

## 境外矿业投资：仍处于低估值窗口

据商务部统计数据，在民企境外投资中，矿产资源类投资占据主要部分，我国矿产资源领域的境外投资已在 2011 年成为继商业、服务业、金融业之后的第四大投资产业。2012 中国国际矿业大会公布数据显示，我国主要矿产资源对外依存度（净进口量/需求量）：石油 50%、铁矿 51%、铜 82%、铝 63%、镍 78%。但我国企业仅控制当前境外矿山生产份额的 1%。在需求与保障供给的巨大缺口背景下，鼓励中国企业走出去，利用国外市场和资源来保证我国的矿产需求成为最佳选择。

### 点评：

#### 1、全球矿业投资概况

**2012 年全球矿业投资量有所下降。**2012 年全球矿业投资存量为 7350 亿美元，同比增长为 9%，远低于 2011 年和 2010 年的 20%和 21%的增长率。根据 RMG (Raw Materials Group) 的矿业投资项目数据显示，2012 年新增矿业投资项目为 130 个，总额仅为 470 亿美元，也远低于 2011 年的 160 个新增项目和 1100 亿美元的新增投资额。

**全球矿业投资仍然以铁矿为主。**从投资矿种来看，铁矿、铜矿、金矿和镍矿是全球的主导的开发矿种，这四种矿种投资占了全球矿产投资的 86%。2011 年其交易量达到了 6060 亿美元，占了全球金属矿物交易量的 71%。一直以来，铁矿的开发投资占据着全球的主导地位，2010-2012 年铁矿投资占全球矿业开发投资比例分别为 32%，35%以及 34%，但是随着 2012 年整体形势的不佳，铁矿的开发投资额增长也仅为 14%，远低于 2011 年的 33%，投资额存量为 2450 亿美元。而金矿方面，由于近几年金价上涨的推动下，2011 年的投资额增长明显，为 280 亿美元，但是 2012 年下降为 100 亿美元。

**图表 1 2010-2012 年各矿种投资概况**

	2012 (十亿美元)	2011 (十亿美元)	2010 (十亿美元)	2012 年占总额比 (%)
铁矿	245	215	162	34
铜矿	200	190	166	27
金矿	125	111	83	17
镍矿	60	56	n. a.	8
其他	105	41	n. a.	14
<b>总计</b>	<b>735</b>	<b>613</b>	<b>506</b>	<b>100</b>

资料来源：RMG，安永全球矿业报告 2012

**矿业投资地区分布上，拉美地区仍为全球最大投资市场，但北美增长势头强劲。**2012 年拉美地区仍为世界最大的矿业投资区域，投资额占全球矿业投资的 29%；而 2010 年同期为全球投资的 32%，相对有所下降。2012 年增长势头最强的是北美地区。从 2010 年开始北美的矿业投资增长率均保持在 15%以上，在 2012 年北美矿业投资已经占据全球投资额的 20%。对亚洲矿产的投资在 2009 年达到最高峰，投资额占全球的 14%，2012 年占比仅为 10%。拉美地区的项目平均投资额为 73 亿美元/例，紧随其后的北美地区为 68.1 亿美元/例，其他几个

巴曙松教授及其研究团队

大洲的投资均值为大洋洲 58.3 亿美元/例，非洲 54.1 亿美元/例，欧洲 45 亿美元/例以及最低的亚洲 36.3 亿美元/例。

图表 2 全球矿业投资的地区分布

	2012 投资额 (十亿美元)	占总额比例	相比 2011 年 占比变化
非洲	106	14	↔
亚洲	75	10	↓
欧洲	77	10	↓
拉美地区	210	29	↑
北美地区	146	18	↑
大洋洲	121	17	↔
<b>总计</b>	<b>735</b>	<b>100</b>	

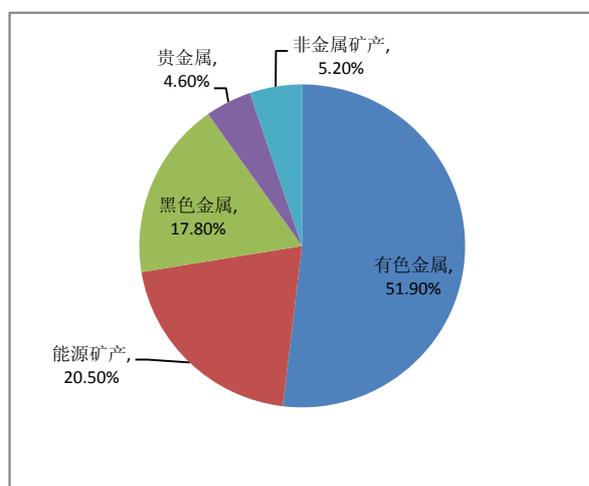
资料来源: RMG, 安永全球矿业报告 2012

## 2、我国境外矿业投资概况

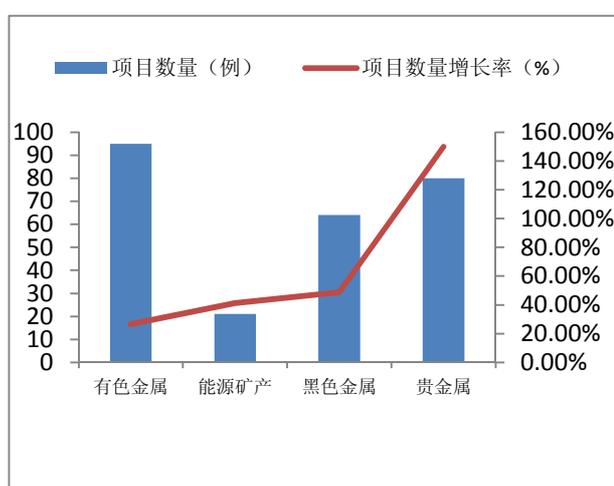
2011 年我国矿业对外直接投资 144.5 亿美元,较 2010 年同比增长 153.1%;矿业(不含油气)对外直接投资项目 286 例、企业 216 家,较 2010 年同比分别增长 62.5%和 32.7%。平均投资额已经达到 7500 多万美元/例,比 2009 年同期的 2900 万美元/例增长了近两倍,同时也表示近年大型矿产投资开始增加。

**我国对外矿业投资以有色金属矿为主。**2011 年我国境外非油气矿产投资主要分布在有色金属、能源矿产(煤炭和铀)、黑色金属、贵金属和非金属矿产等领域。就投资额度看,有色金属和能源矿产投资额仍占据总投资额较大比重。与 2010 年相比,有色金属矿产和黑色金属矿产投资额增长明显,分别为 215.1%和 209%,贵金属矿产投资额也保持了较好的增长态势,同比增幅达到 188.6%,增长均高于全球的增长水平。其中铜矿项目数量居各矿种之首,项目地主要在亚洲、非洲和大洋洲,较为分散。

图表 3 2011 年我国境外矿产投资  
各类矿产投资额分布图



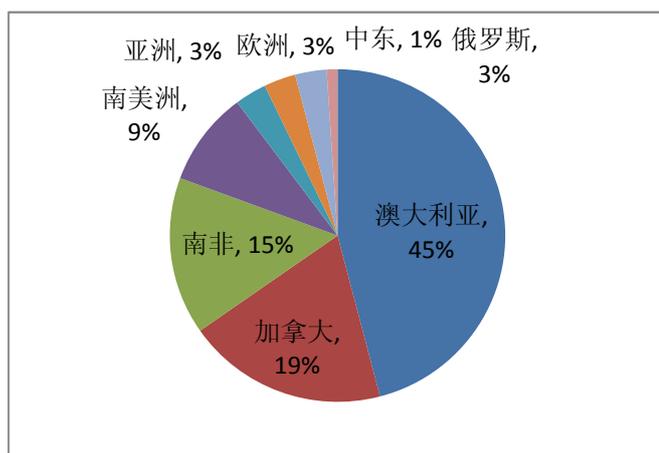
图表 4 2011 年我国境外矿产投资各类  
矿产投资项目数及其增长率



资料来源：商务部网站

**非洲成我国矿业投资的新亮点。**2011 年我国企业境外矿产投资涉及亚洲、非洲、大洋洲、美洲、欧洲的 54 个国家，其中**对非洲的投资的大型项目增多，投资额在 1 亿美元以上的大型项目由 2 例增加至 7 例，投资额同比增长 10 倍以上**；对拉美的投资同比增长 68%，对北美投资增长则相对平稳，投资额同比只增长 8%。而对大洋洲、亚洲以及欧洲的投资额都有不同程度的下降，其中欧洲投资额更是同比下降 96.3%。

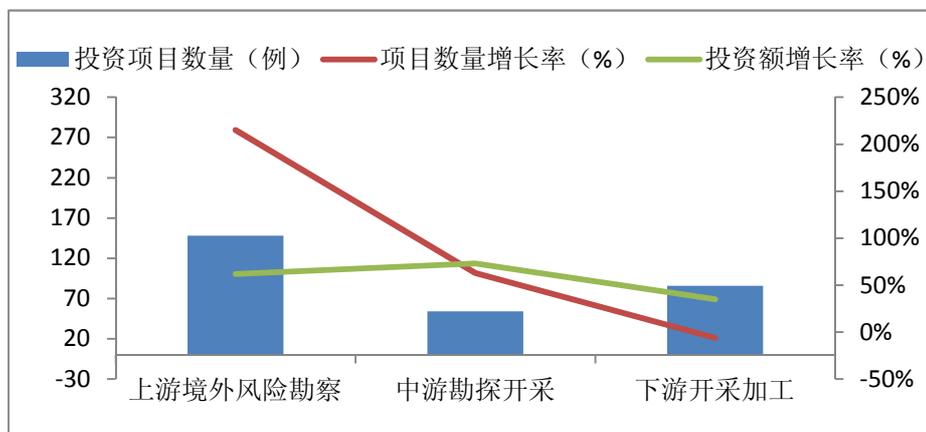
图表 5 我国境外矿山投资资金流向分布



数据来源：国土资源部网站

**矿业投资策略多元化。**我国对外矿业投资的项目涵盖了矿业开采的整条产业链，既包括上游的境外风险勘查、也包括中游的勘探开采和下游的开采加工类。2011 年我国企业投资上游境外风险勘查项目明显增加，达到 148 例，同比增加 215%，投资额同比增长 62%；投资中游勘探开采项目稳步增长至 54 例，同比增加 63%，中方协议投资金额同比增加 73%；投资下游开采加工类项目 86 例，同比减少 6%，但协议投资金额同比增加 35%。对产业链的全覆盖表明我国对外矿业投资策略的多元化，并没有单一地追逐短期的利益。同时，往上游、中游发展已经逐渐转移成为全球矿业投资的趋势，据加拿大 SNL 金属集团的数据，2012 年全球有色金属勘察投入再次创下新高，达到 215 亿，占全球项目总额的 30%。

图表 6 2011 年我国境外投资各项目阶段投资情况



资料来源：商务部网站

### 3、全球矿业投资的发展分析

全球矿业短期增长受阻，但长期并不悲观。2012 年的全球矿业投资额增长约为 9%，远低于 2011 年，同时参考汇丰全球矿业指数也发现，经历了 2009 年的低谷和 2010-2011 年的反弹回升后，全球矿业在 2012 年再次进入了下行通道。从全球主要国家近期的经济数据看，呈现缓慢复苏的态势，全球矿业短期内需求增长的驱动力仍然不足。预计 2013 年的发展将会延续 2012 年缓慢下行的走势。但从长期来看，随着新兴经济体的人口增长，城镇化推进以及经济发展，全球矿产的刚需基础仍然坚实，矿业的投资将会逐步恢复。

图表 7 汇丰全球矿业指数



资料来源：wind 数据库

从全球流动性看，全球矿业下跌幅度有限，中国投资者理性回归。用美国 10 年期国债收益率和 1 年期国债收益率的差作为流动性指标，发现其和全球矿业指数有着紧密的正相关。随着美国多次的量化宽松，流动性的改善却越来越不明显，同时美国四月份公布的经济数据仍低于预期，从而可以确定 QE4 并不会过早结束，所以其流动性会维持和 2012 年的水平为大概率事件。全球矿业指数虽然处在下行通道，但是随着流动性的稳定，其下跌幅度在逐渐减弱，从这个角度，2013 年全球矿业收益应该仍能保持在窄幅波动。结合汇丰的全球矿业指数，可以看到，全球矿业的估值仍然处于一个调整时期，投资者可以更加从容去评估投资的风险与收益。2012 年以来中国海外矿业投资首次出现低潮，与全球及中国经济放缓有直接关系。国内企业盈利前景普遍受压，过往投资项目积压，面临去产能压力，暂时难以再高调地向全球矿业市场输血。预计未来几年，中国企业境外矿业投资将进入调整期。

图表 8 流动性指标与全球矿业指数对比图



资料来源: Bloomberg, Wind

**对外矿业投资仍有两个风险点：开发成本的上升以及资源民族主义的深化。**矿业投资项目成本的上升从 2011 年就已经开始，而 2012 年持续了这个势头。RMG 数据显示，2012 年的 10 个金矿投资项目的费用比 2011 年增加了 80 亿美元，项目成本上升 54%。成本上升的原因是多样的，其中包括矿体的结构更加复杂，所处的位置更加偏远，矿物埋藏的位置更加深。还有一个严重的问题就是缺乏有经验的矿工，例如澳大利亚西部，几乎找不到有经验的开矿工人。

资源民族主义的深化产生巨大的投资阻碍力，政府对矿业开发的干预在逐渐增多。**资源民族主义仍然是 2012-2013 年全球矿业面临的最大的商业风险。**2012 年，除了缅甸、摩洛哥、南苏丹等少数国家计划通过制定新的矿业法，芬兰、瑞典、罗马尼亚、葡萄牙等部分欧洲国家以及智利、美国通过进行矿业方面的改革来大力吸引外国投资外，世界多数矿业国普遍收紧了矿业政策，其中马里、赞比亚、布基纳法索、印度、玻利维亚、哥斯达黎加等国家纷纷颁布或正在修改矿业法，以确保本国政府及人民从矿业开发中受益更多。澳大利亚矿产资源租赁税高达 30%。还有许多国家要求矿产品出口前必须深加工或提高出口门槛，寻求对矿产品的主权体现等。甚至，有的国家为了加强政府对矿业的控制，还对矿山进行国有化。继南非争论多年的矿山国有化的政策流产后，玻利维亚对嘉能可公司的 Colquiri 锌锡矿进行国有化，再一次增加了投资者对国有化的担忧。

中国投资者的海外并购投资已经多次“饱尝苦果”，2004 年五矿集团计划并购加拿大的诺兰达，以及 2008 年中铝注资入股澳大利亚的力拓等，最后都是被政府干预而终止。上述法律收紧、政局动荡国家都应成为海外矿业投资中注意规避的国家。

## 案例解读——中国五矿集团收购澳大利亚 OZ Mineral 公司

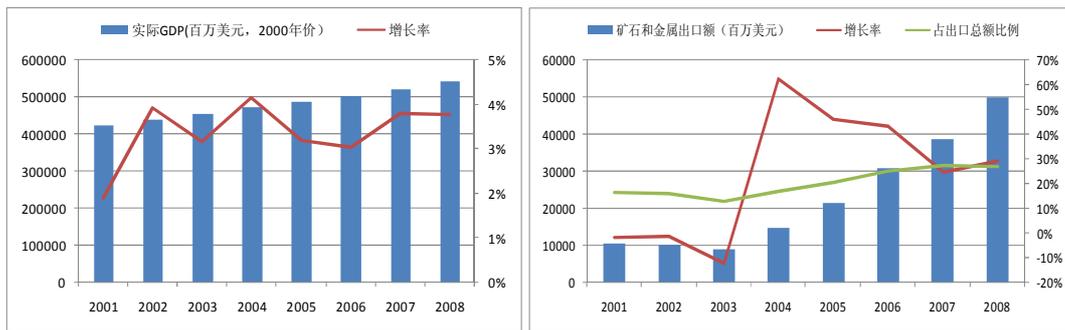
2009 年 6 月，中国五矿集团（简称五矿）以 13.86 亿美元收购全球第二大锌矿商，澳大利亚第三大矿业商——OZ Minerals 公司旗下 8 个生产矿山，以及其他处于勘探和开发阶段的资产，组建澳大利亚 MMG 公司，并在 2010 年底把 MMG 公司全部资产转入集团在香港上市的子公司——五矿资源有限公司，把公司目标定位为十年打入全球矿业第一阵营。

### 1、收购背景分析

**澳大利亚经济稳定，矿石和金属出口增长迅速。**回顾 2008 年及以前，澳大利亚经济年增长在 3% 左右，其中出口占 GDP 的比例也稳定在 20% 左右。在各种出口商品中，矿石和金属出口额从 2004 年后增长更为明显，到了 2008 年超过 5000 亿美元，占总出口额的 26.7%。

巴曙松教授及其研究团队

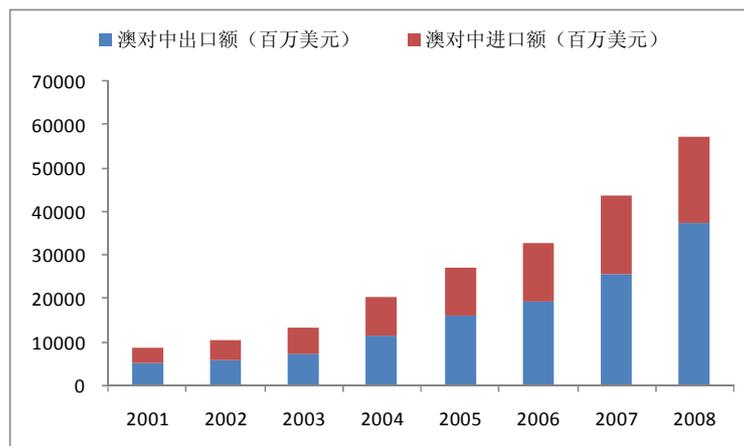
图表 9 澳大利亚 2008 年前实际 GDP 与矿石和金属进出口概况



资料来源: World Bank

中国与澳大利亚经贸关系稳定。2003 年, 澳大利亚和中国签订了《中澳经贸合作框架协议》, 主要用于推动双边矿业、农业、服务业等 16 个领域的合作; 2005 年两国启动中澳自贸区的谈判, 推动了中澳两国的贸易发展。两国在 2001-2008 年的进出口总量复合增长率达到 30%, 其中澳大利亚向中国出口的产品主要是矿产和金属类产品, 超过其对中国总出口量的 60%, 矿产合作成为两国的主要议题。而且两国政治关系主要建立在经贸合作上, 没有太多积怨。

图表 10 澳大利亚和中国进出口概况



资料来源: 中国商务部

**澳大利亚政策环境稳定, 审批与税收制度完善。** 根据澳大利亚法律和国际法, 矿产资源由政府拥有, 分配给私人资本从事开发。澳大利亚矿业开放度很高, 政府一般不拥有和参与矿产资源的商业勘探和开发, 私人公司则需为开采和销售矿产资源缴纳特许开发使用费。但政府在能源资源开发中发挥着重要的宏观政策制订和微观管理作用。在澳大利亚从事矿产资源的勘探和开发, 需要根据资源的产权归属, 向联邦或州、领地政府部门申请勘探或开发许可。最基本的许可有三种: 勘探许可, 关于已证明存在资源的保留租约或是矿产开发许可; 生产许可或采矿租约。此外, 若涉及到当地土著所有的矿产资源, 还需土著区土地准入许可。

外国公司投资于澳大利亚矿产资源勘探和开发, 需按澳大利亚法律规定缴纳有关税费, 包括公司税、额外福利税、商品服务税和特许开采使用税。如从事石油资源勘探与开发, 还需额外缴纳石油资源租税。

**OZ Mineral 公司盲目扩张, 澳元贬值, 锌价下跌, 陷入财务困境。** OZ Mineral 公司为澳洲第

巴曙松教授及其研究团队

二大矿业集团，该公司主要矿产包括锌、铜、铅、金和银等，其属下的 Century 矿山为世界第二大锌矿矿山。2008 年 OZ Mineral 公司的锌储量超过 1800 万吨，占我国 2007 年全国锌储量的 1/5。五矿集团收购的八个矿山几乎是 OZ Mineral 公司的全部资产，其储量如下。

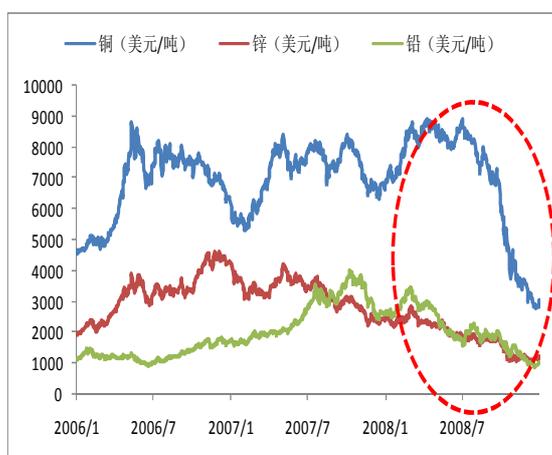
图表 11 收购的部分矿山位置与资源储量

矿山	位置	锌/吨	铜/千吨	铅/千吨	银/千吨	金/千吨
Century	澳大利亚	4404	-	665.2	45	-
Sepon	越南	-	1552.4	-	14.4	3.1
Golden Grove	澳大利亚	1280.1	805.9	97.2	45	0.9
Rosebery	澳大利亚	2023.8	60.9	684.9	78.1	1.1
Dugald River	澳大利亚	6602.4	79.2	983	61.9	-
High Lake	加拿大	576.2	387	53.3	38.7	0.5
Izok Lake	加拿大	1887.1	375.5	185.3	33.5	-
总储量		16773.6	3260.9	2668.9	316.6	5.6

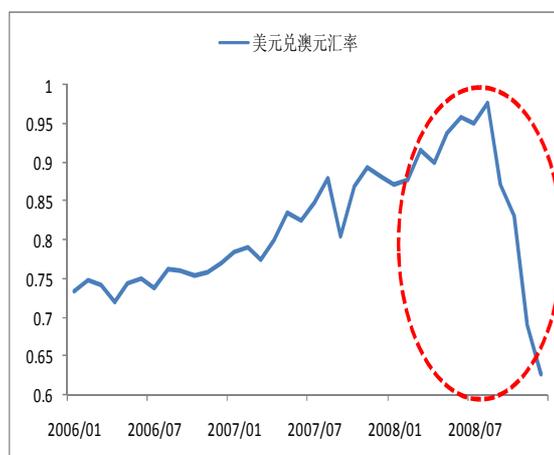
资料来源：课题组根据公开信息整理

OZ Mineral 公司在 2008 年前就展开了扩张性杠杆收购计划，使得公司的现金流开始逐渐紧张。2008 年，国际矿业形势却急转直下，金属矿产资源价格下跌明显。从 LME（伦敦金属交易所）的现货价格来看，OZ Mineral 公司最重要的三个矿产——锌、铜和铅，价格分别下跌了 54.7%，51.5%和 61.2%，下跌幅度都超过了原来价格的一半。同时，澳大利亚卷入了次贷危机，澳元迅速贬值近 30%，相当于让资源出口的价格进一步下跌，给矿产出口雪上加霜。上述三重冲击使得 OZ Mineral 公司在 2008 年陷入了严重的财务困境，从 2007 年的正盈利迅速变为了 2008 年税后净亏损达到 21.55 亿美元，其中以金属矿物为主的资产减值计提更是达到 20.03 亿美元。在五矿收购前的 2009 年 5 月份，OZ Mineral 公司更是三次向银行申请贷款展期，无力归还扩张性收购积累下来的 7 亿美元的债务，其股票价值更是从 120 亿澳元只跌剩为 17 亿澳元。

图表 12 铜、锌、铅的价格走势



图表 13 美元兑澳元汇率走势



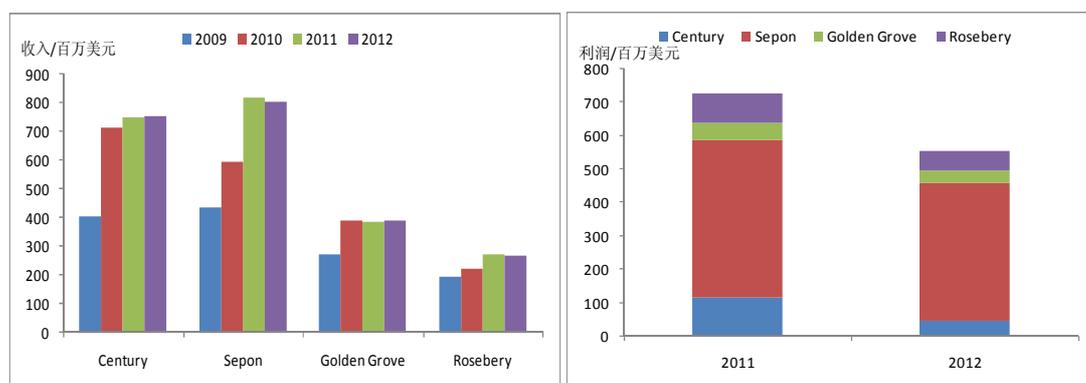
资料来源：LME, BIS, 财汇资讯

## 2、收购后的收益分析

中国五矿收购 OZ Mineral 公司的总成本为 13.86 亿美元，相当于当时对其每股付出的成本为 0.440 美元。而收购后，五矿集团把收购过来的资产组建成 MMG（Metal Mineral Group）公司；在 2010 年底，香港上市公司——五矿资源有限公司在剥离大部分资产后再出资 18.46 亿美元把 MMG 公司收购过来，从而让 MMG 公司完成“借壳上市”。按照港股股价折算，MMG 公司 2011、2012 年的市值都在 27 亿美元左右（其中 2010 年不具可比性，因为五矿资源没有完全剥离干净），其中四个矿山<sup>1</sup>的收入贡献率达到 95%以上。从这里可以预估，此次收购后两年里，资产增值在 10 亿美元左右。

在从经营情况来看，自从五矿集团收购后，矿山收入在 2010 年增长明显，之后就相对平稳。同时，2008 年 OZ Mineral 公司经营巨亏，但是 2009 年底收购完成后，MMG 在 2010 年上半年即开始盈利 2.34 亿美元，到了 2011 年盈利更是超过了 70 亿美元，2012 年国际金属价格不约而同地下跌，产量在没有减少太多的情况下，利润下降到 60 亿美元的水平，境况仍然向好。

图表 14 收购的矿山年收入以及矿山利润



资料来源：五矿资源年报，课题组

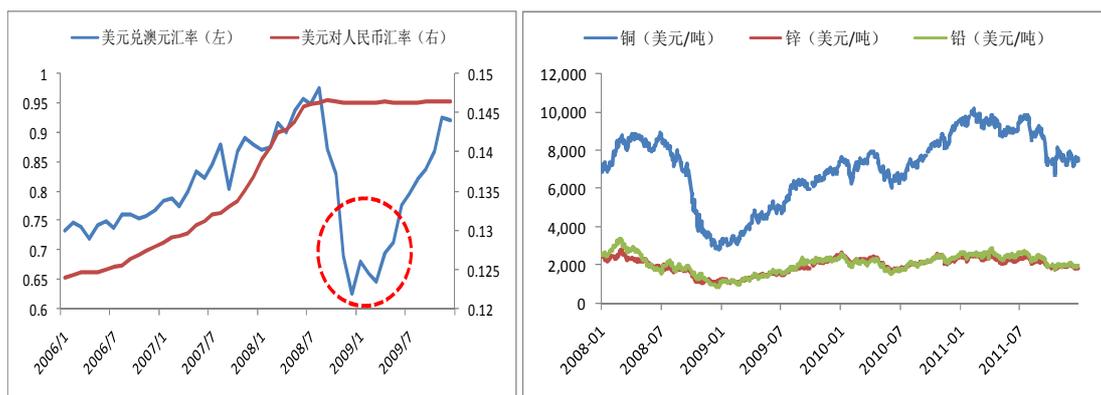
## 3、成功收购的原因分析

总体而言，公司市值的上升，经营的转好，证明了五矿集团的这项收购是成功的。现对其原因分析如下：

**收购时机挑选得当。**在 2009 年中完成收购是一个合适的时机，第一，澳元在 2009 年虽然快速回归升值通道，但在收购的时候正处于 2009 年中，澳元升值趋势并不明显，而人民币在 2006 年后升值了近 20%，这无形中节省了大量的收购成本。第二，2008 年的金融危机使得海外很多企业都面临严重的经营困境，OZ Mineral 公司更是决策失误，导致债务缠身。在危机影响下，企业的资产价值出现短期低估的可能性较大，五矿集团抓住这个特点，迅速出手完成收购。事后也证明其是对的，公司的各主要金属价格在 2009 年后迅速回升，使得五矿接手后经营很快就出现完全的逆转。

图表 15 澳元和人民币汇率、各主要金属现货价格

<sup>1</sup> 其中还有四个仍在开发中，还未开始产生收入



资料来源: BIS, LME, 财汇资讯

**处理资源民族主义风险反应迅速。**五矿集团的收购并不顺利，第一次递送收购要约的时候，澳大利亚政府以 Prominent Hill 矿区涉及军事敏感区为由拒绝要约。面对此事，五矿只用了五天就做出要约调整，承诺收购的资产不包括 Prominent Hill 矿区，同时调低收购价格并承诺不承担 OZ Mineral 公司的未偿债务；除此，五矿集团强调将坚持本土化运营，保留公司的管理团队以及承诺保住 2000 个以上的澳大利亚就业机会，使得公司的 CEO 极力帮助五矿推动收购进程。整个收购过程仅耗时 3 个月左右，OZ Mineral 公司在看到走出困境的希望之前就被收购了，同时也为节省成本抢到了关键的时间。

**审时度势面对资本市场变化及竞争对手搅局。**5 月大宗商品市场回暖，资本市场向好之际，有澳大利亚投行趁机向 OZ 公司提出了新的融资方案。6 月初，在距离 OZ 公司股东投票决定只有几个小时之际，五矿突然加价，由 12.06 亿美元提高至 13.86 亿美元，成功阻止对手递交新的方案到股东大会。