易活动

资料来源：五道口供应链研究院，东证衍生品研究院

本质上说,贸易商是在意识到大宗商品市场在“空间”、“时间”与“型号”等方面存在错配的情况,并以此配合客户需求进行贸易流程上的优化,从而达到赚取利润的目的。

从“空间”错配的角度来看,不同的金融市场对大宗商品的定价普遍趋于统一,跨市场套利的交易机会并不常见,但在实体贸易端,不同地区现货价格往往存在较大差异。由于突发状况容易导致不同地区现货价格脱节,贸易商因此获得了套利的机会。

从“时间”错配的角度来看,大宗商品价格通常会呈现正向或反向两种结构,前者呈现现货贴水,后者反之呈现现货升水。正向市场中,现货价格加上仓储费、保险费和利息等费用若低于期货价格,在同一价格理论下,也为贸易商提供了套利的机会。

从“型号”错配的角度来看,更多属于是技术上的套利。通过针对不同产品进行加工,满足下游客户的具体需求,贸易商可以从中获取丰厚的利润。

《Commodities Demystified》有一个关于托克的业务中铜精矿的典型商业案例。原则上,托克通过与秘鲁矿山签订的承购协议采购铜精矿,并将铜精矿交付给芬兰冶炼厂。但实际上,托克在“空间”、“时间”与“型号”等贸易流程上进行优化,找到了更高效、更高利的方式以履行合约义务:

- 托克与秘鲁铜矿签订铜精矿采购协议,原计划销售与芬兰冶炼厂;
- 托克与芬兰冶炼厂签订销售协议;
- 托克与西班牙铜矿签订铜精矿采购协议,现计划将该批铜精矿销售与芬兰冶炼厂;
- 托克与美国冶炼厂签订销售协议,计划将秘鲁采购的铜精矿销售与美国冶炼厂;
- 托克在 Impala Terminals 仓库中存储秘鲁铜矿采购所得铜精矿;
- 托克通过技术调配,使仓库中的铜精矿达到美国冶炼厂交割标准。

图表 5: 托克在贸易流程上优化的服务



资料来源: Commodities Demystified, 东证衍生品研究院

从该案例整体上看,托克利用“空间”、“时间”与“型号”方面的贸易流程优化,不仅通过撮合,满足了上下游客户的多种需求,还缩减了两断航线的航程,从而降低了海运方面的成本开支。

3、教科书般的风控并非无懈可击

为应对各种突如其来的风险，托克建立了严格的风险管理体系。从决策层面来看，董事会制定风险管理的框架，确定不同业务的风险偏好程度，并建立具体的组织结构和业务流程，管理委员会负责公司日常运营和投资组合的管理，并监督董事会的风险管理战略；从管理层面来看，风控、财务、ESG 与合规等部门得到内控部门的支持，协助整个集团的管理层不断评估监管、交易、IT 和运营流程的风控，并将结果提交与审计委员会，以加强控制并在需要时进一步降低风险。**整体上看，托克的风控模式倚仗的是具有独立风险管理职能的稳定组织架构。**

图表 6：托克部分风险管理部门的概述

董事会和管理委员会	政策与监督
首席风险官和风险管理委员会	风险管理委员会和首席风险官负责应用集团的风险管理能力和政策。他们每周至少会面一次，以管理风险敞口并评估市场动态。
财务委员会	财务委员会负责评估财务风险，监督新的流动性来源的开发，以及监控和设定限额。
ESG 委员会	ESG 委员会推广最佳实践并监督所有相关风险的管理。
合规委员会	合规委员会监督集团合规计划的实施和发展。

资料来源：公司年报，东证衍生品研究院

托克的风险管理体系主要分为 7 个部分，包括：市场和价格、流动性和信贷、合规与内控和制裁、法律和税务、交易对手与国家和信用、ESG、数字化和网络。

1、市场和价格：包括大宗商品价格、利差、利率和汇率的波动，以及大宗商品供应或需求的波动。

- 逐笔对冲与实物交易相关的所有价格风险；
- 确保所有现货都是已经预售或者完成套期保值的；
- 日常监管套保头寸，避免基差风险过高；
- 对非美元货币的风险敞口作适当对冲，同时美元以外的融资都兑换成美元；
- 以浮动利率短期融资，利率风险一律传导至下游，通过掉期锁定中长期融资利率；
- 通过远期货运协议和燃油互换协议进行套期保值，锁定货运和燃油成本；
- 在众多国家交易不相关的商品，降低暴露于个别市场的风险敞口。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52253

