

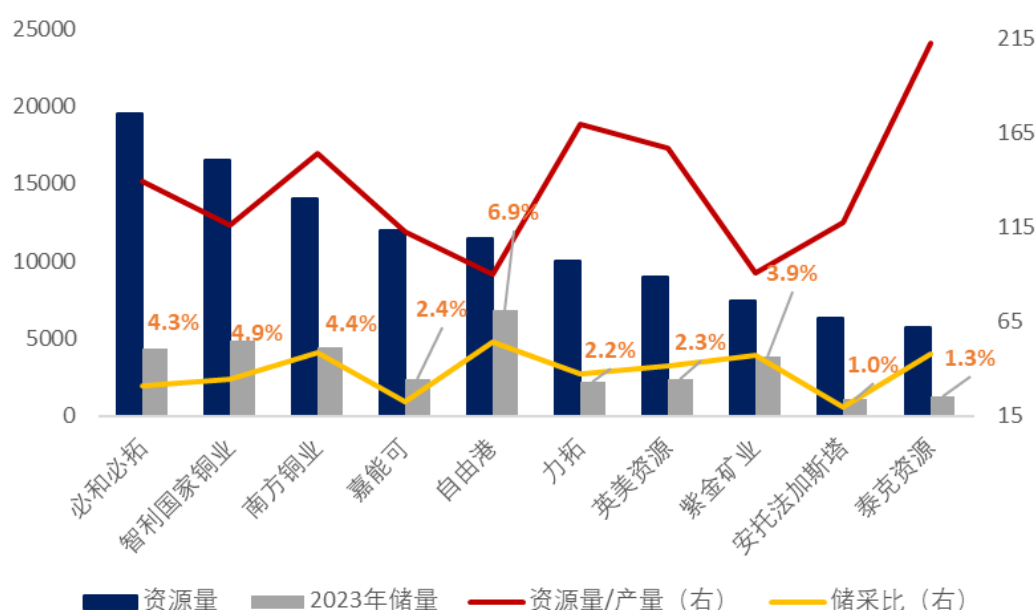
# 并购与勘探并举，增强矿产资源接续能力

五矿证券研究所有色金属行业首席分析师 王小芄

## 一、资源接续是矿业公司可持续发展的关键

从矿业发展规律来看，金属资源的有限性和大型、低成本资源的稀缺性，决定矿业公司内生禀赋。矿产资源是矿业企业最核心的资产，资源量和储量既是矿业企业在行业市占率和话语权的体现，更是支撑矿业企业可持续发展空间和潜力的关键。以全球 TOP10 铜矿企业为例，资源量与产量比值大多在 100 以上，储采比在 20-55 区间。

图 1：全球 TOP10 铜矿企业资源量与产量比值较高（单位：万吨）

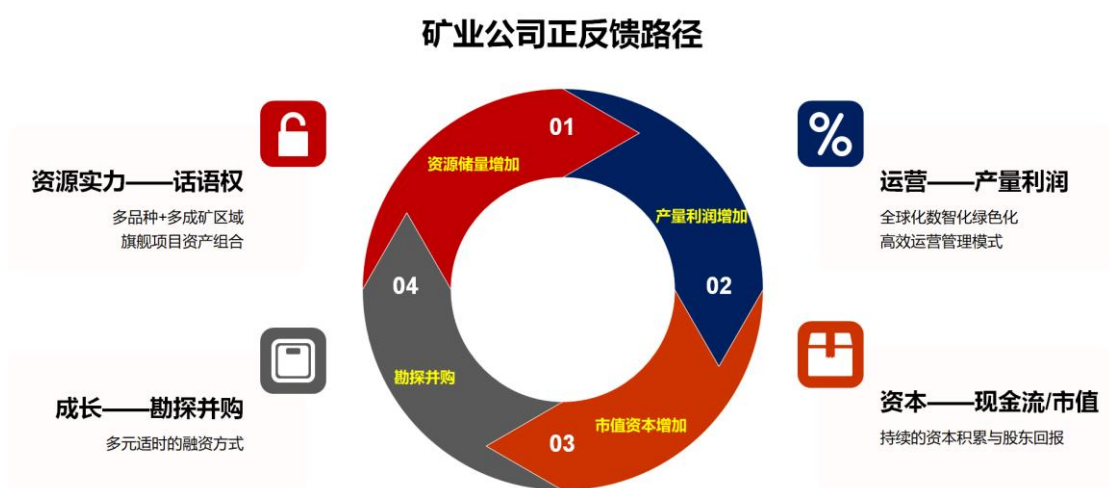


资料来源：S&P，公司公告，五矿证券研究所

勘探和并购是矿业公司资源增长必要路径。全球矿业龙头企业在发展过程中，经历了全球化、矿产资源品种多元化和产业链延伸，近年来积极发展 ESG、绿色化和数智化。但核心是拥有世界大型、低成本矿山资源为代表的持续资源扩

张的能力，资源的持续扩张则来自于内生勘探挖掘或外延并购成长，通过构建多品种、多成矿区域、旗舰项目的综合资产组合，将资源储量优势不断转化为经济价值，实现资本积累，进一步强化勘探和并购能力，形成资源储量持续增加的正向反馈。

图 2：矿业公司通过并购和勘探实现资源成长正反馈

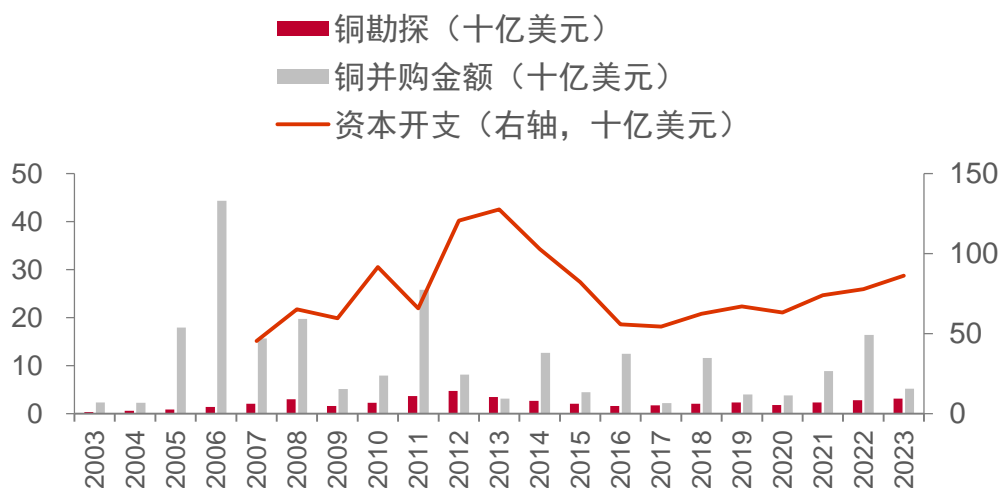


资料来源：五矿证券研究所

资源行业是典型的周期性行业，勘探与并购由于投资规模、投资阶段、所处的宏观商品周期以及对应带来的资源增量不同，对于矿业公司不同发展阶段的影响也存在差异。勘探投资与资本开支相对规模较小，在每一轮周期内平均投入相对稳定，对矿业企业来讲，在周期顶部，仍然可能以较低成本实现资源增量。而并购投资，尤其是旗舰项目的并购投资，对应较大体量的资本开支，虽然不增加行业总量，但在周期底部，可能实现逆周期带来跨越式发展。以铜矿为例，以 20 年周期投资总额来看，全球铜矿勘查投入总额为 463.3 亿美元，铜相关并购开支为 2341.1 亿美元，总并购投资是勘探投资的 5 倍，具体来看，勘探投资从 2003 年 3.5 亿美元增长至 2023 年 31.2 亿美元，但近 10 年波动较小，投资

规模维持在 20 亿-30 亿美元。而并购投资波动较大，在 2006 年、2008 年、2011 年和 2022 年分别是 443 亿、197 亿、258 亿、164 亿美元。

图 3：铜矿勘探投入远低于并购投入，但相对稳定



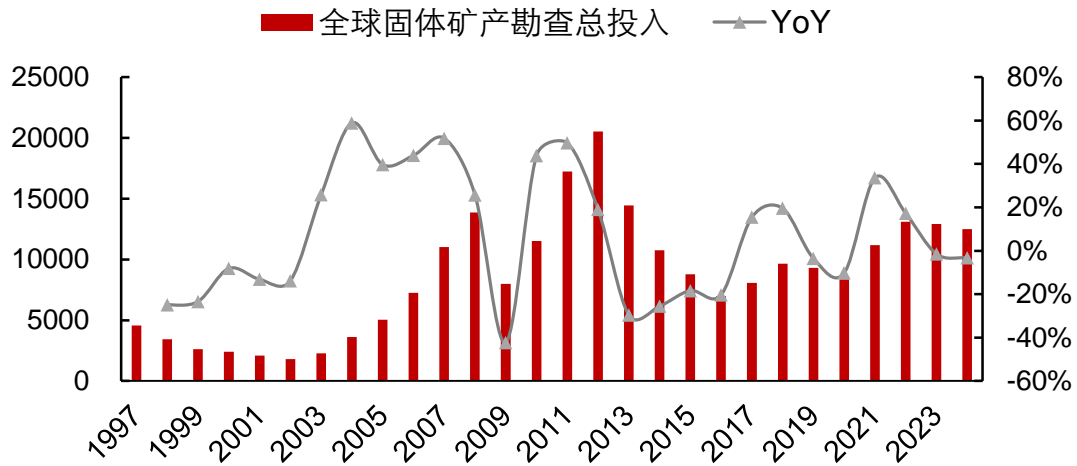
资料来源：S&P，公司公告，五矿证券研究所

## 二、全球固体矿勘查投资下降，新增大型资源屈指可数

### (一) 全球固体勘查投资下滑，但重点品种仍在增长

2023 年全球固体矿勘查同比下降 3%，2024 年该数据继续小幅回落 3%至 124.8 亿美元。尽管全球整体固体矿勘查投入有所下滑，但以铜矿、锂矿为代表的新能源金属品种勘查投资延续涨势。2024 年铜矿勘查投资上涨 2%至 32 亿美元，锂矿勘查投资上涨 30%至 11.1 亿美元。

图 4：全球固体矿产勘查投入持续小幅回落（单位：百万美元）

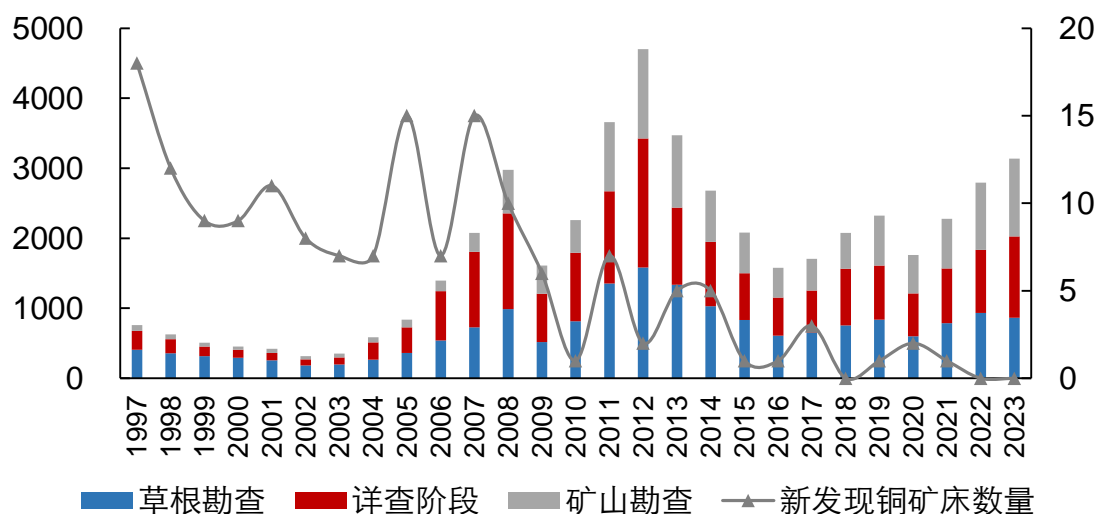


资料来源：S&P，公司公告，五矿证券研究所

## （二）就矿找矿比例提升，依赖勘查带来新增大型资源屈指可数

从全球固体矿勘查投资阶段来看，草根勘查占比大幅下滑至 23%，而矿山勘探阶段提升至 38%，意味着整体勘查投入逐渐向不确定性更低的后期勘探延伸。同样以铜矿勘查预算为例，就矿找矿占比逐步提升，而绿地项目投入有所放缓。尽管铜矿的勘查投入在增加，但随着勘查逐渐转向后期可行性研究和矿山勘查，新发现的大型铜矿屈指可数，全球范围内新发现重大新矿存在更大不确定性。

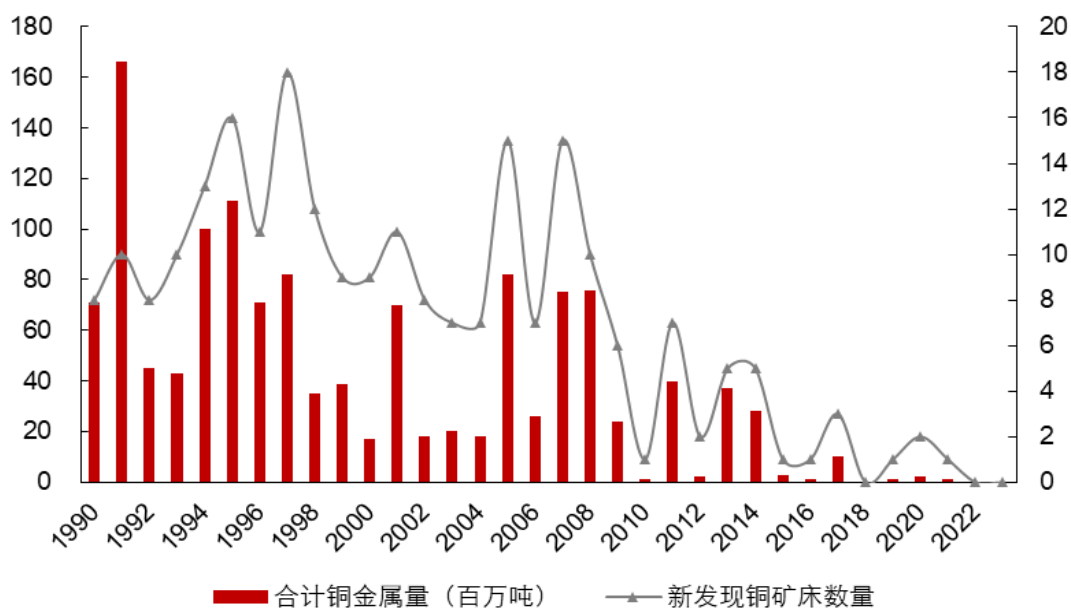
图 5：全球铜矿勘查投资逐渐向矿山勘查阶段倾斜，就矿找矿比例提升（单位：百万美元）



资料来源：S&P，五矿证券研究所

1990 年至 2023 年，全球重大铜矿发现共有 239 个，铜资源总量为 13.15 亿吨。大多数铜矿发现集中在 1990 年代和 2000 年代初期，在此期间，铜矿勘查中草根勘查占据主导地位，占比在 50%左右；2014-2023 年，全球仅有 14 个铜矿床被发现，含铜金属量为 4620 万吨，其中 2022 年与 2023 年新增铜矿床数量为 0。

图 6：全球大型铜矿新发现数量骤降，新增资源接续承压



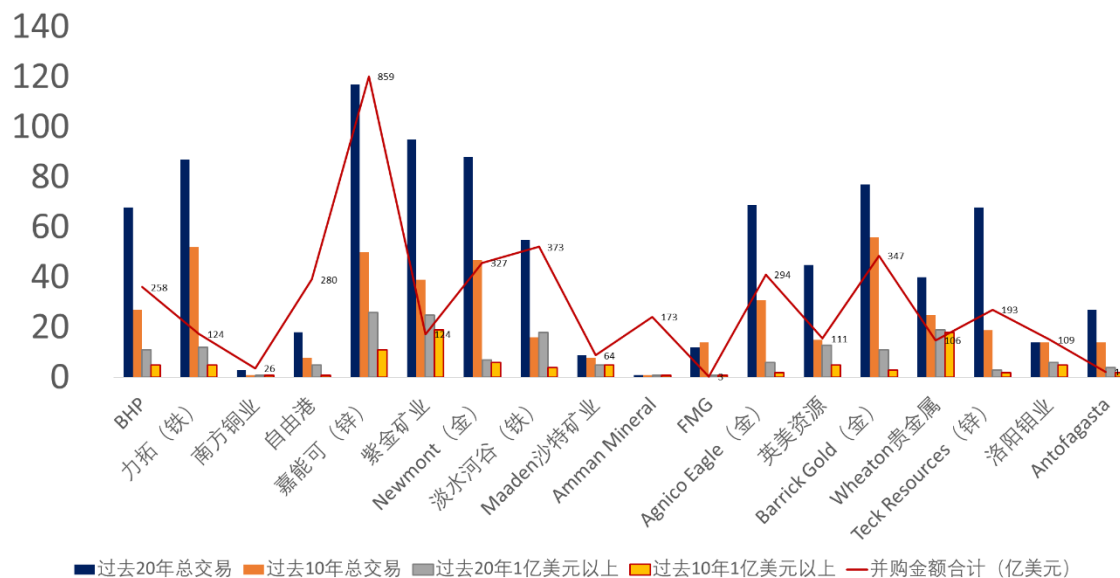
资料来源：S&P，五矿证券研究所

从龙头矿业企业来看，过去十年最主要矿种勘探增速较低。紫金矿业、自由港等公司勘探投资相对稳定，带来的资源增量与并购增量基本持平。沙特矿业、伊格尔矿业、洛阳钼业、英美资源、巴里克黄金勘探投资相对较高，但勘探投资绝对值在资本开支的比例不足 10%。

### 三、并购仍是全球矿业成长最主要路径

全球头部矿业公司资源增长，仍然更多依赖于并购。过去二十年，2024 年三季度市值排名前七大金属矿企中，只有 4 家公司通过自有矿山挖潜实现成长。有 50% 企业并购累计交易次数超过 50 次；8 家公司有 10 次以上超过 1 亿美元的并购交易。过去十年中，紫金矿业、嘉能可有超过 10 次以上超过 1 亿美元的并购，9 家矿企并购超过 5 次。过去十年，紫金矿业、沙特矿业、洛阳钼业加速并购是进入全球矿企排名前列的重要原因。

图 7：并购是成为矿业巨头的最主要路径（单位：次）



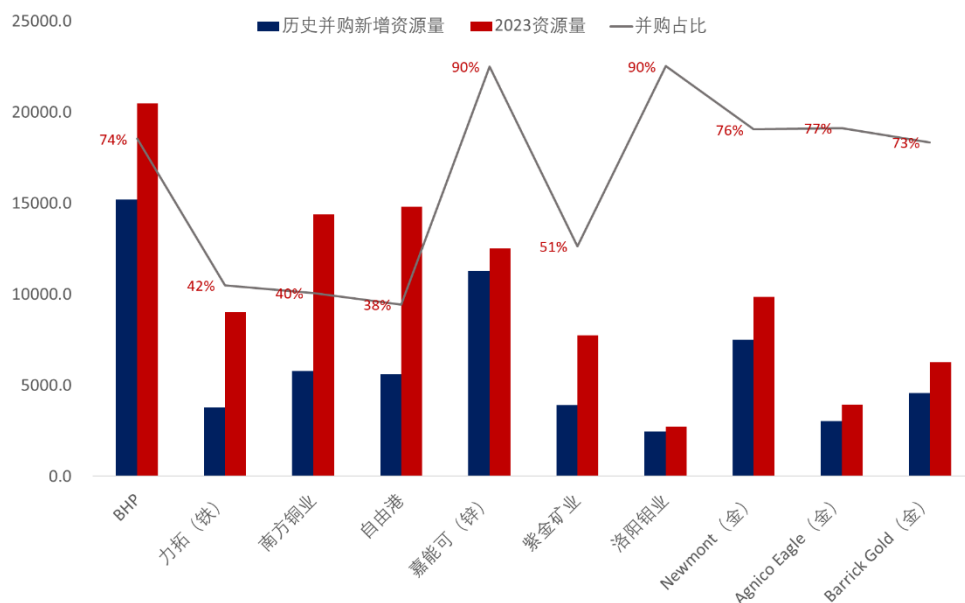
资料来源：公司公告，S&P，五矿证券研究所

并购投资与勘探投资相比，虽然面临较高的资本投入，但可以在一定程度上降低勘探风险与时间成本。全球排名前五的矿业公司与前三的黄金公司能够跻身相应规模，尽管并购次数不一定非常多，但均有矿业公司合并性质的收购带来跨越式成长，分别是2001年BHP与Billiton合并成为必和必拓，2005年南秘鲁铜业与墨西哥铜业合并成为南方铜业，2005年自由港收购道奇，2013年嘉能可收购Xstrata，2023年Newmont收购Newcrest，2021年AEM收购Kirkland Lake，2019年Barrick收购Randgold。自由港和南方铜业的铜矿资源尽管并购占比相对较低，但旗舰资源项目内生挖潜带来持续产量增长。

近十年，资源与产量成长较快的紫金矿业与洛阳钼业，并购次数同样居前，但更多以项目并购为主，尚未到达大型矿业公司兼并收购阶段。紫金矿业多次并购带来的增储占比

接近一半，与包含并购项目勘探的全口径自有勘探增储基本持平。

图 8: 大型矿业公司并购获取资源占比高达 40%-90% (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, S&P, 五矿证券研究所

#### 四、当前形势下矿业公司资源接续的选择

全球有色金属勘探总投资逐渐下滑, 并且结构逐渐转向后期详查可研与矿山勘探阶段, 全球范围内重大的新矿发现存在更大不确定性。面对现有世界级大型资源大多被矿业巨头所掌握, 并且矿产资源逐步成为主要经济体和资源所在国争先关注的核心领域, 无论全球矿业巨头还是中资企业出海并购, 对于“买什么”“何时买”“去哪买”“怎么买”的问题都面临巨大的挑战。因此, 从资源接续方式选择上, 兼顾勘查投资与并购投资的必要性进一步提升。

就勘探投资而言, 一是关注自然属性, 在现有项目成矿区域边深部找矿, 棕地项目后期勘查投入比例可能会进一步



提升；二是依托宏观和战略视角，全球矿产资源勘探投资根据资源品种供需和功能属性进一步分化。

就并购投资而言，一是重点关注宏观经济、金融环境与地缘政治变化，资产配置与风险防范并行；二是根据国家战略与产业结构调整带来需求变化、商品周期趋势变化，形成体系化和多元化方案；三是成矿理论突破和勘采选科学技术进步带来低品位和难开发资源价值的重估；四是充分发挥产业链之间的合作关系，并购与勘探并举，提升投资效率和抗风险能力。