

嘉能可酝酿重大战略调整

2月18日英国《金融时报》等外媒报道，嘉能可(Glencore)就出售其在刚果(金)的Mutanda铜钴矿和Kamoto铜业公司75%股份(剩余股份由刚果国有矿业公司Gécamines持有)进行初步讨论。公司上月已拒绝一家中东买家提出的收购报价，但市场普遍认为在合适的条件下，嘉能可仍有可能出售部分或全部刚果(金)资产。据加拿大皇家银行估算，这些矿山的总价值高达68亿美元。2月21日MINING网站报道，嘉能可正在考虑将其主要上市地从伦敦转移到纽约。作为全球大宗商品交易和矿业巨头，嘉能可这两项重大经营动向给行业乃至资本市场带来巨大震动，其连锁反应或将推动行业进一步整合，从而引发全球矿业格局的重大演变。

饱受争议的大宗商品“隐形帝国”

嘉能可可在全球35个国家和地区开展经营活动，是全球最大的钴、锌生产商，第四大铜矿生产商。公司控制着全球35%锌贸易量、19%铜贸易量、18%钴贸易量、15%镍贸易量以及30%海运动力煤贸易量，常年位居《财富》全球500强前50。嘉能可前身是马克·里奇1974年创立的Marc Rich + Co AG，从事金属、矿物原料、原油实物贸易。里奇因逃税和与伊朗交易被美国通缉后获克林顿特赦，这段历史使其蒙上争议色彩。2002年格拉森伯格任公司CEO，2007-2008年进行一系列铝、金、铜等资产并购。2011年公司在伦敦和香港上市，2013年与斯特拉塔(Xstrata)合并并更名为嘉能可，大幅提升在铜、煤炭等资源储备。核心业务包括金属矿产的铜、钴、

锌、镍等，能源领域的煤炭、原油、天然气，农产品领域的谷物、油籽等，拥有庞大物流网络。公司开创了结合实体生产与贸易金融，利用市场信息不对称进行套利的独特经营模式。该模式使其在价格波动中获利，但也引发透明度争议。

嘉能可2021年营收2037亿美元，2022年因能源价格上涨营收跃升至2559亿美元，净利润达173亿美元。2023年受大宗商品价格回落影响，公司营收下滑至2178.29亿美元，净利润42.8亿美元。2024年营收较2023年增长6%达到2309.44亿美元，显示公司在业务拓展上的积极成果。但调整后EBITDA利润为143.58亿美元，同比下降16%，归属于股东净亏损达16.34亿美元。这主要是由于主要商品平均价格下滑，特别是动力煤价格下降。资金流方面，运营资金（FFO）为105.29亿美元，较2023年增长11%，这得益于公司良好的现金生成能力。由于收购加拿大Elk Valley Resources（EVR）花费70亿美元，以及用于资本支出和股东回报，净债务从2023年末的49.17亿美元大幅增加至111.67亿美元。净债务与调整后EBITDA的比率为0.78，表现出公司财务状况具有一定韧性。

嘉能可商业模式在创造巨额财富同时，也面临法律、环境与社会治理的多重挑战。首先是腐败与贿赂，2022年美国、英国、巴西对其贿赂行为调查，嘉能可支付约15亿美元达成和解，涉及在非洲、南美的多国政府官员行贿。其在刚果（金）的钴矿业务，被指控通过离岸公司转移利润、逃避税款。其二是巨大ESG压力，其煤炭业务导致高碳排放，部分基金因

ESG评级低减持其股票。其三是人权与劳工，公司在刚果（金）钴矿存在童工问题，尽管公司声称加强供应链审核，但监督仍存漏洞。其四是定价权争议。嘉能可多次被质疑操纵大宗商品价格，如锌价（2010年）和燃油市场（2020年），多国监管机构对其贸易行为的审查可能引发新罚款。其五是政策变动风险，在刚果、秘鲁等核心资产所在国，都面临资源民族主义抬头风险。上述这些风险，成为嘉能可战略变化的潜在动因。

嘉能可在刚果（金）经营面临的困境

非洲是全球铜矿资源最集中地区之一，尤其是刚果（金）和赞比亚拥有高品位铜钴矿资源。嘉能可在该区域核心资产包括：刚果金Mutanda铜钴矿，资源储量790万吨铜金属，年产铜约20万吨、钴2.4万吨，2019年暂停后部分复产；Katanga铜钴矿，资源储量1400万吨铜金属，年产铜约30万吨，钴2.5万吨。赞比亚的Mopani铜矿，资源量850万吨铜，2021年出售给政府，但仍可能保留部分权益。铜是嘉能可核心盈利板块，非洲铜矿资产虽盈利能力强，但地缘风险高。2023年嘉能可仅从刚果（金）矿山实现1.95亿美元利润，远低于其他铜资产盈利能力。刚果（金）虽然是嘉能可资源版图核心，但复杂政治生态、社会矛盾和国际ESG压力使其深陷困局。

首先是资源民族主义与政策风险。2018年刚果（金）通过新矿业法，大幅提高税费和矿权使用费（如钴的“战略资源”税率从2%提高至10%），并要求外资企业向政府无偿转让部分股权，直接挤压了嘉能可的利润空间。刚果（金）政

府多次要求重新审查与嘉能可的采矿协议，指控其通过复杂离岸结构转移利润并威胁吊销矿权。政府高层频繁更迭导致政策不稳定，增加了公司运营的不确定性。

其二是腐败指控与法律纠纷。2022年嘉能可承认在刚果（金）通过中间人向政府官员行贿以获取采矿权，为此支付美国司法部7亿美元罚款。刚果（金）政府指控嘉能可通过转移定价将利润转移至瑞士、新加坡等低税率地区，导致该国损失数十亿美元税收。在国际压力方面，OECD、国际反腐败组织持续关注其在刚果（金）的合规问题，可能引发更多跨国诉讼。

第三是钴供应链的伦理争议。刚果（金）手工钴矿中普遍存在童工，尽管嘉能可宣称只从工业化矿山采购，但其供应链仍被质疑存在间接关联。人权组织多次指责嘉能可的钴矿收入资助地方武装冲突，尽管公司否认但声誉严重受损。苹果、特斯拉等国际客户因ESG压力要求“清洁供应链”，迫使嘉能可投入高成本建立追溯系统，但仍难完全自证清白。

第四是基础设施落后与成本高企。刚果（金）缺乏铁路和港口设施，矿产需通过公路运输至南非或坦桑尼亚港口，运输成本占最终售价的20%以上。当地电力供应不稳定，嘉能可需自建发电设施，进一步推高运营成本。采矿活动导致土地征用、水源污染等问题，频繁引发当地居民抗议，甚至演变为暴力事件。

第五是环境与气候压力。嘉能可的矿山被指排放有毒物质污染水源和农田，2020年刚果（金）法院曾判决其子公司

Katanga Mining赔偿当地居民1.8亿美元。嘉能可承诺2050年实现碳中和，但其在刚果（金）的矿山依赖柴油发电，且全球对钴的需求增长可能刺激更多高排放开采活动。

第六是国际竞争与市场波动。中国公司（如洛阳钼业、华友钴业）通过收购刚果（金）矿权扩大市场份额，且更擅长与当地政府合作，挤压嘉能可的议价空间。2024年钴价较2022年峰值下跌超70%，削弱了嘉能可的盈利预期，但刚果（金）的高成本结构使其难以灵活应对价格波动。

嘉能可酝酿出售刚果（金）铜资产，或出于其战略考量。公司正与力拓推进合并谈判，出售部分权益可降低风险敞口为并购扫清障碍，并为潜在交易储备资金。此时出售高溢价资产可释放资产价值、改善现金流，缓解公司债务压力，同时减少与“冲突矿产”相关的声誉风险，提振市场信心，还可部分回应ESG投资者的诉求。在业务结构方面，剥离非洲铜钴矿业务后，公司可更加聚焦智利铜矿等其他核心业务。

嘉能可酝酿迁出伦交所的战略考量

嘉能可作为全球大宗商品巨头，其上市地点和资本运作策略一直备受关注。据报道嘉能可正在考虑将其主要上市地从伦敦转移到纽约，或另一个可以“获得正确估值”的地方。公司首席执行官加里·纳格尔表示，这家自2011年起在伦敦上市的矿业和大宗商品交易商正在评估是否有另一家交易所可能更适合交易其证券，“我们希望确保我们的证券在正确的交易所交易，在那里我们可以获得正确和最佳的估值，如果有更好的选择，包括纽约证券交易所(New York Stock

Exchange)之类的，我们必须考虑。”嘉能可此前曾计划剥离其煤炭业务并在纽约上市，那里的市场条件会更有利。

嘉能可自2011年起在伦敦证券交易所（LSE）和香港联交所（HKEX）双重上市，伦敦是其核心融资和交易平台。创始人及管理层通过复杂持股结构保留较大控制权，流通股比例相对较低。嘉能可酝酿“撤出伦敦”的潜在原因或主要出于以下考虑：首先是成本与合规压力，英国脱欧后伦敦金融市场对国际企业的吸引力下降，且监管趋严（如ESG披露要求、碳税政策），可能增加合规成本。其二是战略聚焦，若嘉能可计划剥离煤炭等争议业务，可能简化上市结构以匹配新战略。其三是规避地缘风险，英国对俄罗斯相关交易的制裁（嘉能可曾涉及俄铝业务）可能间接影响其融资灵活性。其四是流动性考量，其他市场可以提供更活跃的大宗商品金融衍生品交易环境。

当然，嘉能可的这一重大抉择也面临着诸多挑战。嘉能可特殊性，其商业模式依赖贸易与生产的协同，对金融衍生品工具需求极高，伦敦仍是重要枢纽。嘉能可大量贸易合约以伦敦金属交易所（LME）价格为基准，脱离伦敦或增加对冲成本。嘉能可作为富时100指数成分股，若退市将进一步削弱伦敦作为全球矿业融资中心的地位，公司在获取英国金融行为监管局（FCA）和香港证监会（SFC）批准上会遇到诸多困难。伦敦退市可能导致短期股价承压，尤其是欧洲机构投资者抛售。机构投资者（如贝莱德、先锋）可能反对退市计划，因其需调整全球资产配置。该举措或被视为规避英国

严格的ESG监管，加剧“洗绿”质疑。嘉能可“撤出伦敦交易所”目前仍未进入实施阶段，但这一动向符合全球大宗商品企业规避地缘风险的趋势。

（郑宏军，五矿经研院）