

依托贸易物流搏击全球大宗商品市场的成功密码

——托克商业模式研究以及对中央流通企业的借鉴

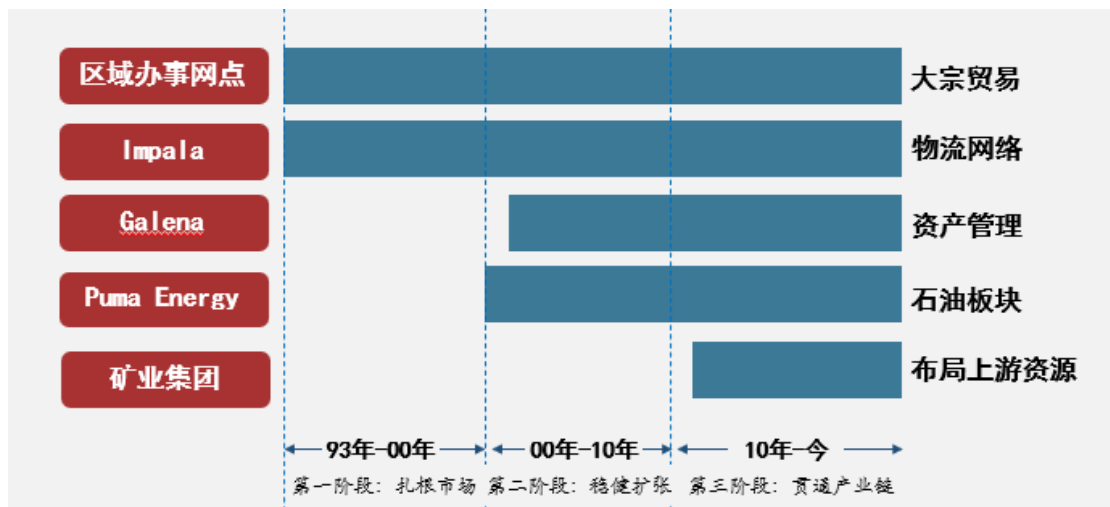
五矿发展 郭倩玉 赵麟鑫

摘要：托克集团 1993 年成立至今，在周期往复、充分竞争的大宗商品市场专注贸易物流，不到 30 年便跻身全球领先的大宗商品公司之列，业务遍布上游采矿业、中游物流资产和下游贸易网络，被誉为全球最赚钱且最具影响力的大宗商品流通商之一。其成功密码在于持续推进“贸易链横纵贯通、价值链环环相扣”的贸易模式，充分诠释了贸易强企之道。本文研究了托克的发展路径、业务布局和价值创造模式，供参考。

一、托克专注贸易物流发展的崛起之路

纵览托克近 30 年发展史，通过分析其子公司的筹谋布局和业务版图的发展扩张，可“管窥”托克在大宗商品市场专注贸易物流的发展路径。

图 1：托克发展脉络



图表来源：根据公开资料整理

第一阶段（1993-2000）：扎根市场、布局网点

托克成立之初，业务活动集中在石油和石油产品、有色金属和铁矿石、运输和租船三个板块。托克紧紧围绕贸易流通网络，依托“可持续采购大宗基本原料，并向世界各地的客户高效供应”的业务模式成功打入市场。

贸易活动的实施主体为布局全球各地的区域办事处、专业贸易人才，这为早期托克成功打入国际大宗贸易流通市场提供了优势。一是锚定熟悉领域的客户群体，敏锐把控供需不平衡并进行精准配对和全球配送。二是专业化团队有着强大的谈判能力，成功撬动低成本商品和资金，并能够熟练运用衍生品工具减少风险敞口。三是坚持总部监管支持下的分散式本土化管理，快速推进一线贸易。托克籍此成功打入国际大宗商品贸易业并站稳了脚跟。

物流服务板块的实施主体为托克集团全资控股的子公司 Impala Terminals。成立初期就尝试连接驳船、铁路和公路等多种运输方式，为客户提供安全高效、端到端的物流解决方案，为托克早期全球业务网络的顺利运行提供有力支撑。

第二阶段（2001-2009）：稳健扩张、增强服务

21 世纪初，大宗商品价格持续上涨带来的巨额利润和股权增值推动老牌大宗贸易商如嘉能可转向控制上游资源，但托克没有盲目进入重资产领域，在行业爆发期保持稳健的心态，坚守轻资产运营模式下的规模化扩张战略：通过收购彪马能源（Puma Energy）完善贸易业务版块，依托 Impala 在各经营地对仓储和物流能力进行战略投资，逐渐打造码头、仓储和物流服务相结合的全球服务网络，形成了健康的业务和资产结构。

2003 年，托克全资成立 Galena 资产管理公司，专注于大宗商品金融及衍生品交易市场，不仅可以为外部客户提供大宗商品投融资管理服务，还能支持托克通过多样化资金来源和资金结构来降低风险，提高运营效率，实现了托克综合服务能力进一步延伸。

第三阶段（2010-今）：逆势投资、贯通链条

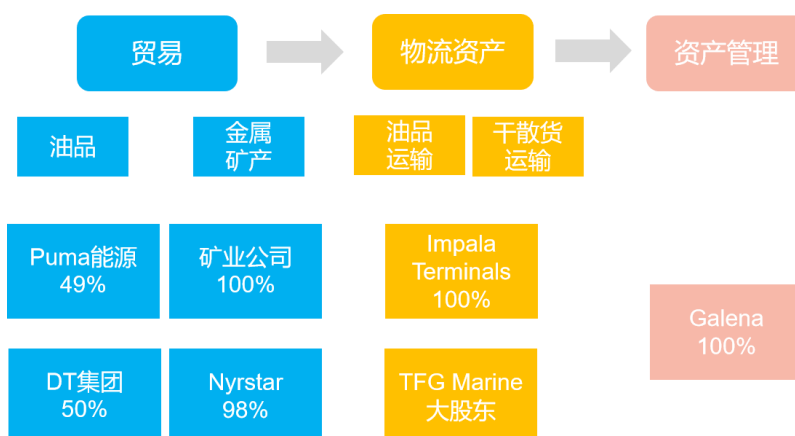
2011 年开始，国际大宗商品价格进入长达 5 年的单边下行期。前期配置诸多矿产投资的流通企业出现巨亏。而托克凭借健康的资产结构，受大宗商品单边下行影响相对较小，并凭借前期积累的业务规模和资本优势，逐渐加快了固定资产的投资步伐，有效规避了固定资产溢价期，资产密集程度显著提升，在贯通自身产业链的同时，实现了行业内较高的资产利用率。

托克于 2012 年成立矿业集团，通过为矿山提供专业化技术支持，致力将专业意见和管理投资转化为矿山生产能力的扩张，以获取更大的“商权”及服务增值。同时依托 Impala 公司集中发力形成全球物流基础设施网络，投入巨资强化差异化优势环节，打通制约非发达地区交通枢纽的基础设施瓶颈，成功打造服务全球贸易的码头、仓储和物流服务网，打通了大宗商品贸易的最后一公里。

二、托克集团业务布局及经营业绩

（一）业务布局

图 2 托克价值链与业务架构



图表来源：根据公开资料整理

1、油品贸易。旗下 Puma 能源是全球石油产品分销商及仓储物流服务商，在全球开展包括油品零售、机、码油品供应、便利店、沥青、润滑油、LPG 和

石油精炼等高度多元的业务；并投资服务油品贸易的基础设施网络，包括石油储罐和加油站等。DT 集团是托克旗下的合资企业，主要在安哥拉开展物流和贸易业务。

2、大宗散货贸易。托克矿业公司在西班牙、秘鲁和非洲积极开展采矿业务，同时为整个集团提供技术咨询。Nyrstar 公司是一家全球化的多种金属冶炼企业，于 2019 年被托克收购，在铅锌领域占据市场领先地位。

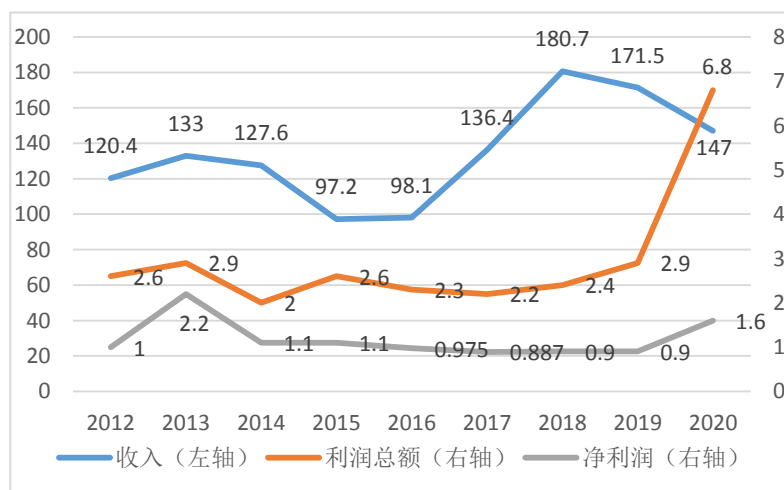
3、物流服务。Impala Terminals 是一家多式联运物流供应商，现已在 41 个国家投资自建码头并完善相关混配、仓储基础设施，打通了大宗商品贸易的最后一公里。TFG Marine 成立于 2020 年，是一家全球船用燃料供应和采购合资企业，由托克与全球海运巨头 Frontline Ltd 和 Golden Ocean Group Ltd 合资，三家公司约有 700 艘船舶的燃料需求。

4、资产管理。Galena 资产管理公司重点提供投资解决方案，其基金跨越金属、能源等大宗商品股权，重点经营流动性交易、信贷和实物资产。

（二）经营业绩

2020 财年，托克总资产 570 亿美元，营业收入 1470 亿美元，列财富全球 500 强第 27 位，利润总额 68 亿美元，净利润 16 亿美元，人均营收达到惊人的 1706 万美元。

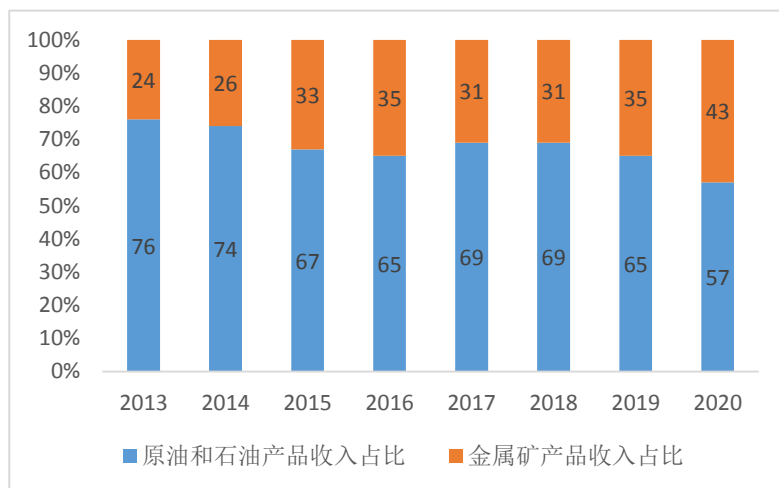
图 3 2012-2020 年托克集团营业收入和利润情况（单位：十亿美元）



数据来源：根据托克 2013-2020 年年报整理

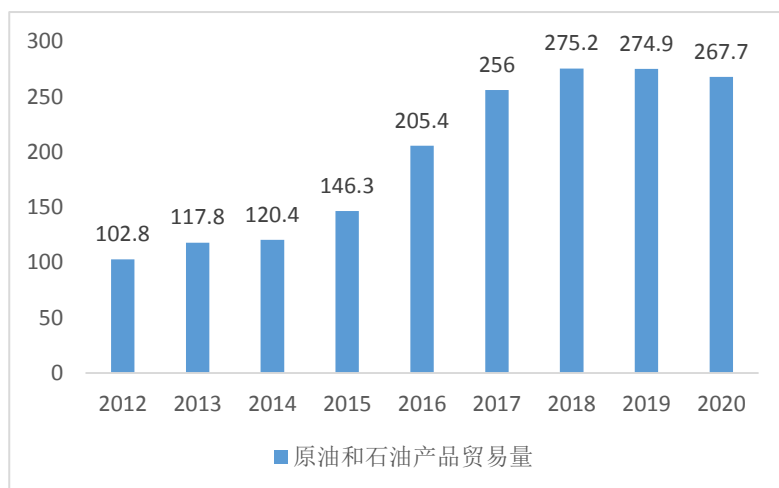
2020 财年，托克原油及成品油产品贸易量 2.68 亿吨，营收 838 亿美元，占总营收的 57%；金属矿产品贸易量 9760 万吨，营收 632 亿美元，约占 43%，其中有色金属大宗商品贸易总量 2090 万吨，黑色商品贸易总量 7670 万吨。

图 4 2013-2020 年托克集团两类贸易营收占比走势（单位：%）



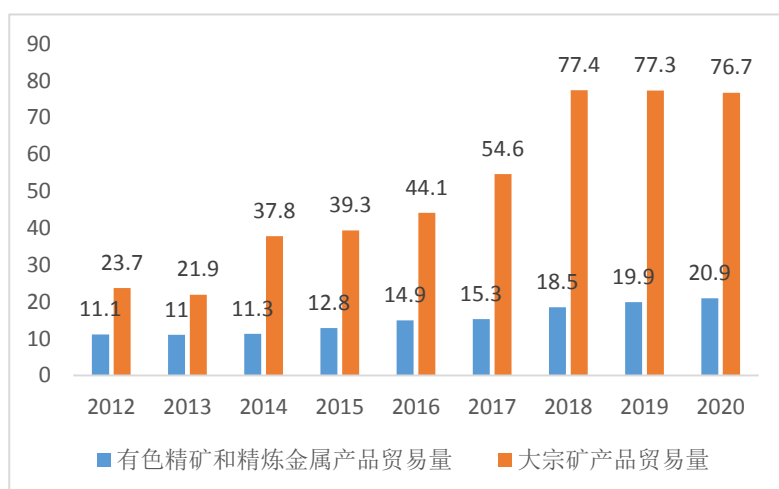
数据来源：根据托克 2013-2020 年年报整理

图 5 2012-2020 年托克集团油品贸易走势（单位：百万公吨）



数据来源：根据托克 2013-2020 年年报整理

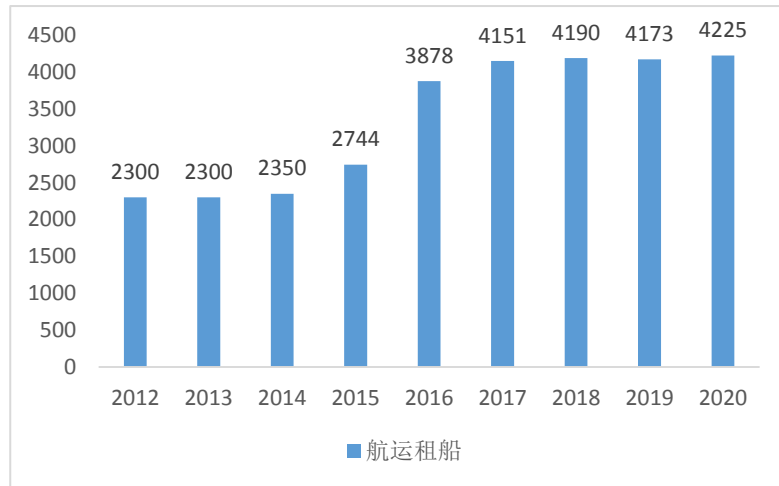
图 6 2012-2020 年托克集团金属矿物贸易走势（单位：百万公吨）



数据来源：根据托克 2013-2020 年年报整理

托克旗下的海运物流公司重在提供运输和租船服务，与贸易流通主业形成内部协同，对内承担托克各类贸易商品物流服务，对外承担第三方货运服务。

图 7 2012-2020 年托克集团租船数（单位：艘）



数据来源：根据托克 2013-2020 年年报整理

三、托克集团贸易物流价值创造模式

纵观托克发展史，其发展战略始终聚焦贸易物流主业，把扩大市场规模、培育物流网络、价值链层级延伸作为核心举措，从贸易流通前端采购到最后一公里运输再到投融资解决方案，产业链条逐步丰富，服务逐步完善，竞争力不断升级。今天的托克已经实现了全产业链贯通，打造了环环相扣的完备贸易价值链，重新定义了大宗商品贸易模式。

（一）全链条布局，为客户持续推动降本增效

作为贸易流通商，托克不断发现实物大宗商品供需不平衡，业务布局遍布产业链的上、中、下全流程。

托克在上游生产端重视协同，通过与矿山签署长期承购协议、成立合资企业、支付预付款及提供技术支持，将期初投资与承购协议相结合确保长期供应。

托克在中游物流端重视掌控，投入巨资建设基础设施，降本增效的同时为其对实物商品的灵活操作创造可能。运输和租船部门作为集团内部服务商，密切协同贸易主业，打造具有竞争力和可靠性的物流服务能力，共同打通运输瓶颈。

托克在下游营销重视网络，通过遍布全球 48 个国家的 88 个办公机构搭建起全球大宗商品供应商和客户网络。并实行扁平化架构，由熟悉当地市场的本地管理人员掌握业务决策权。

（二）全渠道融资，为客户稳定供应资金流

资金流是大宗商品贸易公司的生命线。托克通过多种方式确保资金供应的稳定和持续，通过多样化资金来源和资金结构降低风险，提高运营效率。

托克拥有全球 135 家银行提供的近 600 亿美元的融资额度，不会被某个金融机构或地区的信用额度限制。在实际操作中建立了三种融资模式：一是交易便利融资，日常商品交易与银行签订一对一借款协议，以信用证取得有担保的贷款。二是应收账款证券化项目。通过把交易发票卖给一种特殊目的工具为应收账款融资，更快付还贷款，加速在当前信用额度下的资金周转。三是公司信用便利。通过长期贷款为固定资产融资，在不同市场发行债券和其他贷款工具，包括欧洲债券、永久债券、循环信用贷款、私募和定期贷款等。

（三）打造套利闭环，实现全方位盈利

在日渐“全球化”“金融化”的大宗商品市场，托克通过对供应链环节的充分把控，提高交易中的自主权，以较低的交易成本更快地对套利机会做出反应，实现不同市场、不同时间的套利，向下游客户提供有价格竞争力的原料商品和服务，提升盈利能力和价格竞争力，实现价值增值。

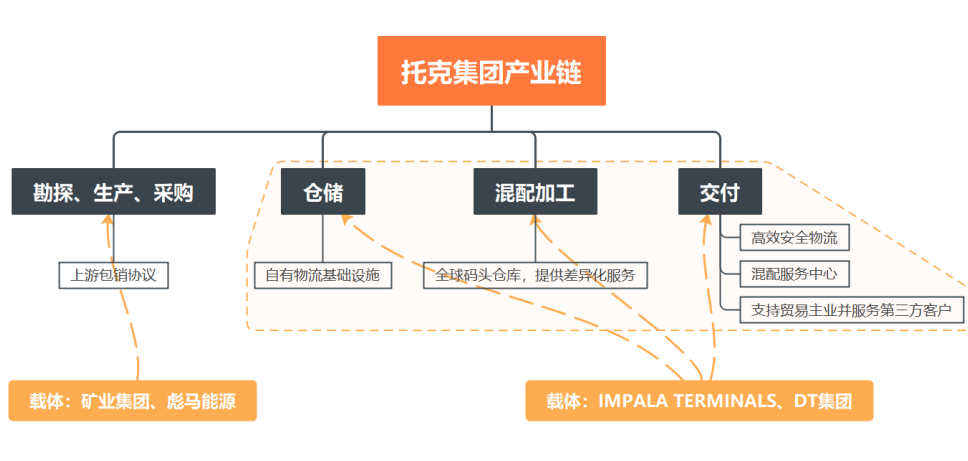
托克通过灵活运用金融衍生工具套利，赚取超额利润。全球大宗商品的供应商和西方金融资本已是事实上的联合体，除了产能和需求，大宗商品价格背后隐藏着金融机构疯狂的“一只手”。通过实力过硬的市场和期货交易团队与货运专员的密切合作，托克熟练掌握并灵活运用大宗商品金融交易工具，实时关注大宗商品现货价格、期货价格及期现基差走势，在对基差精准预测的基础上构建实物套利机会。

依托全球贸易规模及环环相扣、纵横贯通的大宗商品贸易产业价值链，托克已经在大宗商品流通领域实现了境内与境外，商品与物流，实物与金融，上游与下游，乃至场内与场外，现货与期货的有效对接，构建了完整的套利闭环并能够随时发现和实现套利活动。

四、成功密码——“纵横贯通、环环相扣”的贸易模式

通过针对性的布局和发展，托克构筑了大宗商品贸易领域的“低价位成本、高水平物流、全方位优质服务和稳定的资金支持”差异化竞争优势。其核心是推动“贸易链纵横贯通、价值链环环相扣”的贸易模式，这是托克以贸易物流搏击大宗商品的成功密码。

图 8 托克贸易价值链



图表来源：根据公开资料整理

（一）贸易链纵横贯通

托克通过打通大宗商品贸易采购、仓储物流、混合加工、交付等四大节点，实现贸易链条的纵横贯通。

在采购端，构建全球贸易网络，敏锐把握供需失衡；同时利用规模经济优势、专业市场知识及谈判能力撬动低成本商品。在仓储端，掌控中游资产，降低对第三方物流、仓储的依赖，降本增效并为实现实物套利机会创造可能。在加工端，依托码头仓库满足客户对大宗商品的差异化混配需求。在交付端，利用专业化多式联运网络，为客户提供“端到端”物流解决方案，实现价值创造的同时打造了显著的竞争优势。

（二）价值链环环相扣

紧扣大宗商品贸易的本质，托克通过环环相扣的价值链实现多种增值服务，以托克铜贸易模式为例。

图 9 托克铜贸易模式



图表来源：《商品解密—交易及全球供应链指南》，托克

最初的交易是托克从秘鲁采购铜精矿并交付给一家芬兰冶炼厂。托克依托其全球业务网络，另从西班牙为芬兰冶炼厂采购精矿，并将秘鲁矿卖到美国，交货航程缩短，运费大幅缩减，通过空间变换实现地理套利。新的交易协议中，美国冶炼厂要求六个月后交货，托克看到时间套利机会，赚取六个月远期交货的溢价。同时，托克在自有仓库加工合成符合美国要求的特殊品质精矿，通过形式变换实现技术套利，为其挣得额外的利润。

在环环相扣的价值链中，托克的风险管理服务十分卓越。其特点：总部风险管理高度集中，有效管控本土化运营下可能的风险。坚持多样化投资组合，降低风险集中度。为客户灵活提供期货、互换和其他 OTC 工具进行风险对冲和管理。

环环相扣的价值链还体现在托克的内部运营能力。托克体量虽小，但盈利能力卓越，根源在于内部管理和运作效率：通过关注大宗商品市场，培育谈判能力；通过紧抓管理、财务成本等，培育成本控制能力；通过全球布局，分散非系统性风险，保证在动荡市场中的稳定盈利能力。

基于产业链横纵贯通的业务布局和价值链环环相扣的完备体系双重支撑，托克不断强化其贸易能力。物流资产、基础设施、金融渠道和专业人才为贸易降本；保险、合规、对冲买卖限制风险；利用自有资产实现商品在时间、空间和形态上的转换套利。所有业务布局皆致力于贸易能力的增强，最终实现在实物商品买进卖出间独一无二的价值创造。

五、结语

托克的成功经验对中国打造像托克一样强有力的供应链管理公司有重要意义，不只是一要能够尝试控制上游的矿山和产能，也要能够对金融知识和市场走向有深刻的理解，避免中国大批下游制造业企业被大宗商品价格的波动拖垮。国内相关企业应借鉴托克成功经验，辨析托克成功密码在中国本土的借鉴意义和可复

制性，加快培育世界一流大宗贸易企业，为国内经济高质量发展做出新的贡献。

参考文献

- [1] 曹彬，王进. 国际大型石油贸易公司经营情况分析 [J]. 国际石油经济, 2017, 25 (07): 15-26.
- [2] 推进贸易-2020 年托克集团企业宣传册
- [3] 中信建投-世界大宗商品贸易巨头系列报告之托克：厚积薄发，稳健扩张-企业分析报告
- [4] 建投煤炭-全球大宗贸易巨头如何练就？关于托克最系统的分析-企业分析报告
- [5] “搬运”出的世界 500 强：深挖大宗巨头托克的赚钱之道（扑克投资家）.
- [6] 张继敏. 我国争取大宗商品国际定价权问题探讨——以铁矿石、石油和大豆为例 [J]. 黑龙江对外经贸, 2011, (08): 23-26.
- [7] 大宗商品巨头 Caravel 布局术 [J]. 商讯（公司金融）, 2017, (01): 43-47.
- [8] 商品解密——交易及全球供应链指南, 托克, 2017. 2.
- [9] 2 雪松财富-凭什么是它？！托克如何成为大宗商品巨头-企业分析报告
- [10] 全球 500 强金属贸易企业总结, 不只是钢货, 2019.
- [11] 黄河, 谢玮. 全球大宗商品定价机制及其对中国的影响: 结构性权力的视角——以铁矿石定价机制为例 [J]. 外交评论（外交学院学报）, 2013, 30 (02): 37-43.
- [12] 宋承国. 中国期货市场的历史与发展研究 [J]. 苏州大学学报, 2012 (05): 57-65.