

断刃可以修复

——“精炼铜消失”事件的浅研



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期：2024年6月16日

★如何看待此次精炼铜丢失事件？：

不排除是诈骗行为。1) 可能存在欺诈性质的虚假交易。在整个欺诈过程中，供应商需要在多个环节进行精心设计和操作，包括伪造文件、替换货物以及制造合法交易的假象。2) 在物流和交付方面亦可能存在问题。国际大宗商品贸易中，物流和交付环节的复杂性增加了交易的不确定性和风险。

企业内部管理存在问题。1) 内部控制较为薄弱。在企业管理中，内部控制的有效性对于防范各种风险至关重要，内部控制薄弱不仅可能导致运营效率降低，还会使企业面临严重的欺诈风险。2) 风险管理体系存在弊端。企业在国际贸易中面临各种风险，一个完善的风险管理体系对于有效识别、评估和应对这些风险至关重要。

国际贸易存在特定风险。1) 由信息差异导致的跨国交易风险。跨国交易中信息不对称现象普遍存在，这种信息差异使得买方容易受到卖方的欺骗。2) 由法律差异导致的诉讼追责风险。不同国家的法律体系和监管政策往往存在显著差异，使得跨国交易中的追责和追讨损失变得极其复杂。3) 由地缘政治导致的外部环境风险。当前国际形势复杂多变，特别是涉及俄罗斯的交易，地缘政治因素对贸易的影响尤为显著。

★对物产中大经营的影响不大：

物产中大已经建立了一套系统的风险管理机制，能够及时发现和处理潜在问题，从而减少事件对公司的影响。同时，公告提到事件涉及金额约1.1亿元人民币，仅占公司归母净利润约3.04%的极小部分，相对于整体财务状况而言金额较小，对公司的盈利能力和财务状况不会产生显著影响。此外，公告明确表示，该事件对公司后续经营不会产生较大影响。我们认为，在大宗商品贸易和供应链服务行业，突发事件可能对公司运营产生一定影响，但物产中大作为行业龙头，此次事件中对其影响确实相对有限。

★风险提示：

后续出现更多发生风险的在途商品。

吴奇翀

产业咨询高级分析师

从业资格号：F03103978

投资咨询号：Z0019617

Tel：8621-63325888

Email：qichong.wu@orientfutures.com

相关研报

2022.12.28 《为之于未有，治之于未乱》

2023.1.20 《双重博弈视角下的大宗商品》

2023.2.13 《多一点真诚，少一点套路——“托克镍”事件的浅研》

2023.2.21 《通胀回落不及预期下的避险》

2023.4.11 《汽车企业大宗商品风险管理》

2023.5.15 《宏观风起，大宗价摇。多舛之际，风险何在？》

2023.7.7 《防守反击：2H23的潜在风险》

2023.12.28 《未雨绸缪，破浪前行》

2024.3.31 《航程未卜，迷雾渐开》

目录

1、如何理解此次精炼铜事件？	4
1.1、不排除是诈骗行为	4
1.2、企业内部管理存在问题	5
1.3、国际贸易存在特定风险	6
2、对物产中大经营的影响不大	7
2.1、“一体两翼”的发展战略	7
2.2、供应链集成服务中的大宗商品	8
2.3、我国大宗商品供应链市场潜力较大	11
3、风险提示	11

图表目录

图表 1：物产中大以供应链集成服务为主体的经营情况	7
图表 2：物产中大“一体两翼”发展战略的经营情况	7
图表 3：物产中大供应链集成服务的模式	8
图表 4：物产中大基于系统解决方案的金属供应链集成服务	9
图表 5：物产中大基于贸工一体化的能源供应链集成服务	10
图表 6：物产中大基于垂直产业链整合的化工供应链集成服务	10
图表 7：我国大宗商品供应链市场规模及 CR4 市占率	11
图表 8：我国大宗商品供应链企业与国际巨头存在差距	11

觉人之诈，不形于言；受人之侮，不动于色。

——明·洪应明《菜根谭》

物产中大（600704.SH）6月14日早间发布公告：

“近日，有媒体关注公司铜产品贸易业务情况，公司对相关情况进行了初步核实，说明如下：

- 1、公司正在向控股子公司物产中大国际贸易集团有限公司（公司控股78.18%）进一步核实情况。
- 2、公司具有完善的内控制度，能够有效管理和控制贸易业务相关风险，保障公司在国际贸易中合法合规运营。
- 3、上述事项涉及公司金额约1.1亿元人民币，占公司归母净利润较小（公司2023年度实现营业收入5801.61亿元、利润总额72.99亿元、归母净利润36.17亿元），对公司后续经营不会产生较大影响。

公司将密切关注本次事件进展情况，并严格按照相关法律、法规的规定及时履行信息披露义务，提请广大投资者注意投资风险。”

1、如何理解此次精炼铜事件？

1.1、不排除是诈骗行为

可能存在欺诈性质的虚假交易。在整个欺诈过程中，供应商需要在多个环节进行精心设计和操作，包括伪造文件、替换货物以及制造合法交易的假象。例如，供应商可能在其发运的货物中夹带少量真实的精炼铜样品，以通过初步的检验和检查，而大部分货物则被替换为花岗岩等廉价材料。此外，供应商还可能利用第三方物流公司或中介，制造运输和交付的假象，增加欺诈的成功率。1) 虚假的物流单据和仓单。俄罗斯铜厂可能利用虚假的物流单据和仓单来掩盖真实货物的情况。物流单据和仓单是证明货物运输和存储情况的重要文件，在国际贸易中具有法律效力。通过伪造这些文件，供应商可以制造货物已经合法发运的假象，欺骗买方。物产中大在此次交易中，可能从一开始就收到了这些虚假的物流单据和仓单，误以为所购精炼铜已经发运，并且已经在途或抵达某个中转仓库。2) 伪造的货权。物产中大可能被供应商欺骗，误以为自己拥有真实的货权。货权是指对交易货物的所有权和支配权。在国际贸易中，货权的转移通常通过仓单、提单等文件来实现。然而，如果这些文件是伪造的，买方就无法真正获得货物的所有权。在此次事件中，物产中大可能从一开始就收到虚假的货权文件，认为货物已经合法发运并由自己掌握实际控制权，然而实际情况是货物根本不存在或被掉包。

在物流和交付方面亦可能存在问题。在国际大宗商品贸易中，物流和交付环节的复杂性常常增加了交易的不确定性和风险。物产中大的工作人员无法确定冶炼厂的位置，表明其在交易前可能缺乏对供应商充分的尽职调查，铜厂的真实性和可信度没有得到充分验证。同时，在国际大宗商品贸易中，物流链条复杂，涉及多个环节和中间人，增加了诈骗的可能性。1) 供应商尽职调查不足。尽职调查是确保供应商真实性和可信度的重要

步骤，通过尽职调查，企业可以了解供应商的资质、信誉和运营状况。然而，在此次事件中，物产中大显然未能对供应商进行全面的背景调查，导致无法确认冶炼厂的实际存在和运营情况。这种情况下，企业很容易受到不法供应商的欺骗，尤其是在跨国交易中，地理距离和文化差异增加了尽职调查的难度。2) 冶炼厂真实性和可信度的验证不足。供应商的真实性和可信度是确保交易顺利进行的基础，物产中大在交易前未能充分验证铜厂真实性，可能忽视了一些关键环节的检查，例如企业可以通过实地考察、第三方审计和背景调查等手段确认供应商的实际运营情况，此外亦可以通过与其他买家交流和参考供应商的历史交易记录，进一步评估供应商的信誉和可靠性。3) 复杂物流链条风险应对能力不足。国际大宗商品贸易中，物流链条复杂，涉及多个环节和中间人，无疑增加了交易的风险。此次事件中精炼铜的运输可能经过多个国家和地区，每一个环节都可能存在风险和漏洞，货物在运输过程中可能被掉包或丢失，物流单据可能被伪造或篡改。此外，物流公司、中介机构等第三方的介入也增加了管理和监督的难度。如果这些中间环节未能得到有效控制，企业就很容易在物流和交付过程中遭受损失。

1.2、企业内部管理存在问题

内部控制较为薄弱。在企业管理中，内部控制的有效性对于防范各种风险至关重要，内部控制薄弱不仅可能导致运营效率降低，还会使企业面临严重的欺诈风险。抛开本次事件，内部员工与外部供应商串通，通过虚假交易和单据进行欺诈的现象在一些企业中确实存在。这些内部员工利用其对公司流程和制度的了解，与不法供应商合谋，伪造交易和单据，从中谋取非法利益。针对物产中大内部员工涉案，我们认为可以排除这种可能性。但在任何其他企业中，如果内部控制不严，内部员工涉案的风险均可能存在。然而，更显而易见的是，物产中大的内部审查和监督机制不够完善，未能及时发现和预防欺诈行为。1) 有效的内部审查制度是防范欺诈行为的重要手段，可以通过定期检查和突击检查，及时发现异常交易和可疑行为，但倘若企业的内部审查制度不健全，缺乏系统性的检查和监控，欺诈行为就难以及时发现。2) 监督机制的完善也是防范欺诈的关键，包括对员工行为的监督、对交易流程的监督以及对供应商的监督，假设企业能够对供应商进行更严格的背景调查和资质审核，一定程度上能够识别出不可靠的供应商，避免与其合作。

风险管理体系存在弊端。企业在国际贸易中面临各种风险，一个完善的风险管理体系对于有效识别、评估和应对这些风险至关重要。物产中大此次事件暴露出其风险管理体系中的诸多问题：1) 在交易前缺乏充分的风险评估和背景调查，前者是识别和分析潜在风险的重要步骤，而后者则有助于了解客户和供应商的信誉和可靠性。假设企业能够在交易前对供应商的历史交易记录、财务状况和市场信誉进行全面调查，有一定概率能够早期发现风险信号，从而避免交易失败；2) 未能识别潜在的客户信用风险。在国际贸易中，客户信用风险尤为重要，物产中大在识别和管理客户信用风险方面存在明显漏洞，企业是否通过信用评级、第三方信用报告等手段评估客户的信用状况并不得而知，但从结果来看已然导致与不可靠的供应商进行交易；3) 在保险和法律保障方面，物产中大未能有效利用相关手段进行风险转移和保护。保险是企业转移风险的重要工具，通过购买合适的保险产品，企业可以在发生损失时获得经济补偿，然而物产中大在此次事件中并未利用贸易保险等手段进行风险转移，此外企业是否在交易合同中也嵌入法律保护条款尚不得而知，暂未看到通过法律手段保障自身权益；4) 在发生风险时缺乏有效的补救

措施。风险管理体系的一个重要组成部分是应急预案和补救措施，以确保在风险事件发生时企业能够迅速反应，减少损失，例如在发现问题后，企业应立即启动应急预案，采取法律行动、联系保险公司以及与供应商进行谈判，以尽量减少损失。

1.3、国际贸易存在特定风险

由信息差异导致的跨国交易风险。在跨国交易中，信息不对称现象普遍存在。买卖双方由于地理位置、语言文化等原因，难以完全掌握对方的详细信息和实际情况。这种信息差异使得买方容易受到卖方的欺骗，特别是在涉及大量金钱和复杂物流的情况下。例如，卖方可能提供虚假的商品信息或夸大产品质量，导致买方在交易完成后才发现货不对板。此外，卖方可能利用虚假的物流单据和仓单掩盖货物的真实情况，从而实现诈骗目的。这些问题在大宗商品交易中尤为突出，因为此类交易涉及的金额巨大，物流链条复杂，买方难以对每一个环节进行全面监控。

由法律差异导致的诉讼追责风险。各国法律和监管环境的差异也是企业面临的主要风险之一。不同国家的法律体系和监管政策往往存在显著差异，使得跨国交易中的追责和追讨损失变得极其复杂。俄罗斯和土耳其的法律体系在透明度和执行力方面均与我国或西方国家存在明显差异。这种差异一定程度上增加了买方在发生纠纷时的追责难度，当贸易纠纷发生时，企业可能面临在陌生法律体系下进行诉讼的困难。一方面，企业需要熟悉当地的法律法规，这可能需要花费大量时间和资源。另一方面，当地法律体系的执行力和公正性可能无法得到保障，企业甚至可能遭遇司法不公的风险，尤其是在一些法律体系不健全或腐败现象严重的国家，法院判决可能受到政治或经济利益的干预，使得企业难以获得公平的裁决。

由地缘政治导致的外部环境风险。地缘政治不仅决定了国家间的外交关系和经济往来，也对跨国企业的贸易活动产生影响。在当前国际形势复杂多变的背景下，特别是涉及俄罗斯的交易，地缘政治因素对贸易的影响尤为显著。俄罗斯近年来由于其在乌克兰问题上的立场和行动，遭受了来自欧美国家的多轮经济制裁，这些制裁不仅限制了俄罗斯企业的国际贸易能力，也对与俄罗斯进行贸易的外国企业带来了巨大的不确定性和风险，可能导致交易过程中资金流动受限、支付受阻，甚至无法完成，此外追讨和法律援助亦会更加复杂。

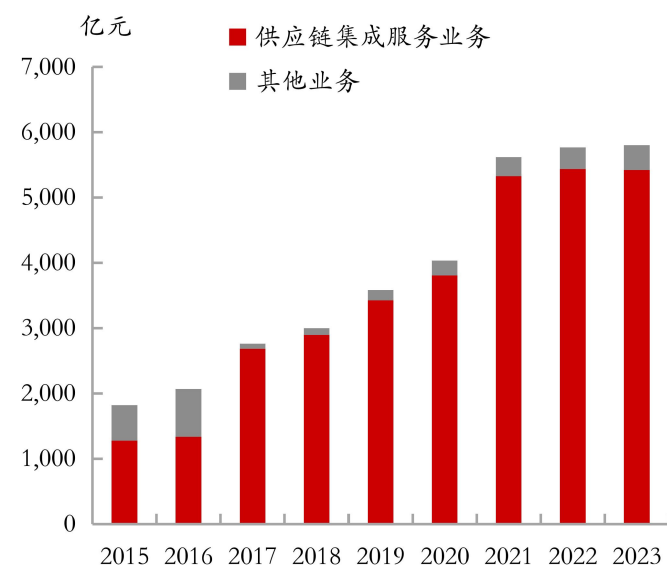
2、对物产中大经营的影响不大

物产中大发布的公告详细说明了近期媒体关注的其铜产品贸易业务相关情况，并解释了为何该事件对公司的影响不大。公司声称具有完善的内控制度，能够有效管理和控制贸易业务相关风险，保障公司在国际贸易中合法合规运营。这意味着公司已经建立了一套系统的风险管理机制，能够减少此事件的影响。同时，公告提到事件涉及金额约 1.1 亿元人民币，仅占公司归母净利润约 3.04%，相对于整体财务状况而言金额较小，对公司的盈利能力和财务状况不会产生显著影响。我们认为，在大宗商品贸易和供应链服务行业，突发事件可能对公司运营产生一定影响，但物产中大作为行业龙头，此次事件中对其影响确实相对有限。

2.1、“一体两翼”的发展战略

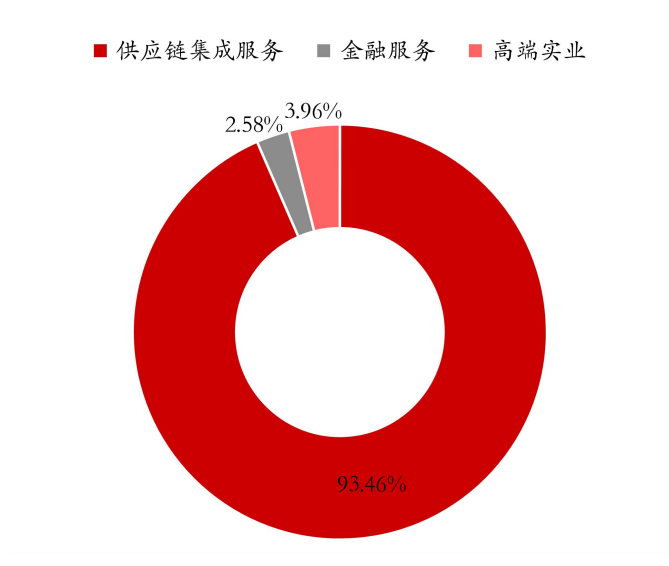
物产中大的发展战略为“一体两翼”，即供应链集成服务为主体、金融服务和高端实业为两翼，旨在强化公司在供应链集成服务领域的头部地位，同时通过金融服务和高端实业的协同发展，增强公司整体竞争力和抗风险能力。2023 年，公司实现营业收入 5801.61 亿元，利润总额 72.99 亿元。自 2015 年整体上市以来，公司年均营业收入增长率为 15.55%，年均利润总额增长率为 16.09%。此外，公司 ROE 始终保持在 10% 以上，展现出强劲的盈利能力和资产管理水平。公司经营规模、经济效益、综合实力等主要指标一直位于全国同行前列，自 2011 年起连续入围《财富》世界 500 强，2023 年位居世界 500 强第 138 位。1) 供应链集成服务为公司营业收入的主要来源，2023 年实现营业收入 5422.16 亿元，占公司营业收入 93.46%，利润总额 44.27 亿元，贡献占比 60.65%；2) 在金融服务方面，公司拥有融资租赁、期货经纪等服务，不仅提供了稳定的收入来源，且通过金融工具的运用，提升了公司在供应链管理中的效率和灵活性；3) 在高端实业方面，公司布局了包括医疗健康、环保公用等领域。

图表 1：物产中大以供应链集成服务为主体的经营情况



资料来源：物产中大公告，东证衍生品研究院

图表 2：物产中大“一体两翼”发展战略的经营情况

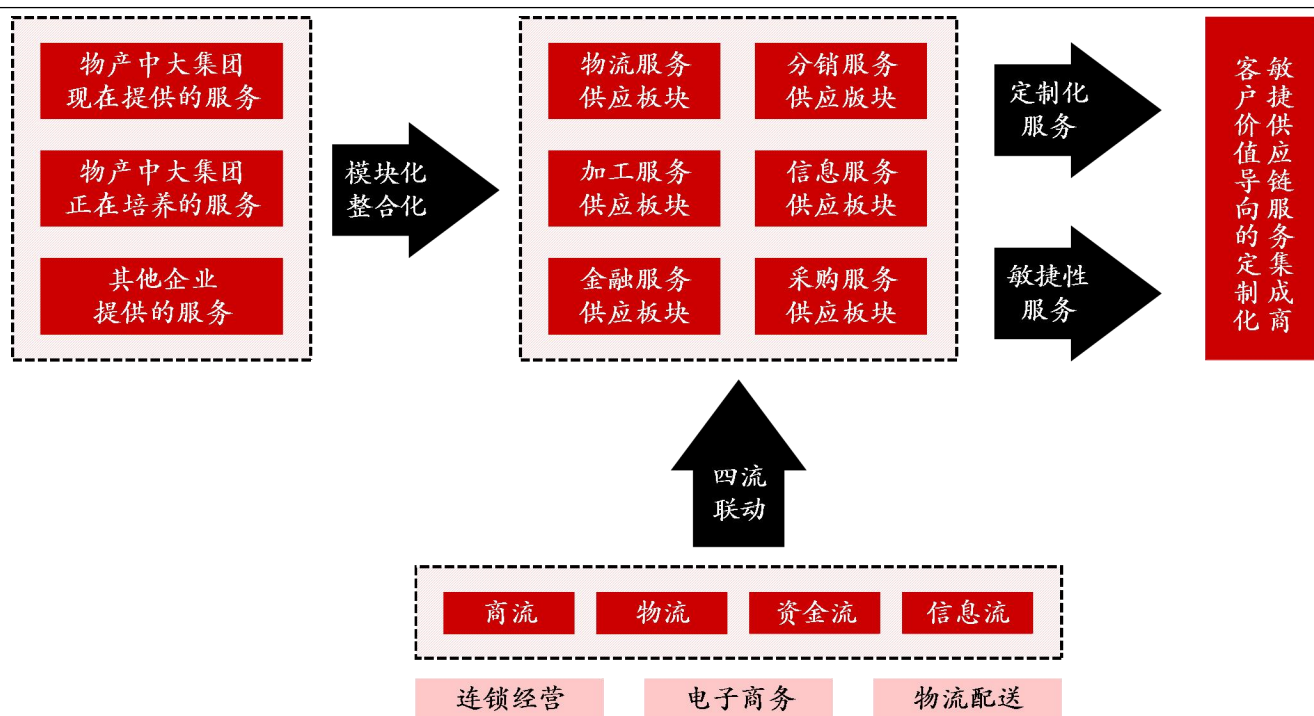


资料来源：物产中大公告，东证衍生品研究院

2.2、供应链集成服务中的大宗商品

在供应链集成服务板块，物产中大通过早期的战略转型和持续创新，已经从传统的贸易商升级为现代供应链服务的引领者。具体来看，公司的贸易模式以自营为主，代理和现期结合业务为辅，以国内贸易为主，进出口贸易为辅。公司的贸易品种主要包括大宗商品贸易和汽车经销两大类，核心业务包括金属、能源、化工和汽车服务等，营业规模在全国范围内均处于领先地位，尤其是黑色金属板块核心终端客户业务比重达 50%。2023 年，公司销售钢材 7151.58 万吨、铁矿砂 3755.43 万吨、煤炭 5548.48 万吨、化工产品 2084.49 万吨、农产品 489.83 万吨、油品 451.59 万吨。2022 年，公司积极融入国内国际双循环发展，实现了进出口总额（含转口）160.90 亿美元，其中出口额达到 94.59 亿美元，同比上升了 14.22%。

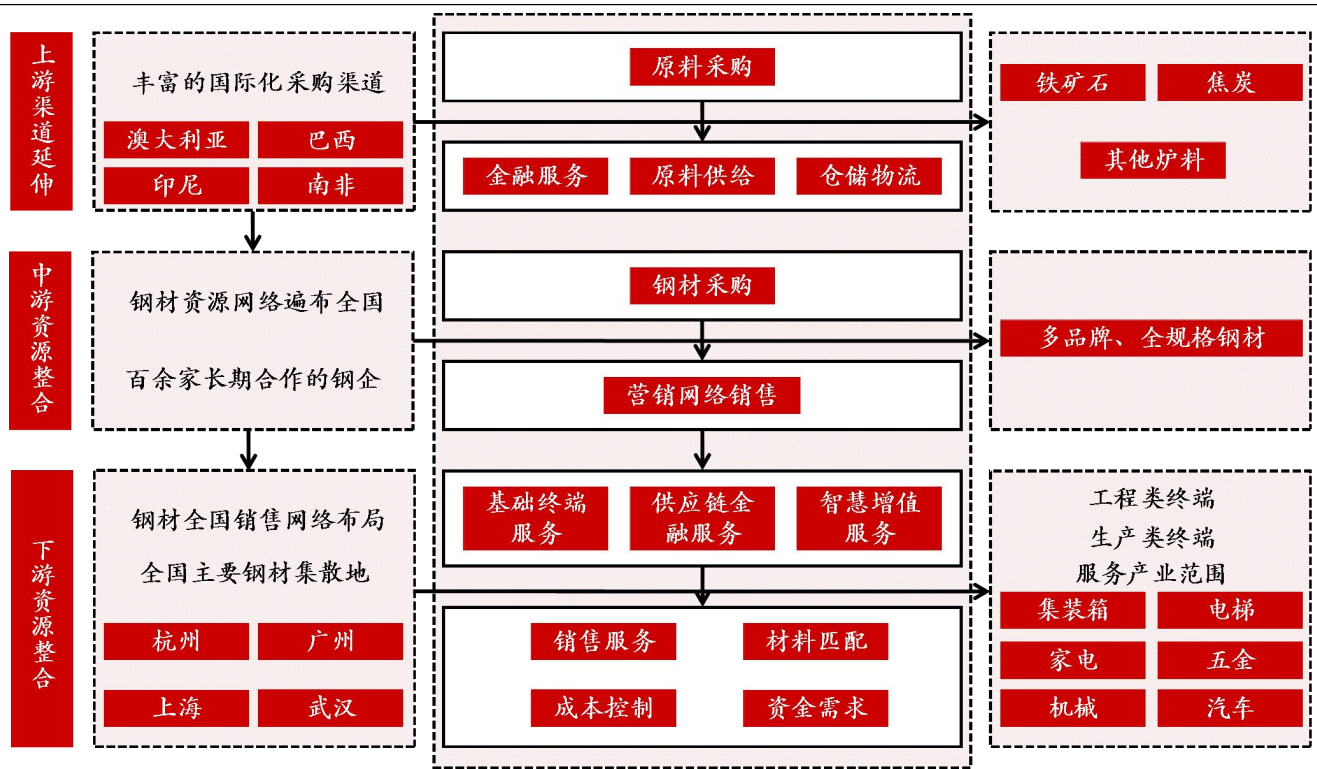
图表 3：物产中大供应链集成服务的模式



资料来源：物产中大官网，东证衍生品研究院

黑色金属是公司最主要的贸易产品，围绕全产业链，上游原料端矿石有澳大利亚、巴西、马来西亚、印度、南非等丰富的国际化采购渠道；中游链接百余家长期合作的大中型钢厂，形成遍布全国的钢材资源网络；下游围绕核心优质客户，解决原材料组织、材料保供、成本管理、物流规划和金融服务等配供配送基础需求，另外还与集装箱、电梯、家电、五金、机械、汽车等若干特色产业集群建立长期配送服务关系，为大型产业客户及终端产业集群在资源组织、成本控制、库存风险等方面提供一揽子解决方案。

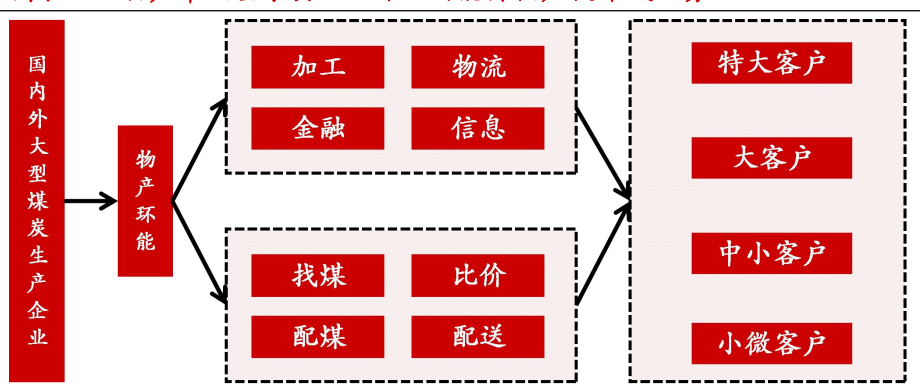
图表 4：物产中大基于系统解决方案的金属供应链集成服务



资料来源：物产中大公告，东证衍生品研究院

公司旗下物产环能是全国最大的煤炭贸易企业，通过多年的经营与国内大多数大中型煤矿企业均建立了良好的业务关系。2023 年，物产环能全年销售煤炭 5548.48 万吨、电力 131.99 千万千瓦时。1) 公司积极履行国家电煤重点保供贸易企业及浙江省唯一重点保供贸易平台职责，与国内外煤矿、铁路运输、港口等环节加强合作，深入了解下游客户需求，开展定制化业务合作，实现煤种资源的高效配置，提高供应链整体运营效率；2) 按照能源贸易+能源实业“双轮驱动”的战略发展思路，物产环能通过新建、并购重组等方式扩大热电联产规模，并逐步拓展以垃圾焚烧、污泥处理、生物质发电等为核心技术的固废处置、新能源发电等环保业务，为产业链上下游企业提供绿色清洁能源。

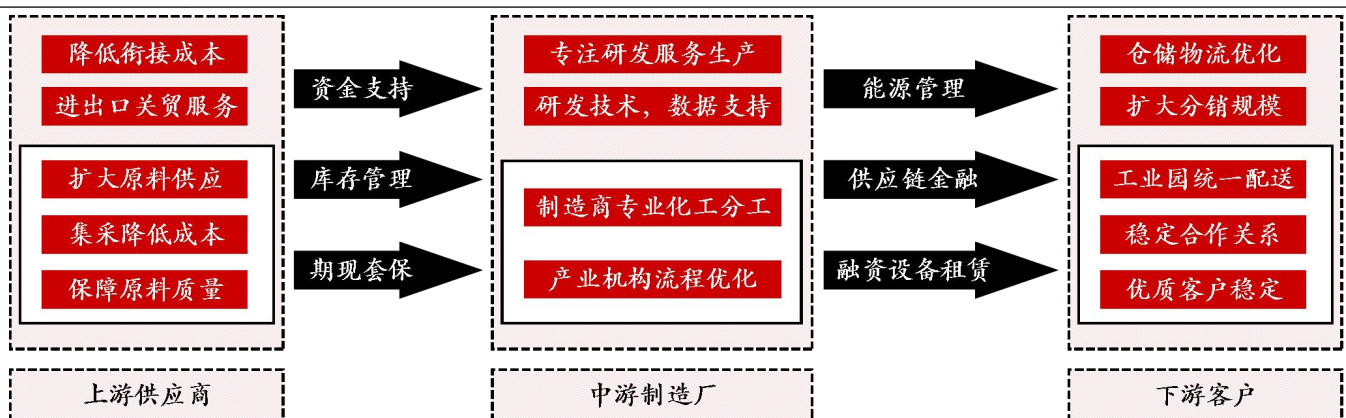
图表 5：物产中大基于贸工一体化的能源供应链集成服务



资料来源：物产中大公告，东证衍生品研究院

公司提供基于垂直产业链整合的化工供应链集成服务，通过“打井式”的垂直产业链整合，优化上游渠道衔接、中游生产延伸和下游市场开拓，对生产型企业提供全面的供应链服务，包括原料采购、集中备库、产能提升、成品销售、期现结合、价格管理、供应链物流和供应链金融等，不仅提高了业务经营质量，还通过资产经营和资本运作，获得了稳定的供应链服务和产业提升的价值收益。不仅实现了业务的多样化和精细化，还在多个行业中建立了独特的竞争优势，未来将继续深化垂直产业链整合，提升供应链服务水平，致力于在竞争激烈的市场中保持领先地位。

图表 6：物产中大基于垂直产业链整合的化工供应链集成服务

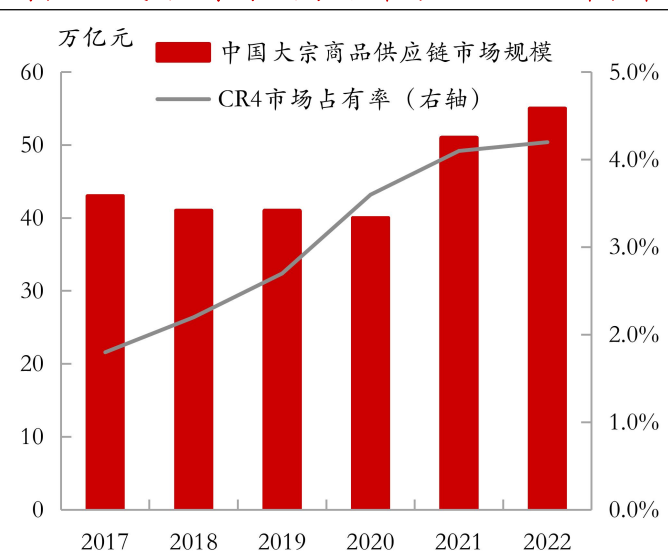


资料来源：物产中大公告，东证衍生品研究院

2.3、我国大宗商品供应链市场潜力较大

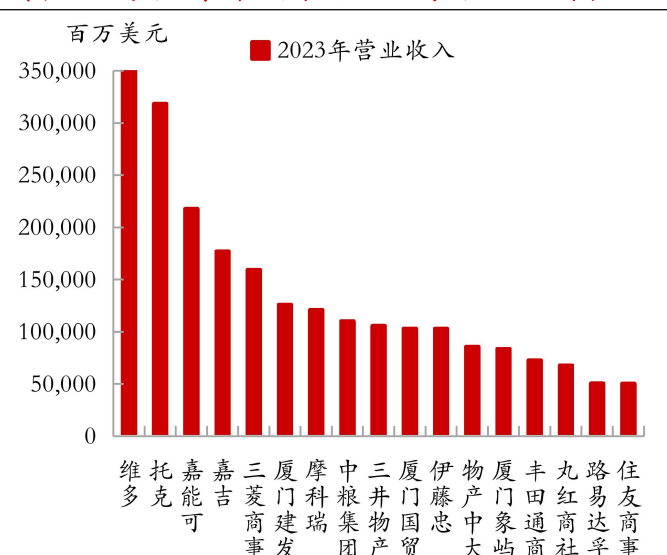
鉴于我国制造业产值占全球的比重稳居世界第一，大宗商品供应链市场集中度和提润提升方面有较大的发展潜力。根据象屿股份 2023 年半年度报告，我国大宗商品供应链市场规模稳定在 40 万亿至 50 万亿元左右。其中，市场集中度前四名的企业，即 CR4 的市场份额从 2017 年的 8000 亿元左右增长至 2022 年的 2.3 万亿元，对应的市场占有率从 1.8% 提升至 4.2%，但与发达国家相比存在较大差距。而从利润率的角度来看，我国 CR4 销售净利率约为 0.6%，而发达国家则超过 2%。尽管物产中大作为国内供应链行业的龙头企业，但其核心品类的市场份额均在 3% 以下，同样，营收规模与物产中大接近的建发股份、厦门象屿和厦门国贸等公司，其市场份额也不高。因此，我国大宗商品供应链市场集中度和利润提升方面均有很大的发展空间。

图表 7：我国大宗商品供应链市场规模及 CR4 市占率



资料来源：厦门象屿公告，东证衍生品研究院

图表 8：我国大宗商品供应链企业与国际巨头存在差距



资料来源：2023 年《财富》世界 500 强，Vitol, Statista, SAC, LDC, 东证衍生品研究院

3、风险提示

后续出现更多发生风险的在途商品：

- 1) 财务方面：可能会导致公司承受更大的财务损失，若对风险商品进行资产减值处理，将直接影响公司；
- 2) 现金方面：短期流动资金压力增大，同时增加融资成本，或影响净利润；
- 3) 供应链方面：可能导致供应链中断，影响公司的正常业务运营，影响客户订单交付；
- 4) 声誉方面：投资者的市场信任下降，影响客户长期合作关系，增加客户流失风险；
- 5) 法律及监管方面：法律行动将增加公司的法律风险和诉讼成本，频繁出现风险事件可能引起监管机构的关注，增加合规成本和管理压力。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com