

风雨飘摇中的初级资源公司

在西方矿业开发链条中，初级资源（勘探）公司是至为关键的一个环节。初级资源公司主要通过资本市场融资进行高风险勘探，找到足够好的矿床吸引大型矿业公司来收购，或者通过期权、合资与大公司合作开发获取高溢价。大型矿商往往将收入中相对较少部分用于勘探，大部分用于开发现有矿山和降低运营成本获得稳定收益。初级资源公司解决大型矿商资源接续，大型矿商实现初级资源公司风险收益，二者相辅相成构成矿产开发闭合链条。近年来初级资源公司融资陷入困境，引发西方国家对未来关键矿产供应的担忧。

科技股造富神话使资源类公司黯然失色

近年来，大型科技公司股票表现靓丽，资本投资正奔赴一路高歌猛进的高科技公司股票。美国银行2023年5月首倡“Magnificent 7”一词，用来描述推动标普500指数上涨的七只表现最好的大型科技股：Meta、苹果、亚马逊、谷歌、微软、特斯拉和英伟达。2023年以来至今，美股的上涨乃至大涨和美国7大科技巨头密不可分。2024年“七巨头”总市值为13.1万亿美元，是所有黄金股票（包括特许公司）总市值2500亿美元的50多倍。科技股暴涨产生的巨大财富效果，使得矿业类股票的投资价值黯然失色。散户投资者已经远离资源行业，青睐大型科技公司带来的快钱和光鲜形象。

初级矿业融资几乎已经枯竭，麦肯锡公司发布报告称，全球勘探的资本支出从2012年约2600亿美元降至2020年的1300亿美元（分别相当于行业收入15%和8%），全球勘探投入

下降了一半。作为全球初级矿业公司上市最集中的国家，加拿大自然资源部数据显示，2023年该国初级公司的勘探支出降至20亿美元，比2022年的25亿美元下降了19%。尽管贵金属和铜价格上涨，但投资者却从资源类个股中撤离。标普全球（S&P）最近的报告称，全球新发现黄金矿已越来越稀少，规模也越来越小，这抑制了黄金未来供应前景。自2020年以来重大新发现的黄金矿只有五个，增加了大约1700万盎司。不仅仅是黄金项目，其他矿产项目上初级投资者也难以获得融资，尤其在关键矿物上由于投资不足将导致未来供应短缺的担心。

采矿业困境使初级资源公司遭受资本冷遇

尽管关键金属在全球能源转型中的作用日益凸显，但采矿业在西方国家社会中遭受的病诟不绝于耳。众多重要矿业项目在社会抗议声浪中举步维艰，如塞尔维亚Jadar锂项目、美国Pebble铜矿项目、加拿大KSM铜金矿项目等一直受到公众反对的阻碍，使其前景晦暗不明。开发新矿是一个漫长的过程，矿产项目从发现到投产往往需要10到20年的时间，而绝大多数发现甚至至今都没有投产，这使得勘探投入对该行业确保长期生存和发展至关重要。虽然勘探至关重要，但它也是投资中最具挑战性和风险的。

关键矿产私募股权基金已经发生了代际转变，新一代基金经理出于环境和道德原因选择不投资采矿业，尤其是随着ESG的出现。与20年前采矿行业情况相比，可谓完全不同。2006年，淡水河谷公司以190亿美元收购了国际镍矿公司，

帮助在温哥华和多伦多建立了初级矿业生态系统。2010年，采矿业占多伦多证券交易所和多伦多风险交易所总市值的25%，超过任何其他行业。初级资源公司那年在风险交易所，为勘探和开发项目筹集的资金达到53亿美元；截至去年10月筹集的资金还不到当年的一半，行业占TSX市值的比重已降至13%。采矿业在加拿大市场已经失去了光彩，对新兴矿业公司进行研究的投资银行及投资顾问越来越少。

大型矿业公司对初级矿业支持力度下降

在过去的20年里，大型矿业公司一直是初级资源公司发展的重要支柱。如加拿大的国际镍业公司加拿大铝业公司、鹰桥公司和诺兰达公司，这些公司在用于勘探的1亿至2亿加元预算中，扶植了大约50至100家初级资源公司，因为新发现项目中50%是由初级资源公司勘探的。大型矿业公司在行业周期顶峰一系列缺乏审慎的扩张，造成巨大的经济损失大幅压减了其对初级资源公司的支持能力。这一情况同样在澳大利亚发生，根据国际信用机构CreditorWatch最新数据，截至今年5月澳大利亚采矿业破产率达到飙升41%的创纪录水平，大多数破产企业集中在采矿服务行业。

大型矿业公司绝大多数为上市公司，投资者股东利益是首位的。对于投资者来说，要求丰厚的回报，而不是产量增长，当然也不是风险。近年来由于市场价格上涨，这些矿企在铜、金矿上的盈利优先向股东派发了可观的现金红利，以吸引市场投资，但也抑制了在勘探上的预算增长。另一方面，目前的高成本、漫长许可及其他障碍，正在推动大型矿商去

购买成熟项目而不是去建设一座新矿。建设新矿既要承担各种风险压力，又要承担日益抬高的成本压力。尽管这些大型矿商勘探预算较高，但发现的矿产项目数量一直呈下降趋势。大型矿企更加专注于扩大旧矿床，而不是发现新矿床，该行业对已知矿床的关注限制了在早期前景中发现巨大金矿的机会。

大国竞争使初级矿业绷紧的资金状况趋于恶化

中国作为后来者，凭借强大完备的产业体系，成为世界矿业舞台的新主角。在全球矿业资本市场，中国展现出强大的购买力。股权收购成为近年来中国企业获取全球优质矿产项目最主要的高效路径，在加拿大和澳大利亚这两个最重要的矿业资本市场表现抢眼。例如加拿大证券交易所是世界最大矿业类公司上市和融资平台，集中了全球矿业领域约45%上市公司，尤以初级资源公司为主。近年来，中国成为加矿业公司海外投资主要来源国之一，在加矿业公司投资总额达到75亿加元，占其海外投资总额7.5%。中国资本为初级资源公司缓解了巨大的资金压力，加拿大阿尔伯塔大学数据显示，即便在加拿大政府不断收紧中国投资限制的前提下，我国仍是加拿大采矿业最活跃的投资人。2023年加拿大矿业公司从我国获得至少12笔投资共计22亿加元，较2022年的6200万加元大幅增长。

中国在关键矿产领域的主导地位，引起美国为首的西方国家惊恐和忌惮。美国对中国开启的贸易战略背后动机就是摆脱对中国的依赖，打造将中国排除在外的供应链体系，遏

制中国对初级矿业的投资成为重点战略举措之一。在美国的授意下，加拿大和澳大利亚纷纷收紧对中国投资的审核和批准。中资企业已很难在加拿大、美国获得锂矿资源或收购两地锂矿上市公司，对澳大利亚锂矿企业也最多可以收购10%股份。今年6月3日澳大利亚以“国家利益”为由，责令与中国有关的投资者退出澳稀土矿商北方矿业公司。加拿大2024年3月通过的《修正案》进一步增加了更为严苛的条件，司法管辖权延伸扩展到包括加拿大企业直接或者间接拥有的全部资产，包括位于加境外的资产。中资企业不仅今后难以继续在加并购关键矿产项目，而且对已持有的股权也面临丧失或低价出售风险，即便资产位于加拿大境外。西方国家持续强化的投资限制，使得资金面本已十分困难的初级资源公司雪上加霜。

金属矿产供应安全取决于初级资源公司，对于中国来说在当前大国竞争日益加剧的背景下，再想通过西方国家矿业资本市场并购初级资源公司，获取绿地项目的老路看来已经非常困难了。同时加拿大等西方国家过于严苛的审查防范，导致上市初级资源公司为求生存而撤离。光今年年内，加拿大就发生Solaris公司石墨矿商SRG矿业、阿根廷锂业等多家公司计划撤离加拿大事件。危中有机，中国加快建设独立自主矿业资本市场的时间窗口已经打开。