



# 资源安全使命召唤，逆风破浪扬帆出海

## —— 中企出海专题系列研究

分析师：华立、阎予露

研究助理：孙雪琪



# 资源安全使命召唤，乘风破浪扬帆出海

## ——中企出海专题系列研究

2024年9月10日

### 核心观点

- 我国矿产资源保障不充分，对外依存度高：**金属矿产资源为制造业供应关键原材料，是稳定国民经济运行的基础产业。我国有色金属资源供给侧保障不充分，30种主要矿产中约一半矿产储量丰度低于世界平均水平；人均探明储量为世界平均水平的58%。我国作为全球制造业大国，金属冶炼产量全球最高，对矿产资源需求也全球领先，35种主要矿产中有30种消费量全球第一，需要大量依赖进口。多年来我国矿产品贸易逆差不断扩大，疫后快速攀升，以铜、金、镍等为代表的金属矿石近年来净进口数量不断上升，且增速也有所提高。
- 新国际形势下，“走出去”是国内有色企业的必然选择：**我国矿产资源储、产、消失衡，导致我国战略性矿产对外依存度高，预计到2035年，我国40种矿产资源2/3对外依存的格局难以改变。同时我国金属矿砂进口高度集中于澳大利亚、巴西、智利和秘鲁，供应链安全的不确定风险上升。百年未有之大变局，关键矿产资源的博弈日益激烈，各类关于国家安全的政策相继出台，二十届三中全会中强调，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度，完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系，关键矿产资源与产业链供应安全已成为国家安全体系中的重要一环。此外，他山之石，出海也是是矿企发展壮大的必然之路，力拓、南方铜业等国际矿业巨头均是通过一系列成功的跨国并购与多国矿山收购，成为全球有色金属行业中的领军企业。
- 机遇与挑战并存，“一带一路”沿线是国内有色矿企出海的重要舞台：**在2000年“走出去”战略叠加中国经济进入新一轮高速增长期的双重助推下，我国有色企业出海并购进入快速发展阶段，截至2021年底，我国企业在海外拥有的矿业项目超过400个。但在新国际形势下，全球矿产资源国通过结盟、制定政策法规以及提供资金等方式加强关键矿产保障和供应。与此同时，贸易投资保护主义抬头，矿产国资源政策收紧，对外资控制矿产资源采取国有化收归并进行直接管理，未来我国有色企业出海并购将面临更复杂的环境和更高的风险。“一带一路”沿线的中亚、东南亚、非洲等地区均处于世界重要成矿带上，成矿条件优越，矿产资源种类全。这些地区的国家普遍为发展中国家，具备强烈的利用矿产资源助推经济发展的意愿，拥有更强的交易动力，并与我国有着良好的外交关系。因此，在新形势下中国有色企业有望凭借自身的资金实力、技术优势和丰富的开发经验，寻找更多合适的并购机会，进一步提升公司的全球竞争力。
- 投资建议：**在A股有色金属行业中，我们认为在现有的国际形势下，已在海外收购矿山形成资源开发产生收入利润，并拥有矿山成功生产运营能力与经验的企业，在未来的海外矿山扩产与更多海外矿山收购改造经营上将更具有确定性，我们推荐紫金矿业（601899.SH）、洛阳钼业（603993.SH）、中矿资源（002738.SZ）、山东黄金（600547.SH）、赤峰黄金（600988.SH），建议关注华友钴业（603799.SH）、金诚信（603979.SH）、中国铝业（601600.SH）。
- 风险提示：**1) 国内经济复苏不及预期的风险；2) 美联储降息不及预期的风险；3) 有色金属价格大幅下跌的风险；4) 海外地缘政治的风险。

### 有色金属行业

**推荐** 维持评级

### 分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

阎予露

☎：010-80927659

✉：yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：s0130522040004

研究助理：孙雪琪

### 相对沪深300表现图

2024-9-10



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河有色】有色金属行业2024年半年报业绩回顾：盈利能力增强，行业业绩反转

## 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	0.80	1.19	1.46	18	12	10	推荐
603993.SH	洛阳钼业	0.38	0.53	0.60	18	13	11	推荐
601600.SH	中国铝业	0.39	0.72	0.78	17	9	8	推荐
600547.SH	山东黄金	0.52	0.87	1.18	49	29	22	推荐
600988.SH	赤峰黄金	0.48	0.94	1.16	35	18	14	推荐

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

## 目录

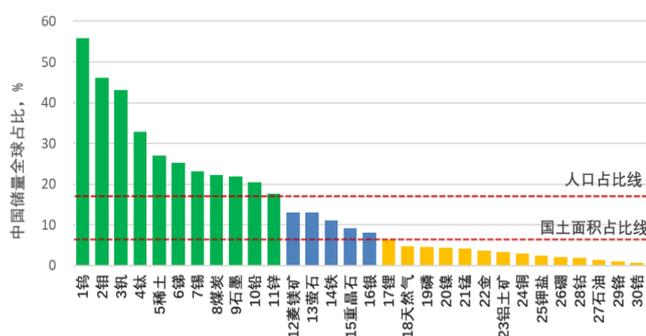
### Catalog

一、 我国矿产资源保障不充分，对外依存度高 .....	5
二、 新国际形势下，“走出去”是有色企业的必然选择 .....	7
(一) 为保障国家供应链安全，国家政策要求有色企业出海.....	7
(二) 他山之石，出海是矿企发展壮大的必然之路 .....	11
三、 我国有色金属企业出海的机遇与挑战 .....	15
(一) 我国有色金属企业出海已迈出坚实步伐.....	15
(二) 新形势下我国有色金属企业出海收购的挑战.....	23
(三) “一带一路”高瞻远瞩，是未来我国有色企业出海资源开发宝地.....	25
四、 投资建议.....	27
五、 风险提示.....	29

## 一、我国矿产资源保障不充分，对外依存度高

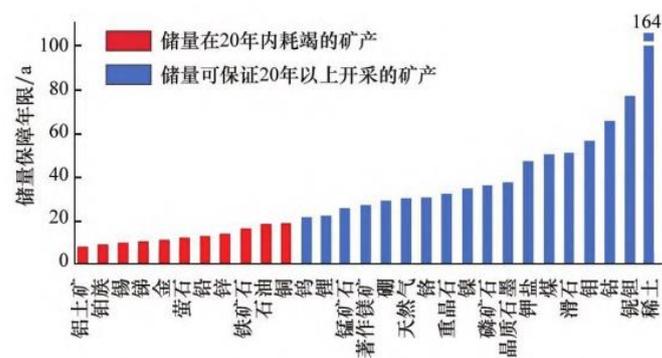
**国内矿产品资源保障不充分，部分矿产资源储量不足。**金属矿产资源为制造业供应关键原材料，是稳定国民经济运行的基础产业。我国有色金属资源供给侧保障不充分，据中国地质调查局统计，我国30种主要矿产中约一半矿产储量丰度低于世界平均水平。人均探明储量为世界平均水平的58%，位居世界第53位，主要的金属矿种如铁矿、铜矿和铝土矿分别相当于世界平均水平的70.4%、28.4%和14.2%。而以铁矿石、铝土矿、铜、锡、锑、金为代表的战略性矿产的储量保障年限不足20年。

图1：2021年中国主要矿产储量全球占比



资料来源：中国地质调查局，中国银河证券研究院

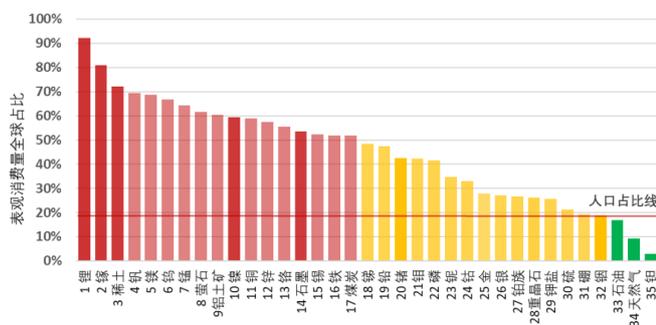
图2：中国主要矿产储量保障年限



资料来源：《战略性矿产资源清单、供需形势与对策》李裕伟，中国银河证券研究院

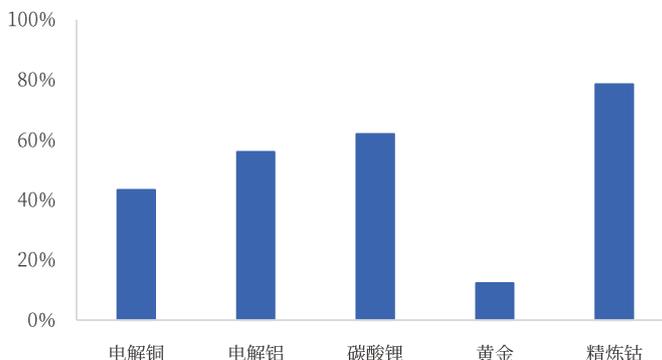
**我国有色金属冶炼产量全球最高，对矿产资源的需求全球领先，需要大量依赖进口。**我国作为全球制造业大国，工业发展取得了举世瞩目的成就，每年金属冶炼工业品产量规模庞大，电解铜、电解铝、碳酸锂、精炼钴的产量全球占比分别为43%、56%、62%和79%，对于上游原材料矿产资源的需求也处于全球领先地位。据中国地质调查局统计，35种主要矿产中，中国有30种矿产消费量全球第一，17种矿产消费量占全球50%以上；32种矿产消费量超过全球人均水平。我国资源平均开采强度是世界平均水平的4.6倍，35种主要矿产中23种产量全球第一，人均产量远大于全球水平。然而矿产资源储量的不充足，导致我国对金属矿产的大量需求依赖进口。

图3：2021年中国35种主要矿产消费量全球占比



资料来源：中国地质调查局，中国银河证券研究院

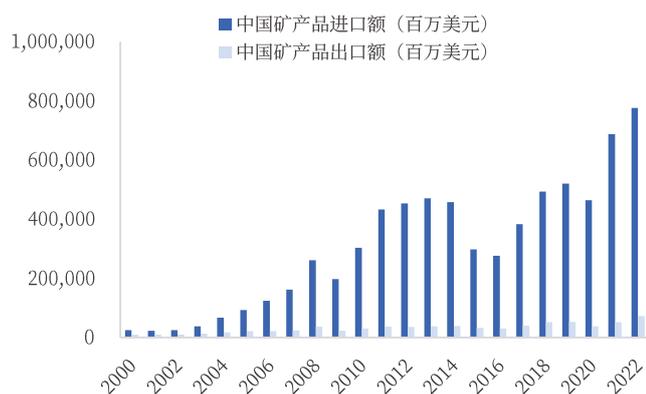
图4：2023年中国主要金属产量占全球比重



资料来源：Wind，钢联，中国银河证券研究院（其中电解铝产量占比数据为2020年，碳酸锂产量占比数据为2022年）

**我国矿产品贸易额总量增长，但贸易逆差不断扩大。**近年来，伴随我国社会经济的蓬勃发展，矿产品进出口贸易也得到了快速发展，成为拉动世界有色金属产业发展的重要动力。从进出口金额来看，2000年以后我国矿产品进出口金额整体呈上升趋势，2014和2020年出现阶段性回落，疫后快速回升，2022年中国矿产品进口额7,765.07亿美元，同比增长13%，出口额723.24亿美元，同比增长41%。另外我国矿产品进口总额远远大于出口总额，多年来贸易逆差不断扩大，疫后快速攀升，至2022年中国矿产品贸易逆差达7,041.83亿美元的历史新高。同时我国矿石和金属进口占商品进口的比例也由2000年的5.95%不断提升至2023年的14.59%。

图5：中国矿产品进出口额变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：中国矿产品贸易逆差不断扩大



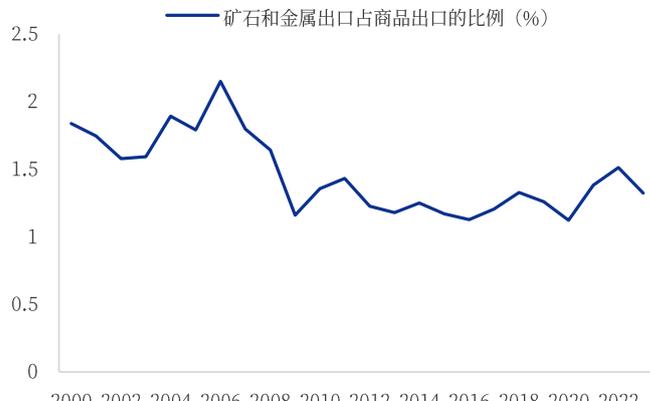
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：中国矿石和金属进口占商品进口的比例提升



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

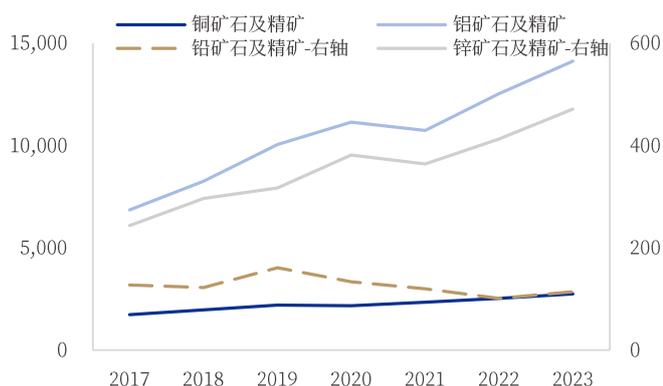
图8：中国矿石和金属出口占商品出口的比例下降



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

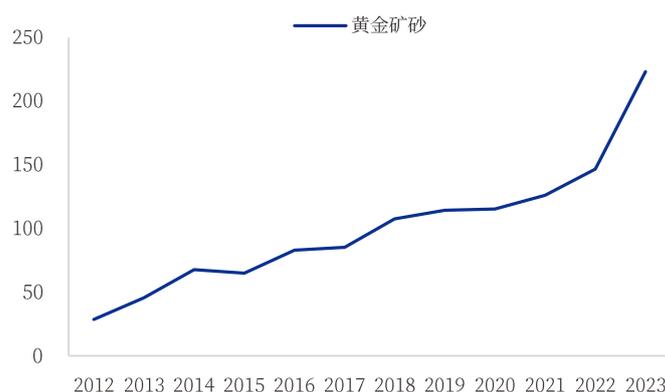
**近几年中国大多金属矿石净进口数量上升，且增速提高，展现我国对进口有色金属矿产资源的需求在持续增加，而国内金属矿对外依存度也在不断提升。**工业金属方面，铜、铝、锌2017年以来整体净进口数量呈上升趋势，同时铜、锌2023年净进口数量增速有所提升，铅在2020年净进口数量大幅提升后呈下降趋势，至2023年开始正增长。2023年铜、铝、铅、锌净进口数量分别为2753、14136、114、471万吨，同比增长9%、13%、13%、14%。贵金属方面，黄金在2012-2023年净进口量持续增长，2023年黄金净进口223万吨，同比增长52%，增速大幅提升36pct。能源金属方面，钴、镍净进口量分别在2018、2019年达到阶段性高点后出现回落，而锂净进口量在经历2020年低点后持续增长，2023年锂、钴、镍净进口数量分别为568、1.7、4447万吨，同比增长72%、-36%、11%。小金属方面，铋、钼2021年后净进口量均有所下降，2023年出现小幅上涨。

图9：中国工业金属矿石净进口数量变化（万吨）



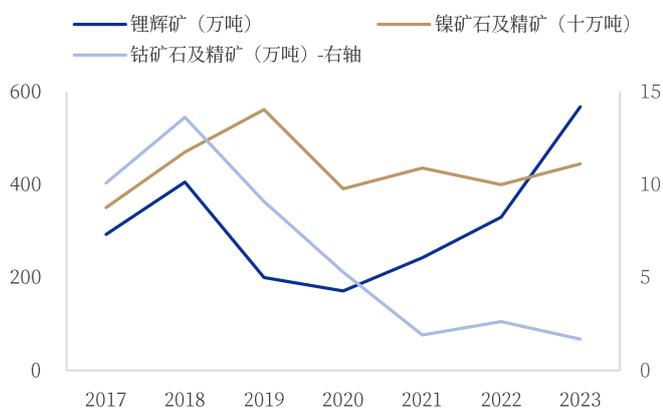
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：中国黄金矿砂净进口数量变化（万吨）



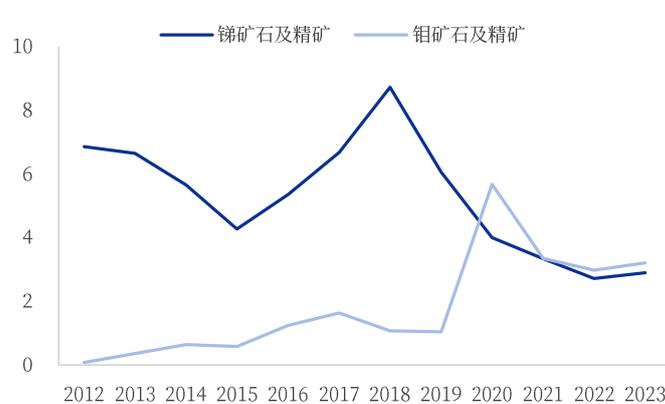
资料来源：钢联, 中国银河证券研究院

图11：中国能源金属矿石净进口数量变化



资料来源：Wind, 钢联, 中国银河证券研究院

图12：中国小金属矿石净进口数量变化（万吨）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

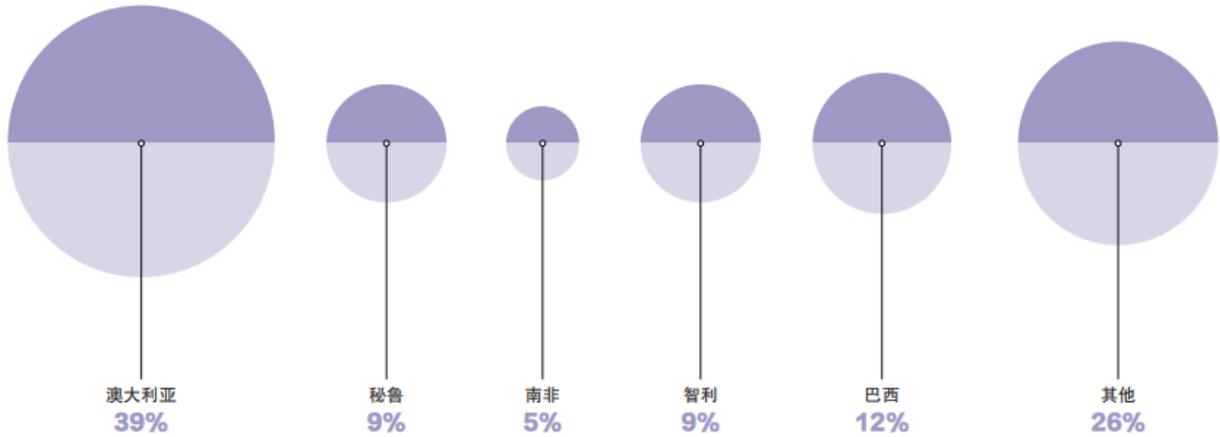
## 二、新国际形势下，“走出去”是有色企业的必然选择

### （一）为保障国家供应链安全，国家政策要求有色企业出海

**储、产、消失衡，我国战略性矿产对外依存度高。**我国是全球制造业大国，冶炼产量高，对有色金属矿产资源需求与消耗量大，但国内铜、铝、镍、锂、铬、钴、黄金等关键矿产储量相对较少，储、产、消失衡导致我国短缺矿产资源高度依赖进口。据中国地质调查局统计，2022年我国有28种矿产为短缺矿产，对外依存度50%以上的有15种，其中镍、锰、钴、铬等战略性矿产资源对外依存度超80%。



图16: 中国金属矿砂进口来源地相对集中



资料来源: 中国海关, 中国银河证券研究院

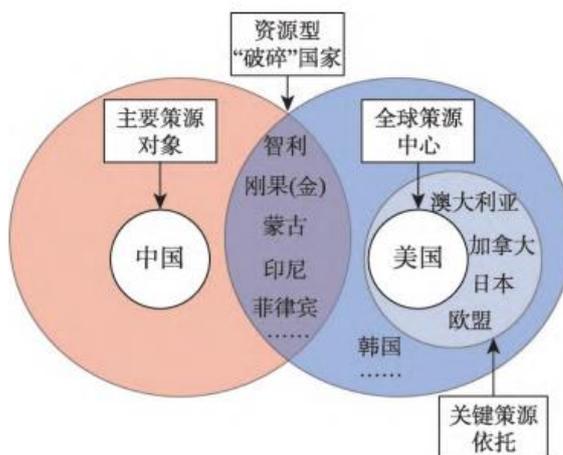
表1: 2023 年中国部分短缺矿产进口量及进口来源

矿产品	进口数量 (万吨)	主要进口来源
铁矿石及精矿	117,906	澳大利亚 63%、巴西 21%、印度 3%、南非 3%
铜矿石及精矿	2,754	智利 31%、秘鲁 26%、哈萨克斯坦 6%、蒙古 5%、墨西哥 5%
钴矿石及精矿	1.87	刚果金 99%
镍矿石及精矿	4,447	菲律宾 86%、科特迪瓦 4%
锰矿石及精矿	3,135	南非 47%、澳大利亚 17%、加蓬 16%、加纳 10%
铬矿石及精矿	1,827	南非 47%、土耳其 3%

资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

**关键矿产资源的博弈日益激烈，对中国的能源矿产安全提出新的挑战。**美国、欧盟、澳大利亚等主要发达国家相继通过法案，加强战略性矿产的国家管控和战略储备（美国 2018 年发布《关键矿产清单》，欧盟 2023 年发布《关键原材料法案》，澳大利亚发布《关键矿产战略 2023-2030》）。而部分战略性矿产资源富裕国也相继调整矿业政策增强资源价值掌控力（印尼禁止原矿出口，刚果（金）提高矿业税率与征收暴利税、智利将盐湖特许开采权收益收归国有）。国家安全和未来产业布局驱动的战略矿产资源需求，推动各主要大国不断参与到全球矿产资源的零和争夺之中，全球局势的不断变化对中国的矿产资源安全保障与提出了新的挑战。

图17: 关键矿产地缘政治的基本格局



资料来源: 《战略性关键矿产的地缘政治研究》夏启繁, 中国银河证券研究院

新国际形式下, 关键矿产资源与产业链供应安全已成为国家安全体系中的重要一环。2014年4月15日, 习近平总书记在中央国家安全委员会第一次会议上, 创造性提出总体国家安全观, 并强调我们党要巩固执政地位, 要团结带领人民坚持和发展中国特色社会主义, 保证国家安全是头等大事。在2022年二十大报告中指出, 要加强重点领域安全能力建设, 确保能源资源、重要产业链供应链安全。二十届三中全会中强调, 健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度, 抓紧打造自主可控的产业链供应链, 加快完善国家储备体系, 完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系。

表2: 近年来有关国家安全的政策陆续出台

时间	会议	有关“国家安全”的表述
2014年4月	中央国家安全委员会第一次会议	首次提出“国家安全观”的理念, 要求坚持总体国家安全观, 走出一条中国特色国家安全道路。
2017年10月	党的十九大	将坚持总体国家安全观纳入新时代坚持和发展中国特色社会主义的基本方略。
2018年4月	十九届中央国家安全委员会	进一步阐述总体国家安全观, 提出坚持人民安全、政治安全、国家利益至上的有机统一, 坚持维护和塑造国家安全等重大论断。
2020年10月	党的十九届五中全会	强调牢牢守住安全发展底线, 把统筹发展和安全纳入“十四五”时期我国经济社会发展的指导思想。
2020年12月	十九届中央政治局第二十六次集体学习	对总体国家安全观作出全面、系统、完整的论述, 提出“十个坚持”的工作要求。
2021年11月	党的十九届六中全会	系统总结新时代维护国家安全取得的重大成就和宝贵经验。
2021年11月	中共中央政治局会议	中央政治局审议通过的《国家安全战略(2021-2025年)》, 明确提出新形势下维护国家安全, 必须牢固树立总体国家安全观, 加快构建新安全格局。
2022年10月	党的二十大	增强维护国家安全能力, 加强重点领域安全能力建设, 确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全, 加强海外安全保障能力建设。
2024年7月	二十届中央委员会第三次全体会议	提出健全国家安全体系, 健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度, 完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系。

资料来源: 各政府网站, 中国银河证券研究院

为保障我国矿产资源安全供应, “走出去”进行海外矿业开发是必然选择。我国经济安全运行和平稳发展所需的矿产资源需求量与日俱增, 但国内资源保障不充分。在全球保护主义升温的压力下, 为保障矿产资源安全供应, 加快建立健全自主可控的矿产资源供应链体系, 我国有色企业出海收购海外优质矿山资源是必然选择。

## (二) 他山之石，出海是矿企发展壮大的必然之路

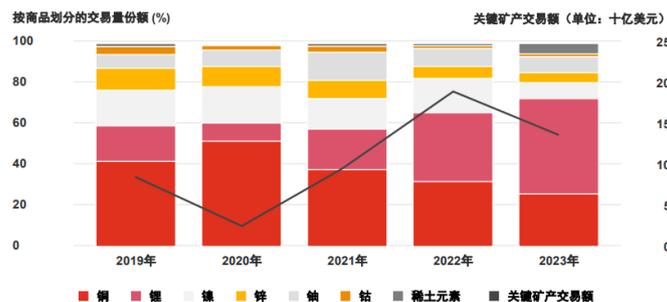
矿企出海收购是优化全球资源配置的重要举措，也是公司可持续发展的关键战略。矿企出海收购一是利于公司拓展业务范围，进军国际市场；二是加强规模效应，巩固行业地位；三是进行资源整合，实现强强联合。2023年，全球前40大矿业企业的交易总量同比减少约15%，但交易总额却增长3%以上，超过640亿美元，其中铜和锂在关键矿产交易中占主导地位，交易量占比超过70%，同比略有上升。

图18：近年来矿业交易量及交易额变化



资料来源：标普 Capital IQ, pwc, 中国银河证券研究院

图19：近年来按商品划分的交易份额及关键矿产交易额变化



资料来源：标普 Capital IQ, pwc, 中国银河证券研究院

从西方发达国家的领先矿企发展历史来看，出海在全球范围内收购优质的矿产资源，也是矿企发展壮大至全球龙头的必然之路。2003-2022年，全球40大矿企市值由2003年的387亿美元增长至1225亿美元，增长超3倍，其中超三分之一进行了整合。例如，必和必拓、力拓、南方铜业等国际矿业巨头通过一系列成功的跨国并购，积累了雄厚的资源基础和全球影响力。

表3：全球主要矿业巨头成长周期中的标志性并购

公司	标志性并购
必和必拓 (BHP)	2001年 BHP 与 Billiton 合并
力拓 (Rio Tinto)	1989年收购英国石油公司工业矿物业务
淡水河谷 (Vale)	2006年收购加拿大国际镍业公司
嘉能可 (Glencore)	2013年收购斯特拉塔矿业公司
英美资源 (Anglo American plc.)	1999年南非英美公司和 Minorco 公司合并
巴里克黄金 (Barrick Gold)	2018年并购南非兰德金矿公司
纽蒙特矿业 (Newmont)	2019年并购加拿大黄金公司
自由港麦克莫兰公司 (Freeport-McMoRan)	2007年并购美国菲尔普斯·道奇公司
南方铜业公司 (SCC)	2005年收购墨西哥铜矿公司
第一量子公司 (First Quantum Minerals Ltd.)	2013年收购因梅特矿业公司

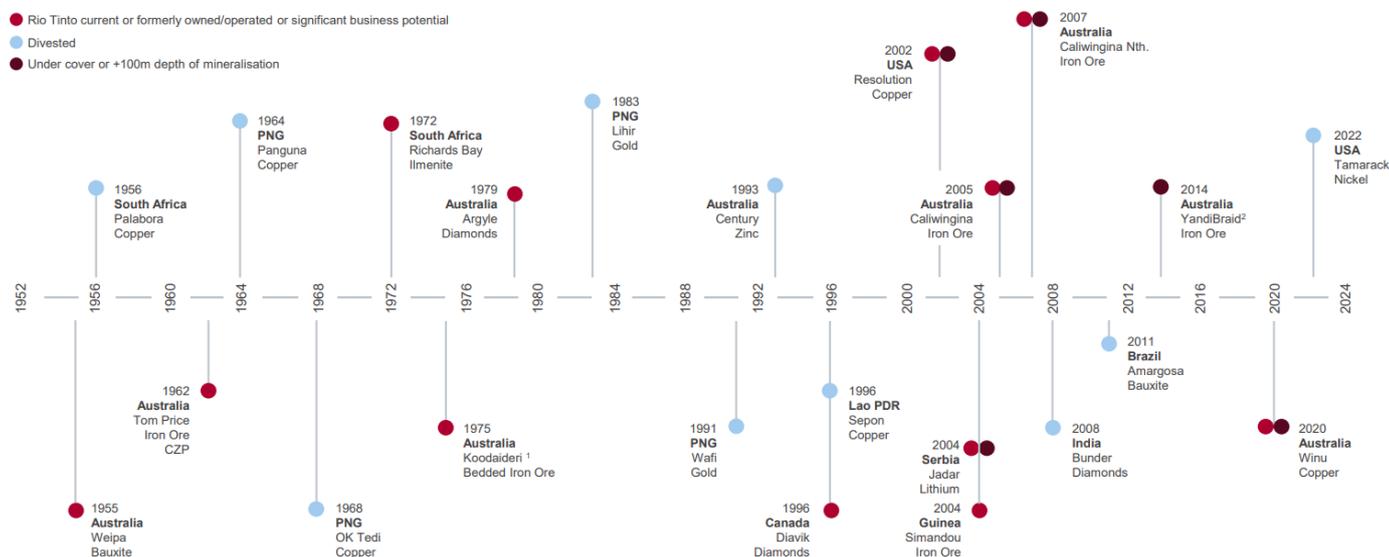
资料来源：《全球矿业并购市场特点及前景展望》韩见等, 中国银河证券研究院

以力拓、南方铜业为例，海外矿业并购是公司提升综合实力完成跨越式发展的重要途径。

1. 力拓：全球矿业龙头，业务遍及35个国家/地区。力拓股份有限公司 ((Rio Tinto) 是全球最大的资源开采和矿产品供应商之一，也是世界三大铁矿石供应商之一，专注于开采和加工铁、铝、

铜和金等金属，同时也涉足能源和钻石领域。力拓业务遍及 6 大洲的 35 个国家/地区，重点在澳大利亚和北美洲。2023 年力拓共实现营业收入 540 亿美元，其中铁矿石、铝、铜业务营收分别为 338 亿美元，120 亿美元和 32 亿美元。

图20：力拓全球业务布局历程



资料来源：力拓公告，中国银河证券研究院

**纵观力拓 150 年的矿业发展史，公司在发展前期聚焦优质项目的运作以积累资本，随后开启国际化战略，通过资本市场在国际矿业的多个领域整合资源，终成世界矿业巨头。**

**1973-2007：从西班牙走向全世界。**1873 年，英国的一家财团向西班牙政府购买了位于西班牙南部力拓河价值 3.7 百万英镑的铜矿，成立了最初的力拓公司。至世纪之交，力拓的铜产量已达全球铜产量的 10%。从 1925 年开始，力拓启动了海外多元化发展战略，进行了一系列在西班牙以外地区的收购兼并活动和资源勘探开发，将业务扩展至赞比亚、南非、澳大利亚、加拿大等地区，拓展铜、铀、铁、铝等矿石业务。1989 年，力拓收购英国石油公司的矿产业务，获得其在 15 个国家的优质资产，使力拓国际化水平更上一层楼。1995 年，英国力拓锌公司（RTZ）与澳大利亚力拓公司（CRA）合并，并更名为 Rio Tinto，在澳大利亚和英国两地上市，巩固了公司全球矿业的领先地位。

**2008-至今：开启战略瘦身，平衡业务再发展。**在收购加拿大铝业公司带来的沉重负债压力下，力拓公司开始调整扩张速度，剥离非核心资产。公司自 2008 年以后加速缩减煤炭资产，在 2017 年剥离 Coal&Allied 后，公司成为了第一家停止生产煤炭的主要矿业公司，同时铝的资产份额也在逐年降低。力拓强化铁矿石核心，于 2000 年收购 North 公司，并开拓铜业务，2006 年力拓与艾芬豪合作，在蒙古开发和运营 Oyu Tolgoi 矿，2022 年通过收购加拿大绿松石山公司 49% 的股权，增加对 Oyu Tolgoi 矿的所有权至 66%。

表4: 力拓的历史沿革

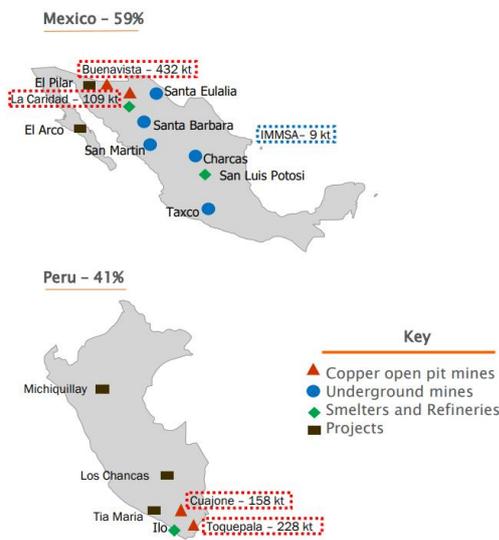
时间	事件
1873	收购 Rio Tinto 矿山, 成立力拓公司。
1929	通过投资 Copper Belt 进入赞比亚, 1930 年 RTC 合并当地三家最大的开发公司成立了 Rhokana 公司。
1954	公司出售 Rio Tinto 矿山给西班牙政府。
1955	1955 年, 公司收购了 Algom group 在加拿大埃利奥特湖区轴矿的大部分股份, 并在澳大利亚收购了 Mary Kathleen 轴矿, 公司在轴产业界的领先地位变得更加稳固。到 1950 年代末期, RTC 产出占世界总产量 15% 的氧化铀。
1962	力拓和 Consolidated Zinc Coporation 合并为 Rio Tinto-Zinc Corporation, 简称 RTZ, 同时两家公司在澳大利亚的权益合并为 Conzinc Rio Tinto of Australia, 简称 CRA。同年, CRA 的地质学家在 Pilbara 地区发现了 Mount Tom Price 铁矿石矿。
1963	南非的 Palabora 铜矿项目 (公司持股 39%) 开始在德兰士瓦东北部运营, 是世界上最大的铜矿开采和冶金企业之一。
1968	收购昆士兰州中部的 Blair Athol 矿, 继续拓展澳大利亚的煤炭业务, 到 1970 年代中期, 公司在新南威尔士州最大的煤炭生产商 Coal&Allied 中获得了股份, 到 1993 年已拥有多数股权。 收购 Borax Holdings Ltd, 获得了世界领先的硼酸盐和硼化学品生产商。
1970	收购了 Pillar, 增加了公司不断增长的铝资产。
1977	在西澳大利亚收购 Dampier Salt 剩余 50% 的股份。
1985	与 BHP 成立了一家合资企业, 合作开发智利的 Minera Escondida 矿 (世界上最大的铜矿) 和葡萄牙的 Neves Corvo 铜锌矿, 从而扩展了公司的铜业务。
1988	公司将铅、锌和银权益与 North Broken Hill Peko 合并, 成立了新公司 Pasminco Ltd。2000 年, 公司收购了 North Broken Hill Peko (NorthLtd)。
1989	收购英国石油公司工业矿物业务, 经过这次收购, 力拓成为世界最大的铜生产商之一, 并在铁粉和钛白粉原料生产方面获得世界领先地位。
1992	出售了在 RioAlgomLtd 的权益, 退出了加拿大和澳大利亚的轴业务。2000 年, 公司收购了澳大利亚能源资源公司, 作为收购 NorthLtd 的一部分, 铀很快在澳大利亚重新上市。到 2007 年, 公司是世界第二大铀矿商, 直到 2019 年将纳米比亚的 Rössing 铀矿出售给中核集团。
1993	公司收购了美国的 Nerco 和 Cordero Mining Company, 并成立了 Rio Tinto Energy America。
1995	RTZ Corporation PLC (RTZ) 与澳大利亚 Con Zinc Rio Tinto Ltd (CRA) 合并, 在澳大利亚和英国的双重上市公司结构中成立了 RTZ-CRA。
1998	作为 1989 年收购 BP Minerals 的一部分, 公司收购了位于加拿大魁北克省的世界上最大的钛铁矿矿床, 以及位于 Sorel-Tracy 的大型冶金综合体。
2000	收购 North Ltd. 显著扩大了公司的铁矿石资产, 包括矿山、铁路和港口的产能。
2006	与艾芬豪矿业建立战略合作伙伴关系, 在蒙古建设和运营 Oyu Tolgoi, 该矿区的铜矿床后来成为世界上最大的铜矿之一。
2007	收购了 Alcan, 使公司成为铝材领域的全球领导者。
2011	子公司 Simfer S.A. 和几内亚政府于 4 月签署了一项和解协议, 确保了公司在几内亚的 Simandou 铁矿石项目的采矿权。次年, 公司与中铝的上市子公司中国铝业成立了一家合资企业, 以开发和运营该项目。
2012	公司将 Richards Bay Minerals (RBM) 南非矿砂开采和加工业务的持股翻了一番, 并收购了 BHP Billiton 37% 的股权。
2018	在 2017 年剥离 Coal&Allied 后, 公司成为了第一家停止生产煤炭的主要矿业公司。
2022	于 2022 年收购了 Rincon 锂项目, 这是一个位于阿根廷锂三角中心的大型未开发锂卤水项目; 并以 31 亿美元成功收购了加拿大矿业公司绿松石山资源有限公司 (Turquoise Hill Resources) 49% 的股权, 直接控制 Oyu Tolgoi 铜金矿 66% 的股份。

资料来源: 力拓官网, 中国银河证券研究院

**2. 南方铜业: 全球铜储量最大的公司。**南方铜业公司 (Southern Copper Corporation, SCCO) 是全球前五大综合铜生产商之一, 也是铜储量、资源量全球最大的公司, 主要产品包括铜、钼、锌和银。公司拥有 4 座在产主力铜矿山, Buenavista 和 La Caridad 位于墨西哥, Toquepala 和

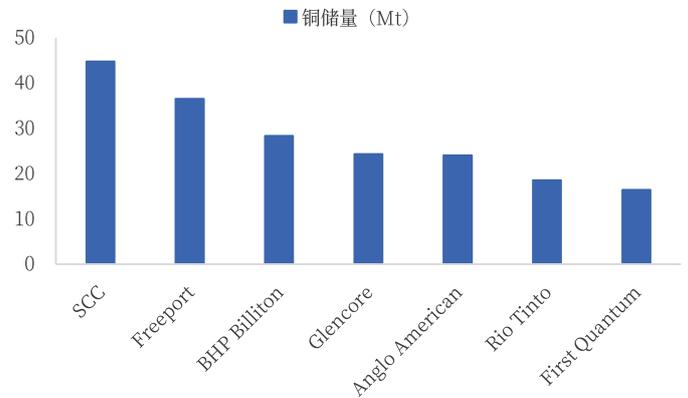
Cuajone 位于秘鲁，2023 年产铜 91.1 万吨。营收方面，2023 年南方铜业实现营业收入 99 亿美元，其中铜、钼、锌、银产品营收分别为 76、11、3、4 亿美元。

图21: 南方铜业矿山分布



资料来源: 南方铜业公告, 中国银河证券研究院

图22: 南方铜业铜储量全球第一



资料来源: 南方铜业公告, 中国银河证券研究院

**南方铜业的跨越式发展源于南秘鲁铜业与墨西哥矿业的合并:**

秘鲁南方铜业公司 (SPCC) 在 1952 年成立, 随后分别于 1960、1976 年分别开始秘鲁 Toquepala、Cuajone 铜矿的运营。墨西哥铜公司成立于 1968 年, 1979 年开始运营墨西哥 La Caridad 铜矿, 后于 1990 年收购 Cananea 铜矿 (后更名为 Buena Vista 铜矿)。

2005 年, SPCC 与墨西哥铜公司及其子公司合并, 更名为南方铜业, 进一步巩固了其在全球矿业市场的地位。2010 年, 南方铜业成为世界上铜储量最大的公司, 对铜矿资源控制力的显著增强。2018 年, 南方铜业以 4 亿美元收购了秘鲁的 Michiquillay 铜矿, 至 2020 年, 南方铜业的铜产量历史上首次突破 100 万吨。

表5: 南方铜业历史沿革

时间	事件
1952	南秘鲁铜业公司 (SPCC) 在美国特拉华州注册成立。
1954	秘鲁塔克纳 Toquepala 矿的开发工作始于 1956 年, 于 1960 年开始运营, 初始产能为 46,000 吨/天。
1968	墨西哥铜公司 (Mexicana de Cobre) 成立, 并开始在美国索诺拉州的 La Caridad 矿床进行勘探。
1974	La Caridad 开始建设, 这是世界上最大的采矿-冶金综合体之一。
1976	Cuajone 采矿综合体于 1976 年开始运营, 产能为 58,000 吨/天。
1978	Grupo Industrial Minera Mexico S.A. de C.V. 与墨西哥资本成立。La Caridad 选矿厂于 1979 年开始运营, 产能为 72,000 吨/天。
1985	La Caridad 钼厂于 1985 年开始运营, 处理能力为 2,000 吨/天。
1990	Grupo Industrial Minera Mexico S.A. de C.V. 收购了 Cananea 矿。
1991	SPCC 与秘鲁政府签署了一项基础协议, 并启动了一项 4.45 亿美元的资本投资计划。
1994	SPCC 从秘鲁政府收购了 Ilo 铜精炼厂, 当时该精炼厂的产能为 190,000 吨/年。
1996	秘鲁南方铜业 (SPCC) 于纽约证券交易所和利马证券交易所上市, 股票代码为 PCU。

2005	4 月，秘鲁南方铜业（SPCC）与墨西哥铜公司及其子公司合并，公司改名为南方铜业公司（SCC）。
2007	SCC 宣布投资 21.08 亿美元的计划，用于开发 TíaMaría 铜矿床（年产能 12 万吨铜）、扩建 Cuajone 和 Toquepala 矿山和选矿厂，并扩建冶炼厂和精炼厂。
2010	Southern Copper Corporation（SCCO）成为世界上铜储量最大的公司。公司发行了 15 亿美元的债券，用于其扩张计划。公司恢复了 Cananea 工厂的生产，并改名为 Buenavista del Cobre（“Buenavista”）。
2015	位于 Buenavista del Cobre 的新选矿厂投入运营，铜年产能为 188,000 吨。该计划还包括两家钼厂，总年产能为 4,600 吨。
2018	公司以 4 亿美元的购买价格收购秘鲁的 Michiquillay 铜矿项目。Michiquillay 是一个世界级的采矿项目，矿化物质估计为 11.5 亿吨，预计在超过 25 年的初始矿山寿命中，每年将生产 225,000 吨铜。
2018	当年第四季度，位于 Toquepala 的选矿厂 II 开始以每天 60,000 吨的日产能运行。
2020	公司铜产量历史上首次超过 100 万吨；达到 1,001,369 吨。

资料来源：南方铜业官网，中国银河证券研究院

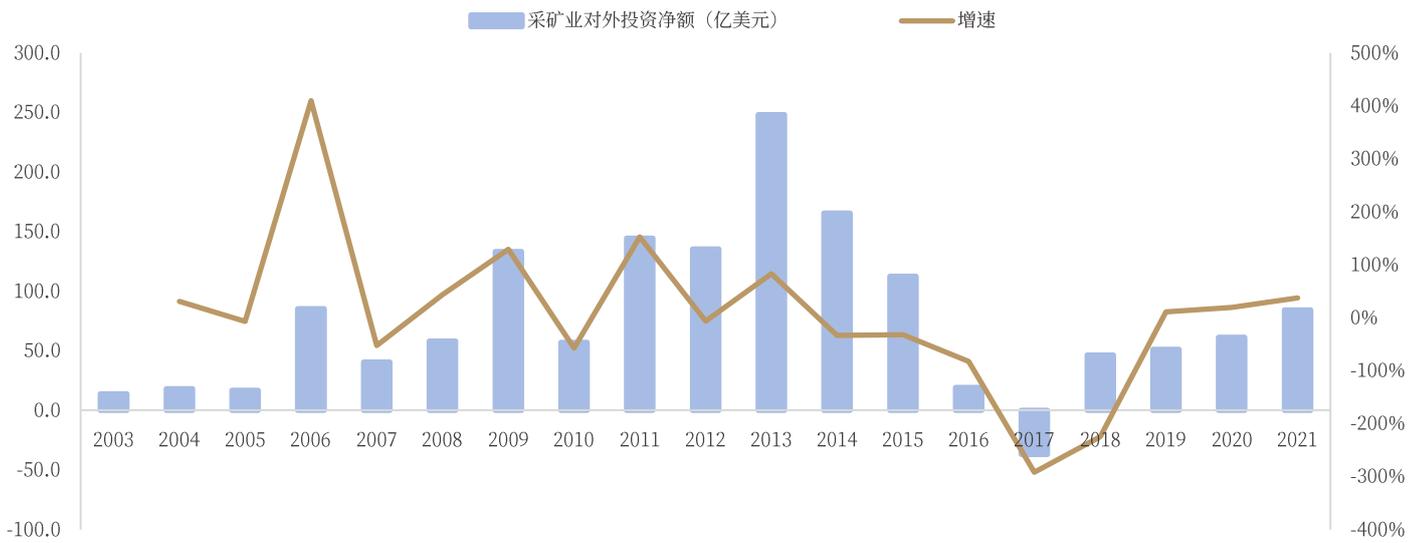
### 三、我国有色金属企业出海的机遇与挑战

#### （一）我国有色金属企业出海已迈出坚实步伐

在 2000 年“走出去”战略叠加中国经济进入新一轮高速增长期的双重助推下，我国有色企业出海并购进入快速发展阶段，以紫金矿业、五矿集团、中铝集团、洛阳钼业等为代表的一批国内大型有色企业开始发力海外矿山并购，历经多年海外有色金属矿产资源开拓的全球布局，至今已取得显著进展。根据标普全球市场情报及中国国际经济交流中心统计，截至 2021 年底，我国企业在海外拥有的矿业项目超过 400 个，分布地区主要在澳大利亚、非洲、拉丁美洲以及我国周边。其中，非洲几内亚、刚果（金）主要为铝土矿、钴矿，拉丁美洲巴西、智利等过主要为铜、铁、铅锌，阿根廷、玻利维亚、智利主要为锂，我国周边的印度尼西亚、菲律宾、马来西亚主要为镍矿。

根据国家统计局数据，2003-2021 年我国采矿业对外直接投资净额 1455 亿美元，根据《能源转型背景下关键矿产博弈与中国供应安全》统计，2002-2022 年我国对海外关键矿产铜/铜钴/铜金矿、锂矿、镍矿、锰/铜锰矿、铅矿、锌矿、铬矿/铬铁矿、稀土矿跨境并购的投资规模合计为 307.49 亿美元，出海的有色企业包括紫金矿业、中国五矿、天齐锂业、赣锋锂业、青山集团、华友钴业、江西铜业、中国有色等，并购矿产资源主要在澳大利亚、加拿大、南非、阿根廷、智利、印尼、刚果金、南非等国家。自 2017 年后，我国采矿业对外投资呈现加速上升的趋势。

图23: 2003年-2021年我国采矿业直接对外投资净额与增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

表6: 过去10年有色企业收购海外矿山的主要项目

出海企业	地区	矿种	收购时间	收购矿山	权益比例	交易对价
紫金矿业	刚果金	铜矿	2015	卡莫阿卡	45%	25.2亿人民币
	塞尔维亚	铜金矿	2018、2019	TimoK 铜	100%	7.14亿美元
	哥伦比亚	金矿	2019	武里蒂卡	69.28%	70.3亿元
	苏里南	金矿	2023	罗斯贝尔	95.00%	3.96亿美元
五矿集团	澳大利亚	铜、铅、锌、镍、金、银等	2009	OZ 旗下矿山	100%	13.86亿美元
	秘鲁	铜矿	2014	Las Bambas	62.50%	58.5亿美元
洛阳钼业	巴西	钨磷矿	2016	钨磷项目	100%	15亿美元
	刚果金	铜钴矿	2016	TFM	80%	37.86亿美元
赣锋锂业	澳大利亚	锂矿	2024	Goulamina	100%	3.43亿美元
		锂矿	2023、2024	Mali Lithium	100%	5.46亿美元
天齐锂业	澳大利亚	锂矿	2014	泰利森	51%	34.13亿人民币
	智利	锂矿	2018	SQM	22.16%	40.66亿美元
银泰黄金	纳米比亚	金矿	2024	Twin Hills	100%	3.68亿加元
中矿资源	津巴布韦	锂矿	2022	Bikita	100%	1.8亿美元
赤峰黄金	加纳	金矿	2022	Wassa	62%	2.91亿美元
	老挝	金铜稀土矿	2018	Sepon	90%	2.75亿美元
中铝集团	秘鲁	铜矿	2007	特罗莫克	91%	8.6亿美元
山东黄金	阿根廷	金矿	2017	贝拉德罗	50%	9.6亿美元
华友钴业	津巴布韦	锂矿	2022	Arcadia	100%	4.22亿美元
江西铜业	赞比亚	铜矿	2019	Kansanshi	100%	11.16亿美元

资料来源: 紫金矿业、洛阳钼业等公司公告、公司官网, 中国银河证券研究院

### 1、紫金矿业收购多个海外优质矿山

作为世界级多金属矿业巨头，截至 2023 年底公司在境外 15 个国家和中国 17 个省（自治区）拥有超过 30 座大型、超大型矿产资源开发基地。公司海外矿产投资涉足非洲、大洋洲、南美洲、欧洲、中亚及俄罗斯/蒙古，矿种包括铜、金、铅锌、锂等，先后并购了塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿及博尔铜矿、刚果（金）卡莫阿铜矿及科卢韦齐铜矿、苏里南罗斯贝尔金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿等多个优质海外矿山。

图24：紫金矿业海外项目分布



资料来源：紫金矿业公告、公司官网，中国银河证券研究院

紫金矿业从 2005 年开始出海并购，采取逆周期低成本并购策略成功获得多个海外优质矿山，经典海外并购矿山包括：

2007 年收购 ZGC 公司获得塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿（目前持股 70%），该矿山收购前亏损多年，紫金矿业收购后迅速扭亏为盈，目前塔吉克斯坦最大的黄金生产企业和首个且唯一生产高纯度的企业，金资源量 97 吨，品味 1.91 克/吨，2003 年产金 6 吨。新建 500 吨/日加压氧化项目于 2023 年建成投产，将年新增产能黄金 2.3 吨、铜 7,600 吨、银 11.5 吨。

2011 年收购吉尔吉斯斯坦左岸金矿 60% 股权，左岸金矿为吉尔吉斯斯坦第三大金矿，地处“亚洲金腰带”西天山世界级金成矿带，金资源量 44 吨，品味 3.94 克/吨，2003 年产金 4 吨。

2012 年、2015 年通过两次并购获得澳大利亚诺顿金田 100% 股权，是澳大利亚唯一的超大规模（年处理量 500 万吨）堆浸项目、澳大利亚本土最大黄金生产企业之一，位于西澳大利亚卡尔古利黄金带，拥有近 1,000 平方公里高潜力矿权区域，勘探前景可观，金资源量 44 吨，品味 3.94 克/

吨，2003 年产金 6.7 吨。Binduli 北 500 万吨/年低品位金矿堆浸项目、难处理金矿项目已投产，持续优化扩容，全面建成达产后最高年产黄金将达 7 吨。

2014 年、2016 年两次并购获得刚果金科卢韦齐铜矿 72% 权益（目前持股 67%），该矿山是刚果金境内的核心矿产铜企业之一，具备年产 12 万吨金属铜、3000 吨钴的生产能力，刚果（金）政府主要领导及国家矿业总公司多次称赞科卢韦齐铜矿是中刚合资的典范，铜资源量 251 万，品味 3.30%，钴资源量 3.8 万，品味 0.05%。2003 年产铜 12.8 万吨，钴 2306 吨。

2015 年通过持股艾芬豪矿业及卡莫阿控股有限公司持有卡莫阿-卡库拉铜矿约 45% 权益，为最大权益持有者。该矿为全球第四大铜矿，位于中非加丹加铜钴矿带，预期勘探增储潜力大。铜资源量 4266 万吨，品位 2.52%，2023 年产铜 39 万吨（100% 权益），2024 年 5 月 26 日三期采选工程建成投产后，铜产量将提升至 60 万吨。

2018 年、2019 年通过两次收购获得塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿 100% 权益。丘卡卢-佩吉铜金矿为世界级铜金矿山，上部矿带为高品位块状铜金矿，下部矿带为超大型斑岩型铜矿。上部矿带资源量 114 万吨，品位 2.43%，金资源量 58 吨，品位 1.25 克/吨；下部矿带铜资源量 1855 万吨，品味 0.76%，金资源量 385 吨，品味 0.16 克/吨。2023 年产铜 14 万吨，金 5 吨。

2018 年收购塞尔维亚博尔铜矿 63% 股权，该矿为世界级铜资产，项目原为亏损多年的拥有 5,000 多名员工的百年老企业，紫金矿业收购后半年内扭亏为盈，现已成为塞尔维亚规模最大和效益最好的企业之一。铜资源量 1,114 万吨，品味 0.45%，金资源量 384 吨，品位 0.16 克/吨。2023 年产铜 10 万吨，金 2 吨。紫金矿业在塞尔维亚的博尔铜矿与丘卡卢-佩吉铜金矿 2023 年联合产铜 24 万吨，是欧洲第二大矿山产铜企业；2025 年两座矿山全面完成改扩建工程后，铜矿产能有望联合达到 30 万吨/年。

2020 年通过收购大陆黄金 69.28% 股份持有哥伦比亚武里蒂卡金矿 69.28% 权益，武里蒂卡金矿为全球超高品位大型金矿，哥伦比亚第一座大型现代化地下矿山，被哥伦比亚政府认定为“国家战略利益项目”。金资源量 312 吨，品位 6.75 克/吨，银资源量 1060 吨，品位 22.92 克/吨。2023 年产金 8.3 吨。

2020 年完成收购圭亚那奥罗拉金矿 100% 股权，奥罗拉金矿为圭亚那唯一在产大型金矿项目，原为亏损停产企业，紫金矿业收购后，实现当年复产并贡献效益。金资源量 184 吨，品位 2.54 克/吨，2023 年产金 2.7 吨。该矿正在推进技改扩能及地采一期建设，达产后将形成年产黄金 4 吨以上产能。

2023 年收购苏里南罗斯贝尔金矿 95% 权益，为世界级黄金矿山，南美洲最大在产露天金矿之一，主矿区矿床深部及边部未封闭，找矿增储潜力大。项目原为亏损企业，紫金矿业收购后迅速扭亏为盈，现已成为公司产金大户和骨干盈利项目。金资源量 193 吨，品位 1.22 克/吨，2023 年（2-12 月）产金 7.5 吨，该矿采选厂提产扩建升级持续推进，全面达产后将形成年产黄金 10 吨产能。

表7: 紫金矿业海外并购矿山情况 (截至 2023 年底)

	矿山	国家	持股比例	项目状态	资源量	2023 年产量	股权并购	矿山简介
中亚及俄罗斯/蒙古	吉劳/塔罗金矿	塔吉克斯坦	70%	在产	金 97 吨 1.91 克/吨	金 6 吨	紫金矿业于 2007 年收购英国公司 CBML 持有的 100% 股权, 间接获得了塔吉克斯坦 ZGC 公司 75% 股权, 主导项目开发。目前紫金矿业持有 70% 股份、塔吉克斯坦政府持有 30% 股份。	吉劳/塔罗金矿收购前亏损多年, 紫金矿业收购后迅速扭亏为盈, 现已建设成为采、选、冶一体化矿山企业, 是塔吉克斯坦最大的黄金生产企业和首个且唯一生产高纯铜的企业。
	左岸金矿	吉尔吉斯斯坦	60%	在产	金 44 吨 3.94 克/吨	金 4 吨	紫金矿业于 2011 年收购左岸金矿 60% 股权、吉尔吉斯黄金股份有限公司持有 40% 股权	左岸金矿为吉尔吉斯斯坦第三大金矿, 地处“亚洲金腰带”西天山世界级金成矿带, 为采、选、冶一体化矿山企业, 生产规模 2500 吨/日。
	哈马戈泰铜金矿	蒙古	45.7%	勘探 + 筹建	铜 340 万吨 0.27%, 金 261 吨 0.21 克/吨		紫金矿业于 2022 年通过三个阶段协议收购获得矿山约 45.7% 权益, 最终于 2023 年 3 月完成交割, 成为哈马戈泰铜金矿第一大股东, 并将在项目预可研 (PFS) 交付或交割后 18 个月 (两者孰早) 后主导项目开发运营。	哈马戈泰高级勘探项目为世界级待开发铜金矿床, 位于蒙古国南戈壁省斑岩铜矿带, 矿体厚大, 主矿体沿走向及深部呈开放状态, 增储潜力大。
	克兹尔-塔什特克铅锌铜多金属矿	俄罗斯	70%	在产	锌 62 万吨 6.13%	锌 8.9 万吨, 铅 0.5 万吨	紫金矿业于 2006 年收购俄罗斯图瓦铅锌矿项目 70% 股权, 黑龙江龙兴国际资源开发集团有限公司持有 30%。	
欧洲	丘卡卢-佩吉铜金矿	塞尔维亚	100%	上部矿带在产 + 技改扩建, 下部矿带在建	上部矿带: 铜 114 万吨 2.43%, 金 58 吨 1.25 克/吨; 下部矿带: 铜 1,855 万吨 0.76%, 金 385 吨 0.16 克/吨	铜 14 万吨, 金 5 吨	紫金矿业于 2018 年、2019 年两次收购获得丘卡卢-佩吉铜金矿 100% 权益。	丘卡卢-佩吉铜金矿为世界级铜金矿, 上部矿带为高品位块状铜金矿, 下部矿带为超大型斑岩型铜矿。除丘卡卢-佩吉铜金矿外, 紫金矿业在塞尔维亚还持有世界级铜资产博尔铜矿, 2023 年联合实现矿产铜 24 万吨, 成为欧洲第二大矿产铜企业。至 2025 年, 紫金矿业在塞尔维亚持有的丘卡卢-佩吉铜金矿、博尔铜矿综合体将全面完成改扩建工程, 届时铜矿产能有望联合达到 30 万吨/年
	博尔铜矿	塞尔维亚	63%	在产 + 技改扩建	铜 1,114 万吨 0.45%, 金 384 吨 0.16 克/吨	铜 10 万吨, 金 2 吨	紫金矿业于 2018 年增资获得塞尔维亚国有铜业公司 63% 股权, 并更名为塞尔维亚紫金博尔铜业有限公司。	博尔铜矿为世界级铜资产, 项目原为亏损多年的拥有 5,000 多名员工的百年老企业, 紫金矿业收购后, 半年内扭亏为盈, 现已成为塞尔维亚规模最大和效益最好的企业之一。
非洲	卡莫阿-卡库拉铜矿	刚果金	45%	在产 + 技改扩建	铜 4,266 万吨 2.52%	铜 39 万吨 (100% 权益)	紫金矿业持有卡莫阿-卡库拉铜矿约 45% 权益, 为最大权益持有者。2015 年 5 月, 紫金矿业收购艾芬豪矿业持有的卡莫阿控股有限公司 49.5% 股权, 间接持有卡莫阿-卡库拉项目 39.6% 的权益; 紫金矿业还持有艾芬豪矿业 13.59% 的股权, 是其第二大股东。	卡莫阿-卡库拉铜矿为世界级超高位近地表大型铜矿, 位于中非加丹加铜钴矿带, 预期勘探增储潜力大。

	科卢韦齐铜矿	刚果金	67%	在产	铜 251 万吨 3.30%, 钴 3.8 万吨 0.05%	铜 12.8 万吨, 钴 2,306 吨	紫金矿业于 2014 年、2016 年两次并购获得矿山 72% 权益; 2024 年初向刚果(金)政府出让 5% 股权, 转让完成后, 持有权益 67%。	刚果(金)境内的核心矿产铜企业之一, 具备年产 12 万吨金属铜、3000 吨钴的生产能力。刚果(金)政府主要领导及国家矿业总公司多次称赞科卢韦齐铜矿是中刚合资的典范。
	碧沙锌铜矿	厄立特里亚加什	55%	在产	锌 285 万吨 3.87%, 铜 76 万吨 1.03%	锌 11.7 万吨, 铜 1.8 万 吨	紫金矿业于 2019 年完成碧沙铜锌矿 60% 权益交割。目前紫金矿业持有碧沙铜锌矿 55% 权益, 厄立特里亚国家矿业公司 ENAMCO 持有 45%。	碧沙锌铜矿为厄立特里亚最大的在产锌矿项目, 开采规模为 240 万吨/年。
	马诺诺锂矿东北部勘探项目	刚果金	61%	勘探 + 筹建			2023 年 10 月 23 日, 紫金矿业境外子公司金祥锂业与刚果矿业开发股份有限公司 (COMINIÈRE) 的合资公司曼诺诺锂业(金祥锂业持有 61% 股权, COMINIÈRE 持有 39% 股权), 获得曼诺诺锂矿东北部项目的探矿权 (编号 PR15775)。	马诺诺锂矿为全球已发现的最高品位未开发富锂 LCT (锂、铯、钽) 伟晶岩矿床之一, 具备大规模露天开发条件和良好开发前景。紫金矿业于 2023 年 10 月受邀与刚果矿业开发股份有限公司合作勘探开发马诺诺锂矿东北部绿地项目 (编号 PR15775 探矿权)。
	加拉陶铂族金属矿	南非	74%	筹建	铂 710 吨, 钯 503 吨, 金 57 吨, 铑 91 吨		紫金矿业于 2015 年、2019 年通过两次并购获得恩科维铂业有限公司 (以下简称“恩科维”) 100% 控股。恩科维持有加拉陶铂族金属矿 74% 权益、南非 BEE 公司 Genorah 持有 26% 权益。	加拉陶铂族金属矿位于世界著名布什维尔杂岩体铂族矿成矿区域, 资源量大、矿体稳定, 具备开发成为大型铂族矿山的潜力。
大洋洲	诺顿金田	澳大利亚	100%	在产 + 技改扩建	金 356 吨 1.14 克/吨	金 6.7 吨	紫金矿业于 2012 年、2015 年通过两次并购获得诺顿金田 100% 股权。	诺顿金田为采、选、冶联合工艺黄金生产企业, 已建成帕丁顿和 Binduli 两大运营中心, 是澳大利亚唯一的超大规模 (年处理量 500 万吨) 堆浸项目、澳大利亚本土最大黄金生产企业之一。位于世界著名的西澳大利亚卡尔古利黄金带, 拥有近 1,000 平方公里高潜力矿权区域, 勘探前景可观。
	波格拉金矿	巴布亚新几内亚	24.5%	在产			紫金矿业于 2015 年收购巴理克 (新几内亚) 有限公司 50% 股权和 50% 债权, 获得波格拉金矿 50% 的权益。2020 年 4 月因矿权到期进入停产; 经谈判协商 2023 年 10 月获巴布亚新几内亚官方颁发特别采矿租约; 2023 年 12 月 22 日全面复产。紫金矿业目前间接持有波格拉金矿 24.5% 权益。	波格拉金矿为全球十大黄金矿山之一、巴布亚新几内亚第二大金矿。
南美洲	武里蒂卡金矿	哥伦比亚	69.28 %	在产 + 扩建	金 312 吨 6.75 克/吨, 银 1,060 吨 22.92 克/吨	金 8.3 吨	紫金矿业于 2020 年完成大陆黄金 69.28% 股份收购, 大陆黄金 100% 持有哥伦比亚武里蒂卡金矿权益。	武里蒂卡金矿为全球超高品质大型金矿, 哥伦比亚第一座大型现代化地下矿山, 被哥伦比亚政府认定为“国家战略利益项目”。
	罗斯贝尔金矿	苏里南	95%	在产 + 技改	金 193 吨 1.22 克/吨	金 7.5 吨 ( 2-12 月)	紫金矿业于 2023 年 2 月完成罗斯贝尔金矿 95% 权益收购, 苏里南政府公司 Grassalco 持有 5% 权益。	罗斯贝尔金矿为世界级黄金矿山, 南美洲最大在产露天金矿之一, 主矿区矿床深部及边部未封闭, 找矿增储潜力大。项目原为亏损企业, 紫金矿业收购后迅速扭亏为盈, 现已成为公司产金大户和骨干盈利项目。
	奥罗拉金矿	圭亚那	100%	在产 + 技改扩建	金 184 吨 2.54 克/吨	金 2.7 吨	紫金矿业于 2020 年完成圭亚那金田 100% 股权收购。	奥罗拉金矿为圭亚那唯一在产大型金矿项目, 原为亏损停产企业, 紫金矿业收购后, 实现当年复产并贡献效益。

3Q 锂盐湖	阿根廷	100%	在建	锂 (LCE) 854 万吨 624mg/L	紫金矿业于 2022 年初完成加拿大新锂公司获得 LIEX 公司 100% 股权收购, LIEX 公司核心资产为 3Q 锂盐湖。	3Q 盐湖锂矿位于南美著名“锂三角”, 为全球同类项目中规模最大、品位最高项目之一。矿权面积覆盖整个盐湖表面和卤水湖, 资源量大、总体资源禀赋好, 具有较好找矿前景和较大扩产潜力。
白河铜钼矿	秘鲁	51%	筹建	铜 1132 万吨 0.47%, 钼 45.8 万吨 0.02%	紫金矿业与铜陵有色金属集团控股有限公司、厦门建发股份有限公司等分别持有白河项目 51%、35%和 14% 的股权。	白河铜钼矿为全球十大未开发铜矿之一, 为世界级超大型低品位斑岩矿体, 位于秘鲁北部和厄瓜多尔南部新生代大陆岩浆弧内, 找矿勘探前景广阔。

资料来源: 紫金矿业公告、公司官网, 中国银河证券研究院

## 2、五矿集团（含中冶）收购海外多个矿山

五矿集团在亚洲、大洋洲、南美和非洲等地共拥有矿山 38 座, 其中海外矿山 15 座, 包括秘鲁拉斯邦巴斯铜矿、澳大利亚杜加尔河锌矿、巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿等世界级优质矿山。出海并购方面, 五矿集团在 2009 年全资并购澳大利亚 OZ 矿业, 2014 年并购当时全球最大在建铜矿山秘鲁邦巴斯铜矿, 下属中国中冶收购巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿都是经典海外有色矿山并购案例。

2009 年收购澳大利亚 OZ 公司获得多个上游资源项目。五矿集团于 2009 年以 13.86 亿美元收购澳大利亚 OZ 公司旗下多个矿山。2008 年目标资产评估资源量 (金属量) 铜 350 万吨、锌 1820 万吨、铅 260 万吨、镍 20 万吨、金 174 吨、银 9725 吨, 其拥有的锌和铅资源分别相当于我国 2007 年查明储量的 18.74%/6.28%。

2014 年收购 Las Bambas 铜矿, 最终交割金额为 70.05 亿美元, 是当时中国金属矿业史上最大的境外收购, 该矿山是当时全球最大的在建铜矿项目。铜资源量 768 万吨、银资源量 3661 吨、金资源量 43.8 吨、钼资源量 20 万吨, 2016 年 7 月 1 日实现商业化生产。该矿是全球最大铜矿之一, 每年额定处理量为 5,110 万吨矿石, 2023 年产铜 30.2 万吨。

2004 年中冶集团 (后并入五矿集团) 与巴新政府及合作方签订瑞木镍钴矿项目合作框架协议。2005 年, 中冶瑞木镍钴有限公司 (中冶瑞木) 正式成立。该项目镍资源量 126 万吨、钴资源量 14 万吨, 成为中企境外最大镍钴矿投资项目, 2012 年 12 月进入生产运营阶段, 2016 年 10 月达到设计产能, 2017 年实现全面达标和盈利, 当年生产金属镍 3.5 万吨, 平均达产率为 108%。2023 年产氢氧化镍钴含镍 33,604 吨、含钴 3,072 吨。

表8: 五矿集团海外并购矿山情况 (截至 2023 年底)

矿山	国家	持股比例	项目状态	资源量	2023 年产量	股权并购	矿山简介
Las Bambas	秘鲁	62.5%	在产	铜 768 万吨、 银 3661 吨、 金 43.8 吨、 钼 20 万吨	铜 30.2 万吨	2014 年五矿集团旗下 MMG、国新国际投资有限公司和中信金属有限公司组成的联合体与嘉能可达成 Las Bambas 铜矿项目股权收购协议。	采用传统选矿方法生产铜精矿, 副产品包括金、银和钼精矿, 矿山年限预计在 20 年以上。2016 年 7 月 1 日实现商业化生产。是全球最大铜矿之一, 每年额定处理量为 5,110 万吨矿石, 原设计每年生产铜精矿含铜约 280,000 - 320,000 吨。
Kinsevere	刚果金	100%	在产	铜 106 万吨、 钴 3.7 万吨	铜 4.4 万吨	2012 年五矿集团旗下五矿资源收购 Anvil, 包括位于刚果金的 Kinsevere 矿山和 Mutoshi 项目。	矿山自 2007 年开始运营, 2012 年被 MMG 收购。地理条件优越, 大部分开采区域可以不需要爆破, 每年能够持续提供 39,000 - 44,000 吨的电解铜产量产能

Dugald River	澳大利亚	100%	在产	锌 667 万吨、铅 91 万吨	锌精矿 15.2 万吨	2009 年五矿集团收购 OZ 公司旗下多个矿产项目包括此矿。	全球十大锌矿之一，矿体规模庞大，预计矿山年限达 20 年以上，年均矿石处理量 170 万吨。矿山主要生产锌精矿，副产品包括铅和银。2017 年 11 月 8 日产出首批锌精矿。预计每年可生产约 175,000 - 190,000 吨锌精矿含锌。
Rosebery	澳大利亚	100%	在产	锌 1401 万吨、铅 46 万吨、铜 4 万吨	锌 5.2 万吨，铅 1.9 万吨	2009 年五矿集团收购 OZ 公司旗下多个矿产项目包括此矿。	Rosebery 自 1936 年起运营，至今已经运营近 90 年。预计每年生产锌精矿含锌约 50,000 -60,000 吨。矿山一直保持着卓越的运营业绩，2018 年在开采、研磨、锌当量产量和已出售产品的应付金属方面均创新高。
Khoemacau	博茨瓦纳	100%	在产	铜 637 万吨、银 7456 吨		2024 年 3 月五矿集团旗下 MMG 完成该矿山收购。	科马考是一座长寿命铜银矿，位于非洲最具前景的卡拉哈里铜矿带。2022 年实现全面生产。2024 年计划产铜 4-5 万吨，未来可新增到 13 万吨以上，预期矿山寿命超过 20 年。
瑞木镍钴矿	巴布亚新几内亚	57%	在产	镍 126 万吨、钴 14 万吨	氢氧化镍 钴 含镍 33,604 吨、含钴 3,072 吨	2004 年中冶集团与巴新政府、外方合作公司缔结开发框架协议。2005 年，中冶集团与合作方签署项目《主协议》、《联营体协议》。	采选冶一体的世界级矿业项目，设计服务年限 20 年，远景储量有望支持 40 年。项目由红土矿露天开采、管道矿浆输送、高压酸浸湿法冶金、深海尾矿排放等主体工艺和配套设施组成。项目生产镍钴中间产品，折合金属当量约为镍 32,601 吨/年，钴 3,335 吨/年。项目于 2012 年完成建设，同年进入生产期。

资料来源: MMG 官网、五矿资源公告、五矿集团公告, 中国银河证券研究院

### 3、洛阳铝业收购刚果金 TFM、KFM 铜钴矿和巴西铌磷矿

2016-2017 年洛阳铝业先后完成对 TFM 铜钴矿 80% 的权益收购，该矿矿区面积超过 1,500 平方公里，是全球储量最大、品位最高的矿山之一。铜资源量 3063 万吨，品位 2.25%，钴资源量 334 万吨，品位 0.25%。2023 年铜产量 28.03 万吨，钴产量 2.17 万吨。在完成混合矿项目 3 条产线建设后，TFM 铜产能将达到 45 万吨，钴 3.7 万吨。

2020 年公司收购刚果金 KFM 铜钴矿 95% 股权（目前持有 KFM 铜钴矿 71.25% 权益），该矿铜资源量 401 万吨，品位 2.07%，钴资源量 190.5 万吨，品位 0.99%。该矿铜产能 9 万吨，钴产能 3 万吨以上。2023 年，KFM 铜金属产量为 11.37 万吨，钴金属产量为 3.39 万吨。

2016 年公司收购巴西铌磷业务。公司于巴西境内运营的 CMOC Brasil Mineracao Industria E Participacoes Ltda. 是全球第二大铌生产商及巴西境内第二大磷肥生产商。公司持有的 CIL 磷矿和 NML 铌矿合计拟资源量 203.6 万吨，磷资源量 8222.63 万吨。2023 年，铌产量 9515 吨，磷肥（高浓度磷肥+低浓度磷肥）产量 117 万吨，创历史新高。

### 4、中国铝业集团收购秘鲁特罗莫克铜矿

中国铝业集团于 2007 年收购秘鲁特罗莫克（Toromocho）铜矿全部股权，收购时的铜资源量为 1200 万吨，占当年我国国内铜资源总量的 19%，年产铜金属规模可达约 25 万吨，相当于当时我国铜精矿年产量的三分之一。截至 2022 年底特罗莫克铜矿资源量 912.14 万吨，2022 年铜精矿产量 24.4 万吨。扩建项目完成后铜精矿（含铜）产量有望增至 30 万吨。

除上述海外有色矿山并购案例外，青山集团、赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业、中矿资源、赤

峰黄金等有色企业也有诸多经典海外并购矿山。

## (二) 新形势下我国有色金属企业出海收购的挑战

**西方国家颁布对关键矿产资源的重视政策。**新形势下有色矿产资源对清洁能源及国防的重要性越发凸显，而随着资源开发深入，存量矿山在多年消耗下寿命和品位逐年下降，新矿山开采周期长、供给增速慢，世界各国逐渐意识到关键矿产资源保护的重要性。为加强关键矿产保护，全球矿产资源国通过结盟、制定政策法规以及提供资金等方式加强关键矿产保障和供应。

结盟和协议方面，2022年6月，为刺激政府和私营部门的矿产投资，在美国政府牵头下，澳大利亚、加拿大、芬兰、法国、德国、日本、韩国、瑞典、英国、美国、欧盟等建立矿产安全伙伴关系(MSP)。同年，澳大利亚与印度达成《澳大利亚和印度关键矿产合作协议》以加强关键矿产资产和供应链方面的合作。2023年3月美国和日本达成《美国和日本关键矿产协议》，针对电池矿产(锂、镍钴、石墨和锰)帮助日本汽车制造商和关键矿产加工企业获取《通胀削减法案》补贴。

政策和法规方面，2022年美国颁布史上最重大的气候相关法案《通胀削减法案》，动用约3,700亿美元为新能源行业和供应链提供资金和税收抵免，显著提升了投向关键矿产的公共资金。2023年3月欧盟发布《关键原材料法案》提出建立关键矿产集中采购组织，初步提出针对关键矿产在欧盟集团内部‘汇总需求’并建立采购体系。此外，加拿大和英国也修订了《关键矿产战略》。

资金补助方面，澳大利亚出口融资局设立关键矿产基金弥补关键矿产项目的民间资金短缺，2022年同意向澳大利亚矿企 Iluka Resources 贷款 10.5 亿美元在西澳建造稀土精炼厂。澳大利亚政府从总额 150 亿美元的国家重建基金中拨款帮助关键矿产企业在国内建设加工、精炼产能。美国能源部贷款计划办公室向美国电池回收商 Redwood Materials 提供了 20 亿美元的有条件贷款，用于在内华达州建造一座电池材料回收厂；向美国矿业企业 Loneer 提供 7 亿美元的有条件贷款，用于在内达华州建设 Rhyolite Ridge 锂和硼项目。

表9：各国政府加强关键矿产保护相关举措

三类政府举措		各国具体举措示例	
联盟和协议	关键矿产政府间战略合作或贸易保护协议	矿产安全伙伴关系 (Minerals Security Partnership, MSP) 2022年6月	矿产安全伙伴关系由美国政府牵头旨在刺激政府和私营部门的矿产投资。合作政府包括澳大利亚、加拿大、芬兰、法国、德国、日本、韩国、瑞典、英国、美国和欧盟。
		《澳大利亚和印度关键矿产合作协议》2022年6月	澳大利亚与印度政府希望加强关键矿产资产和供应链方面的合作。
		《美国和日本关键矿产协议》2023年3月	该协议主要针对电池矿产(锂、镍钴、石墨和锰)，旨在帮助日本汽车制造商和关键矿产加工企业获取美国2022年《通胀削减法案》提出的补贴。
政策和法规	保护、保障和发展关键矿产及其供应链的法律法规或政策	美国《通胀削减法案》2022年8月	美国史上最重大的气候相关法案，动用约3,700亿美元，为新能源行业和供应链提供资金和税收抵免，显著提升了投向关键矿产的公共资金。
		欧盟发布《关键原材料法案》2023年3月	提出建立关键矿产集中采购组织。该法案初步提出针对关键矿产在欧盟集团内部‘汇总需求’并建立采购体系。
		加拿大修订《关键矿产战略》2022年12月	
		英国修订《关键矿产战略》2023年3月	

资金补助	针对关键矿产及其供应链投资项目的政府直接资助和政府支持基金	为支持关键矿产项目开发，澳大利亚出口融资局 (Export Finance Australia) 设立关键矿产基金以弥补关键矿产项目的民间资金短缺。	2022 年，该机构同意向澳大利亚矿业企业 Iluka Resources 贷款 10.5 亿美元，用于在西澳大利亚州建造一座综合稀土精炼厂。
		澳大利亚政府成立总额 150 亿美元的国家重建基金 (NRF, National Reconstruction Fund)	澳大利亚政府从资金规模达 150 亿美元的国家重建基金中拨款帮助关键矿产企业在国内建设加工、精炼或生产能力。
		美国能源部贷款项目办公室有超过 1000 亿美元的贷款授权，帮助企业在美国部署和扩大创新的清洁能源、先进的运输和部落能源项目，并设立有 2500 亿美元的新贷款授权，帮助重新调整或重新使用能源基础设施，适应低碳经济。	美国能源部贷款计划办公室向美国电池回收商 Redwood Materials 提供了 20 亿美元的有条件贷款，用于在内华达州建造一座电池材料回收厂；向美国矿业企业 Loneer 提供 7 亿美元的有条件贷款，用于在内达州建设 Rhyolite Ridge 锂和硼项目。

资料来源：普华永道《全球矿业报告》、《澳大利亚矿业报告》、中国科学院科技战略咨询研究院、中国银河证券研究院

**贸易投资保护主义抬头，矿产国资源政策收紧。**矿产资源国对外资控制矿产资源采取国有化收归并进行直接管理。2022 年 11 月，加拿大政府收紧外国国有企业对其关键矿产领域的投资审查，加拿大政府创新、科学和经济发展部发布《命令外国公司剥离对加拿大关键矿产公司投资的公告》，要求中矿资源、盛新锂能、藏格矿业三家中国上市锂矿公司在 90 日内剥离其在加拿大锂矿公司的股权。2023 年 4 月，智利宣布拟将其锂产业国有化，且所有私营锂矿企业都必须与政府合作，当年 12 月，天齐锂业持股 22.16% 的智利锂矿商 SQM 在未经股东大会投票的情况下与智利国家铜业公司就 2025-2060 年间阿塔卡马盐湖运营开发达成谅解备忘录，智利国家铜业公司将获得项目大部分收益。2022 年 4 月，墨西哥实施锂矿国有化法案，将锂升级为战略矿产，国家享有锂资源勘查、开发和利用的专营权，成立国有矿业公司负责锂矿的开采利用，国内外私人企业不得进入锂开采行业。2022 年 6 月，吉尔吉斯斯坦实施新版矿业法案，要求仅向国家占股至少 2/3 的经营实体和国有企业授予采矿权；在拍卖或竞标中获得大中型金矿开发权的法人或自然人，必须在吉尔吉斯斯坦设立法人实体，且实体中国家参股不少于 30%；在产品分成协议中，国家份额不得低于 30%。此外，近年来坦桑尼亚、刚果金、南非、加纳、智利、秘鲁、巴西、美国、澳大利亚、哈萨克斯坦、菲律宾等多国通过提高税费等方式从本国矿产资源开发中获取更多收益。

表10: 近年各国提高税率/特许权使用费率具体政策示例

国家	提高税率/特许权使用费率具体政策
坦桑尼亚	2018 年实施新矿业法，提高了黄金、铜、白银、铂金、铀的特许权使用费，要求政府持有采矿项目 16% 的股权。
刚果金	2018 年要求本国公民持有矿企 10% 的干股，将资源税率由净销售收入的 2% 提高至毛销售收入的 3.5%，对意外暴利征收 50% 的税收。
南非	对煤炭和铂金的超额利润征收 50% 的暴利税，对探矿权出让征收 50% 的利得税。
加纳	对钻石和黄金征收 35% 的所得税，对超额利润征收 10% 的暴利税
智利	2021 年 5 月将铜、锂的特许权使用费率提高至 3%，并对铜征收暴利税，当铜价介于每磅 2~2.5 美元时，税率为 15%，当铜价超过每磅 4 美元时，税率达 75%。
秘鲁	2021 年 6 月提高矿业税率。
巴西	考虑提高采矿业税率，北部帕拉州于 2021 年 4 月提高了铁矿石、铜、锰和镍的税率。
美国	内华达州 2021 年 6 月对销售收入在 2000 万~1.5 亿美元之间的黄金和白银矿商征收 0.75% 的消费税，对高于 1.5 亿美元的销售收入征收 1.1% 的消费税。
澳大利亚	计划对铁矿石、镍、煤实行租金税，已对矿业利润征收 30% 的税。
哈萨克斯坦	2022 年将在交易所交易金属（铁矿石、铬矿、锰矿等）的采矿税提高 50%，其他固体矿产的采矿税提高 30%。
菲律宾	2022 年讨论将对国内矿业征税占 GDP 5% 的特许权使用费，对重点矿种原矿石出口征收 10% 的出口关税。

资料来源：《能源转型背景下关键矿产博弈与中国供应安全》王永中等，中国银河证券研究院

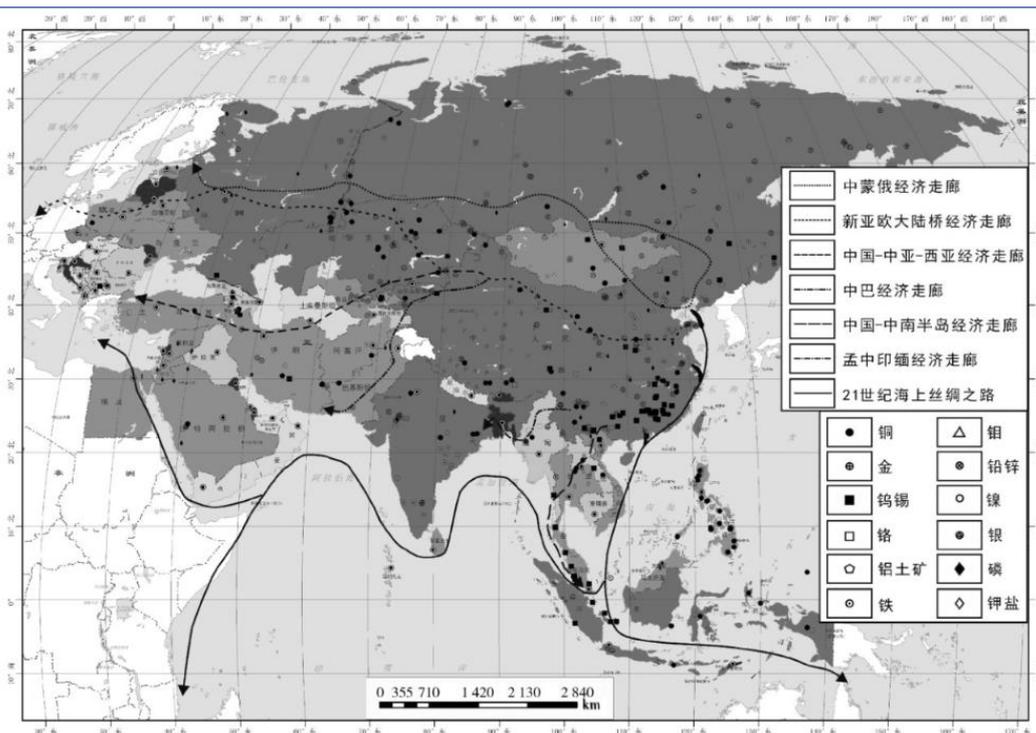
新形势下矿产资源国更加重视 ESG、环境保护、社区居民生活水准提升、劳工福利等方面，例

如 2021 年五矿集团在秘鲁的邦巴斯铜矿因社区堵路而停产，2022 年塞尔维亚政府由于环保抗议撤销力拓投资的贾达尔锂矿项目，同年刚果金法院根据国家矿业公司指控限制洛阳钼业铜钴矿产品销售和出口等，我国有色企业出海并购面临更复杂的环境和更高的风险。

### （三）“一带一路”高瞻远瞩，是未来我国有色企业出海资源开发宝地

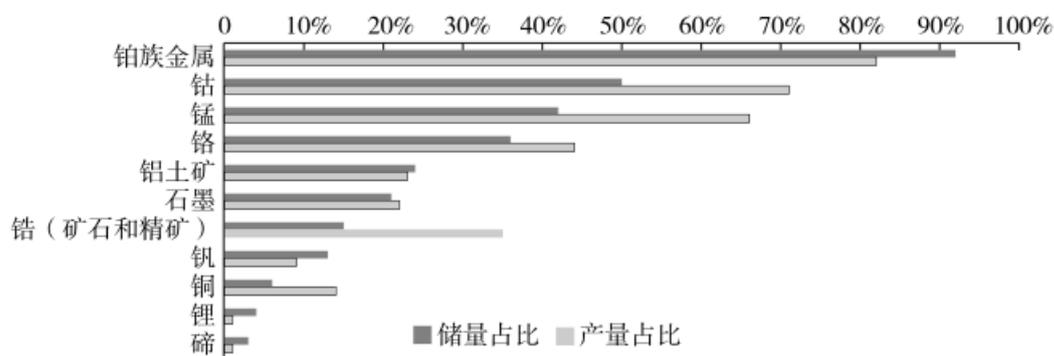
一带一路沿线的中亚、东南亚、非洲、中东地区均处于世界重要成矿带上，成矿条件优越，矿产资源种类全，根据中国国土资源经济研究院统计，一带一路沿线国家矿种接近 200 种，占全球 60%。中亚地区多种重要战略有色矿产资源储量居世界前列，哈萨克斯坦的钨、铀等储量均居世界首位；哈萨克斯坦的铬、锰，吉尔吉斯斯坦的汞，塔吉克斯坦的白银和乌兹别克斯坦的黄金储量居世界前列；铜、稀土、锡、锑、铅锌矿等也较为丰富。根据中国地质调查局和美国地质调查局统计，非洲地区的铂族和锰储量资源量占世界比例高于 60%，铝、钴占全球超 30%，供应了全球 19% 的铝、18% 的金以及 11% 的铜，其中，刚果(金)拥有全球 57% 的钴储量；南非拥有全球 42% 的锰储量；几内亚有全球 24.6% 的铝土矿。东南亚地区位于环太平洋成矿域西南段、特提斯成矿域东段，是二者交汇地带，成矿条件有利，优势有色矿产有铜、铬、镍、铝土矿、金、钾盐和锡，与我国具有较强的优势互补性。中东地区油气资源高度集中，低成本能源及优越的地理位置有利于发展铝产业、建设氧化铝厂。

图25：“一带一路”沿线国家级重要固体矿产资源分布图



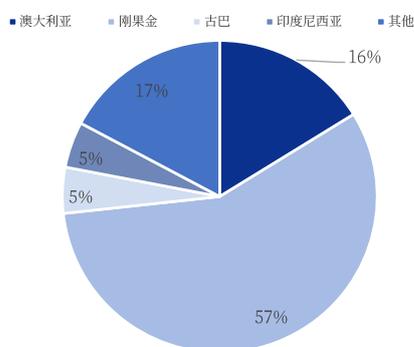
资料来源：《“一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征与潜力分析》陈喜峰等，中国银河证券研究院

图26: 非洲关键矿产储量和产量全球占比



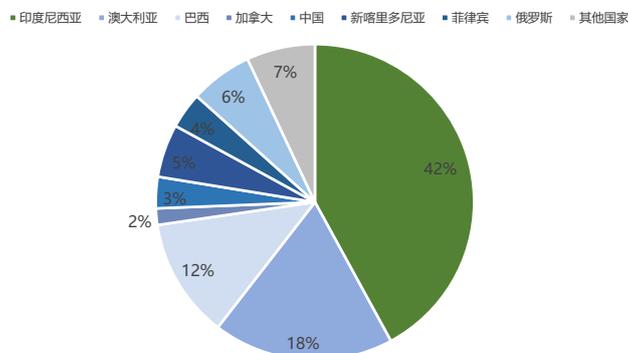
资料来源: 《非洲关键矿产的大国竞争: 动因、特征与影响》周玉渊, 中国银河证券研究院

图27: 2023 年全球钴储量分布



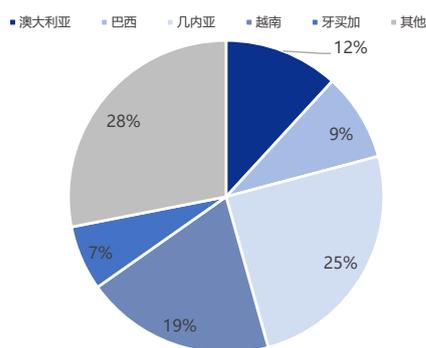
资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

图28: 2023 年全球镍储量分布



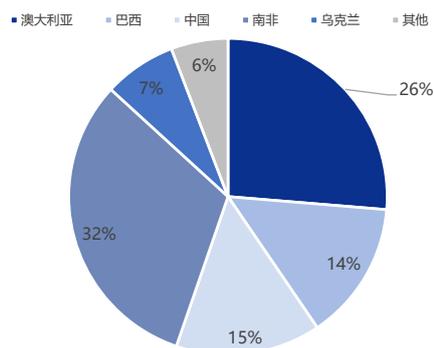
资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

图29: 2023 年全球铝土矿储量分布



资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

图30: 2023 年全球锰储量分布



资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

“一带一路”倡议提出至今近 11 年间, 我国持续深化与共建“一带一路”国家的关键矿产资源合作, 对促进我国与共建“一带一路”国家经济发展、构建人类命运共同体具有深远的战略意义。同时, 我国仍不断深化与共建“一带一路”国家的关键矿产合作, 提出新的绿色、包容、可持续的关键矿产合作理念, 开创新的合作方式, 建立适应当前全球矿业新形势的合作机制等。

表11: 近年我国与“一带一路”国家联合声明、行动计划有关矿产资源的表述

时间	政策文件	相关表述
2024年9月	《中华人民共和国和津巴布韦共和国关于深化和提升全面战略合作伙伴关系、构建高水平中津命运共同体的联合声明》	双方将加强矿产领域互利合作,包括稀土和关键矿产管理政策经验交流。津方将进一步改善和优化营商环境,欢迎中国企业投资津巴布韦新能源价值链开发项目,支持津产业链升级和提升自主发展能力。
2024年7月	《中华人民共和国和哈萨克斯坦共和国联合声明》	指出双方重视可再生能源、关键矿产、创新、数字经济、粮食安全、农业、交通、货运、物流等新兴领域合作。
2024年6月	《中华人民共和国和巴基斯坦伊斯兰共和国联合声明》	指出中巴矿业合作是两国产业合作的重要突破口,双方同意加强矿业合作长远规划,共同推动落实《关于在中巴经济走廊框架下加强矿业开发与产业合作的协议书》,积极开展地质调查,开展地矿领域联合研究和人才培养。双方愿积极推动中资企业开展对巴矿业投资合作,共同加强包括矿石深加工在内的矿业产业园区规划。
2024年1月	《中华人民共和国和乌兹别克斯坦共和国关于新时代全天候全面战略合作伙伴关系的联合声明》	双方愿进一步深化地质调查、矿产资源特别是关键金属勘查与开发利用等领域务实合作,支持两国企业开展矿业投资合作。
2023年10月	《中华人民共和国和印度尼西亚共和国关于深化全方位战略合作的联合声明》	双方将深化资源禀赋和产能优势互补,打造更多优质合作项目,包括深化矿产加工合作以加强本地价值创造。国家层面的友好关系也将有利于我国有色企业进入投资。
2023年10月	《中华人民共和国和巴布亚新几内亚独立国联合声明》	推动发展战略对接,拓展贸易投资、银行金融、农林渔业、基础设施建设、能源矿产、绿色发展、海洋资源管理保护及研究等领域务实合作。
2022年12月	《中华人民共和国和海湾阿拉伯国家合作委员会战略对话2023年至2027年行动计划》	深化中国与阿盟的合作,为矿业合作带来了新机遇。

资料来源:中国一带一路网、新华社,中国银河证券研究院

有别于澳大利亚、美国、加拿大、俄罗斯、巴西等传统矿产资源大国,中亚、东南亚、非洲地区外资并购矿产资源时将面对更多挑战,如存在政策法规不透明或频繁变动、外资准入限制、基础设施落后、服务配套不完善以及社会稳定性弱等问题。但由于这些地区的国家普遍为发展中国家,有较强的经济发展潜力,具备强烈的利用矿产资源助推经济发展的意愿,拥有更强的交易动力,并与我国有着良好的外交关系。因此,在新形势下中国有色企业凭借自身的资金实力、技术优势和丰富的开发经验,能够寻找到更多合适的并购机会,来拓宽国际市场,进一步提升自身的全球竞争力。

## 四、投资建议

战略性矿产资源对国家经济、国防和战略性新兴产业的发展至关重要,是推进中国式现代化建设行稳致远的重要基础。世界百年未有之大变局,全球局势不断变化对中国的矿产资源安全保障与供应安全提出了新的挑战。各类关于国家安全的政策相继出台,关键矿产资源与产业链供应安全已然成为国家安全体系中的重要一环。而在微观层面,出海收购矿山也是国内有色企业发展壮大的必然之路,2003-2022年,全球40大矿企市值由2003年的387亿美元增长至1225亿美元,增长超3倍,其中超三分之一进行了整合。必和必拓、力拓、南方铜业等国际矿业巨头通过一系列成功的跨国并购,积累了雄厚的资源基础和全球影响力,可见海外矿业并购是公司提升综合实力完成跨越式发展的重要途径。

在2000年“走出去”战略叠加中国经济进入新一轮高速增长期的双重助推下,我国有色企业出海并购进入快速发展阶段,截至2021年底,我国企业在海外拥有的矿业项目超过400个。但在国际形势下,全球矿产资源国通过结盟、制定政策法规以及提供资金等方式加强关键矿产保障和供

应。与此同时，贸易投资保护主义抬头，矿产国资源政策收紧，对外资控制矿产资源采取国有化收归并进行直接管理，未来我国有色企业出海并购将面临更复杂的环境和更高的风险。“一带一路”沿线的中亚、东南亚、非洲、中东地区均处于世界重要成矿带上，成矿条件优越，矿产资源种类全。这些地区的国家普遍为发展中国家，具备强烈的利用矿产资源助推经济发展的意愿，拥有更强的交易动力，并与我国有着良好的外交关系。因此，在新形势下中国有色企业凭借自身的资金实力、技术优势和丰富的开发经验，能够寻找到更多合适的并购机会，来拓宽国际市场，进一步提升自身的全球竞争力。

在 A 股有色金属行业中，我们认为在现有的国际形势下，已在海外收购矿山形成资源开发产生收入利润，并拥有矿山成功生产运营能力与经验的企业，在未来的海外矿山扩产与更多海外矿山收购改造经营上将更具有确定性，我们推荐紫金矿业（601899.SH）、洛阳钼业（603993.SH）、中矿资源（002738.SZ）、山东黄金（600547.SH）、赤峰黄金（600988.SH），建议关注华友钴业（603799.SH）、金诚信（603979.SH）、中国铝业（601600.SH）。

表12: 公司海内外运营项目及储量情况

公司	权益储量	国内运营项目	海外运营项目
紫金矿业	铜: 3292.71 万吨 金: 1119.59 吨	西藏巨龙铜矿、玉龙铜矿、朱诺铜矿、黑龙江多宝山/铜山铜矿、紫金山铜金矿、海域金矿、萨瓦尔铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜（金）矿、苏里南罗斯贝尔金矿、圭亚那顿金矿等	刚果（金）卡莫阿铜矿、刚果（金）科卢韦齐铜（钴）矿、塞尔维亚博亚那奥罗拉金矿等
洛阳钼业	铜: 721.69 吨	三道庄钼钨矿、上房沟钼矿	TFM 铜钴矿、KFM 铜钴矿、巴西妮磷矿
金诚信	铜: 120 万吨	贵州两岔河磷矿	刚果（金）Dikulushi 铜矿、刚果（金）Lonshi 铜矿、赞比亚 Lubambe 铜矿、哥伦比亚 San Matias 铜金银矿
中国铝业	铝土矿: 270.65 百万吨	平果矿、贵州矿、遵义矿、孝义矿、许平矿、三门峡矿、焦作矿、阳泉矿、文山矿、文山矿等	博法矿
山东黄金	金: 455.18 吨	三山岛金矿、焦家金矿、玲珑金矿、新城金矿、沂南金矿、青岛金矿、归来庄金矿、蓬莱金矿、新疆金川等	贝拉德罗金矿
赤峰黄金	金: 300 吨	撰山子金矿、红花沟金矿、溪灯坪金矿、立山矿、东风矿	老挝塞班（Sepon）金铜矿、加纳瓦萨（Wassa）金矿
华友钴业	透锂长石、锂辉石： 4447.72 万吨	-	津巴布韦 Arcadia 锂矿、刚果 PE527 铜钴矿、刚果 PE527 铜钴矿、鲁苏西矿、刚果 PE527 铜钴矿、鲁库尼矿
中矿资源	碳酸锂当量(LCE): 288.47 万吨	-	津巴布韦 Bikita 锂矿、加拿大 Tanco 矿、赞比亚西北省希富玛铜矿、赞比亚卡希希铜矿、赞比亚西北省卡马提克铁矿、津巴布韦铬铁矿、赞比亚卡布韦铜矿、赞比亚孔布瓦（Nkombwa）稀土矿

资料来源: 紫金矿业、洛阳钼业等公司公告, 中国银河证券研究院

表13: 重点公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 9 月 5 日)

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB	公司评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
紫金矿业	3,805	15	0.80	1.19	1.46	18	12	10	3.1	推荐
洛阳钼业	1,431	12	0.38	0.53	0.60	18	13	11	2.5	推荐
中国铝业	1,020	11	0.39	0.72	0.78	17	9	8	1.7	推荐
山东黄金	1,036	40	0.52	0.87	1.18	49	29	22	4.9	推荐
赤峰黄金	281	23	0.48	0.94	1.16	35	18	14	4.1	推荐
华友钴业	389	13	1.96	2.02	2.34	12	11	10	1.2	未评级
金诚信	234	19	1.71	2.64	3.64	22	14	10	3.0	未评级
中矿资源	216	18	3.03	1.71	2.15	10	17	14	1.8	未评级

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

- 1) 国内经济复苏不及预期的风险;
- 2) 美联储降息不及预期的风险;
- 3) 有色金属价格大幅下跌的风险;
- 4) 海外地缘政治的风险。

## 图表目录

图 1: 2021 年中国主要矿产储量全球占比.....	5
图 2: 中国主要矿产储量保障年限 .....	5
图 3: 2021 年中国 35 种主要矿产消费量全球占比.....	5
图 4: 2023 年中国主要金属产量占全球比重.....	5
图 5: 中国矿产品进出口额变化 .....	6
图 6: 中国矿产品贸易逆差不断扩大 .....	6
图 7: 中国矿石和金属进口占商品进口的比例提升.....	6
图 8: 中国矿石和金属出口占商品出口的比例下降.....	6
图 9: 中国工业金属矿石净进口数量变化 (万吨) .....	7
图 10: 中国黄金矿砂净进口数量变化 (万吨) .....	7
图 11: 中国能源金属矿石净进口数量变化 .....	7
图 12: 中国小金属矿石净进口数量变化 (万吨) .....	7
图 13: 2022 年 28 种短缺矿产对外依存度 .....	8
图 14: 中国矿产资源需求峰值谱图.....	8
图 15: 中国 40 种矿产保障程度综合结论 (2030) .....	8
图 16: 中国金属矿砂进口来源地相对集中 .....	9
图 17: 关键矿产地缘政治的基本格局 .....	10
图 18: 近年来矿业交易量及交易额变化 .....	11
图 19: 近年来按商品划分的交易份额及关键矿产交易额变化.....	11
图 20: 力拓全球业务布局历程.....	12
图 21: 南方铜业矿山分布.....	14
图 22: 南方铜业铜储量全球第一.....	14
图 23: 2003 年-2021 年我国采矿业直接对外投资净额与增速 .....	16
图 24: 紫金矿业海外项目分布.....	17
图 25: “一带一路”沿线国家级重要固体矿产资源分布图.....	25
图 26: 非洲关键矿产储量和产量全球占比 .....	26
图 27: 2023 年全球钴储量分布 .....	26
图 28: 2023 年全球镍储量分布 .....	26
图 29: 2023 年全球铝土矿储量分布 .....	26
图 30: 2023 年全球锰储量分布 .....	26

表 1: 2023 年中国部分短缺矿产进口量及进口来源 .....	9
表 2: 近年来有关国家安全的政策陆续出台 .....	10
表 3: 全球主要矿业巨头成长周期中的标志性并购.....	11
表 4: 力拓的历史沿革.....	13
表 5: 南方铜业历史沿革.....	14
表 6: 过去 10 年有色企业收购海外矿山的主要项目 .....	16
表 7: 紫金矿业海外并购矿山情况（截至 2023 年底） .....	19
表 8: 五矿集团海外并购矿山情况（截至 2023 年底） .....	21
表 9: 各国政府加强关键矿产保护相关举措 .....	23
表 10: 近年各国提高税率/特许权使用费率具体政策示例.....	24
表 11: 近年我国与“一带一路”国家联合声明、行动计划有关矿产资源的表述.....	27
表 12: 公司海内外运营项目及储量情况 .....	28
表 13: 重点公司盈利预测与估值（截至 2024 年 9 月 5 日） .....	29

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色行业首席分析师。

阎予露，有色行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn