

并购对价“稀奇事”：金诚信以 2 美元对价并购非洲铜矿

有色金属

评级：看好

日期：2024.1.24

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 于柏寒

登记编码：S0740523090003

☎：021-61102510

✉：yubaihan@wkzq.com.cn

事件描述

金诚信以 2 美元对价分别收购 KBI 持有的 LCML（标的公司）之 80% 股权及 LCHL 向 LCML 提供的 8.57 亿美元贷款所形成的债权。若本次交易顺利完成，公司将拥有 Lubambe 铜矿 80% 的权益。

事件点评

独特的并购方式：2 美元撬动 170 万吨铜资源量？——仍有对铜价的“对赌”条款及后续较高的资本开支。 本次交易最大的亮点在于金诚信以极低的对价（2 美元）收购了一个探明储量规模小的铜矿，但存在对 2027 年后的铜价对赌协议。根据我们测算，如果铜价高于 1 万美元/吨，买方金诚信最多还款 6500 万美元，对应卖方的收益率最高达 60%；如果铜价低于 8818 美元/吨，则金诚信无需还款；如果铜价介于 8818-10000 美元/吨，对应卖方收益率最高达 35.8%。除了较低的对价之外，金诚信仍然需要较高额的资本开支，至少需要约 3 亿美元（项目爬坡期投资为 1.14 亿美元，维持运营投资 1.9 亿美元），税后财务内部收益率 17.36%，税后投资回收期 7.40 年。

Lubambe 铜矿属于资不抵债的资产，现金成本较高，净利润为负数。

1) Lubambe 资源量较低，可转储量尚未可知。 Lubambe 铜矿位于非洲赞比亚斑岩型成矿带中，根据我们测算，该铜矿的资源量为 170 万吨，品位为 1.95%，其中探明资源量仅占 8%，推断资源占比却高达 59%。

2) 并购前成本高企，并购后的规划现金成本位于行业 78%分位左右。 根据 S&P，并购之前，Lubambe 铜矿现金成本超过行业 99% 的铜矿。并购之后，公司规划的吨铜现金成本为 5590.7 美元/吨（对应 254 美分/磅，位于成本曲线 78%左右），吨铜总成本为 6763.87 美元/吨。受到达产不及预期（近 3 年项目铜矿达产率为 60%）和成本高企等影响，2023 年前三季度 LCML 净利润为 -0.6 亿美元，流动负债为 0.76 亿美元，净资产为 -0.15 亿美元，Lubambe 铜矿呈现资不抵债的现状。

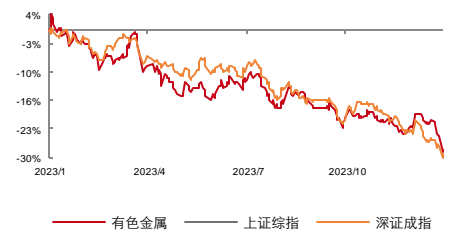
3) 中资企业“变废为宝”在路上，翘首以盼“扭亏为盈”。 金诚信在收购之后，将从优化采矿工程布置（将原先 5 条斜坡道改为 2 条；新增新的回风井等）、选矿产能提升（改善磨矿粗细度、絮凝剂以浓密机沉降效果等）等方面，提高铜的回收率至 84%（提升幅度约 1.1pcts）。金诚信预计，项目运营周期为 14 年，2028 年实现达产，即采选规模达到 250 万吨/年，实现项目年均铜金属量为 3.25 万吨；项目年平均利润总额为 1588.15 万美元，净利润为 1268.82 万美元，对应单吨税后利润为 390 美元/吨。

中资铜企业外延并购在路上。 中国铜行业的对外依存度常年在 80% 以上，叠加 TC 价格不景气，出海并购成为中资企业的共识。从并购数量来看，2023 年至今在 8 起大型并购案中，中资企业就占了 2 家。从并购项目来看，紫金矿业、五矿资源、金诚信等并购标的分别位于中国西藏及非洲。从并购对价来看，2023 年资源量的交易对价中值在 293 美元/吨。

风险提示： 1、境外政治、经济环境及法律法规风险。2、项目运营风险，未来目标公司整体业绩及盈利水平存在不确定性，本次投资存在收益不达预期的可能。3、项目盈利能力受未来铜价走势影响。4、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。

行业表现

2024/1/24



资料来源：Wind，聚源

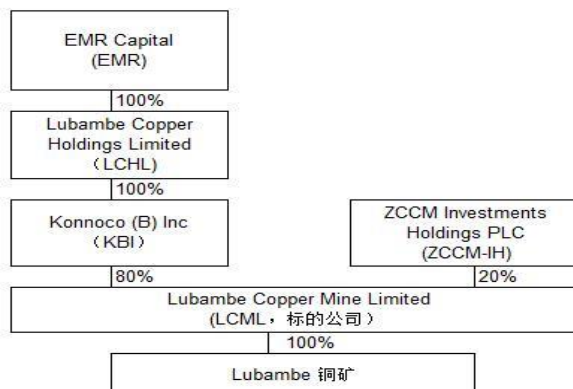
相关研究

事件

2024年1月21日,金诚信发布公告,拟并购位于非洲赞比亚的 Lubambe 铜矿 80% 的权益。

- 1) 交易双方: 卖方为 LCHL、KBI 公司 (其大股东为专业私募股权公司 EMR), 买方为金诚信拟设立的境外全资子公司。卖方出售的原因: Lubambe 矿山一直无法达产, 和基金可投资及持有的时间限制, 卖方选择退出该项目。
- 2) 交易标的及购买价格: 以 1 美元收购 KBI 持有的 LCML 之 80% 股权, 并以 1 美元收购 LCHL 向 LCML 提供的 857,116,770 美元贷款所形成的债权。

图表 1: Lubambe 铜矿的股权结构



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

2 美元收购 Lubambe 铜矿 80% 的股权+8.57 亿美元债权? ——从并购方式看此次交易

根据公司公告,除了交易标的及购买价格外,此次交易中还有一项“买方及卖方贷款”: 买方金诚信将向 LCML 提供贷款 2000 万元 (将于卖方贷款完成付款后支付, 并较 LCML 其他股东贷款享有**优先受偿权**); 卖方 LCHL 向买方提供 4050 万贷款, 用于偿还 LCML 已有的第三方优先级商业贷款; 而买方金诚信根据 **LME 铜价进行是否还款以及还款金额是多少, 若还款协议约定的还款义务未触发, 则买方无需向卖方归还本项贷款**。触发还款的部分规则如下:

- 1) 基本还款义务触发时点: 自 2027 年 1 月 1 日开始, 当年度平均 LME 现货结算价高于 8,818 美元/吨时, 对超出部分, 买方将根据当年 Lubambe 铜矿的铜精矿销量和阴极铜产量 (如有), 并按照还款协议约定的比例和计算方法, 偿还卖方贷款, 所有年度合计支付金额不超过 5,500 万美元。
- 2) 额外还款义务触发时点: 除上述还款外, 自 2027 年 1 月 1 日至 2029 年 12 月 31 日期间, 当年度平均 LME 现货结算价高于 10,000 美元/吨时, 对超出部分, 买方将根据当年 Lubambe 铜矿的铜精矿销量和阴极铜产量 (如有), 偿还卖方贷款, 所有年度累计支付金额不超过 1,000 万美元。如当年度平均 LME 现货结算价未达到 10,000 美元/吨 (含), 该额外还款义务将被豁免。
- 3) 如 LCML 存在因 2023 年 11 月 30 日前事项导致的或有负债, 且单笔金额 50 万美元以上、累计金额超过 100 万美元时, 上述还款义务可相应抵减, 累计可抵减金额不超过 1,000

万美元。

从以上还款条件来看，这实际上是对铜价的“对赌”协议。如果铜价高于1万美元/吨，买方金诚信最多还款6500万美元，卖方的收益率最高达60% $(=(6500-4050)/4050)$ ；如果铜价低于8818美元/吨，则金诚信无需还款；如果铜价介于8818-10000美元/吨，卖方收益率最高达35.8% $(=(5500-4050)/4050)$ 。值得一提的是，在金诚信的可行性报告中，对铜价的假设为8300美元/吨，公司自身或认为不需要偿还此贷款。

Lubambe 铜矿：探明资源量低，仍需斥资3亿美元——从并购标的看此次交易

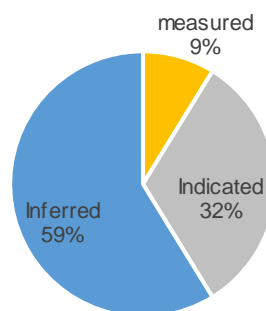
- 1) 资源量方面：探明资源量仅占比8%，转储量尚未可知。截止2023年9月30日，Lubambe铜矿资源量（探明+控制+推断）为8660万吨，铜品位1.95%，酸溶铜0.35%，对应铜金属量170万吨左右。其中探明资源量仅占比9%（对应约15万吨），探明+控制的资源量占比41%，推断资源占比高达59%。

图表2：Lubambe 铜矿资源量情况

	铜矿 (mt)	%Tcu	%ASCu
Measured	7.3	2.03	0.28
Indicated	27.1	2.02	0.36
Measured+Indicated	34.4	2.02	0.34
占比	40%		
Inferred	52.2	1.9	0.35
Total Resources	86.6	1.95	0.35

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

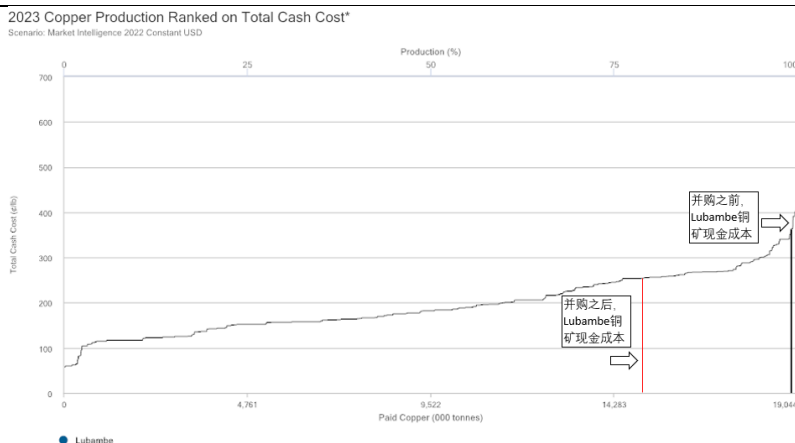
图表3：Lubambe 铜矿资源量分布情况



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

- 2) 成本及盈利方面：目前 LCML 资不抵债，规划现金成本位于行业 78%分位左右。2023年前三季度 LCML 净利润为-0.6 亿美元，流动负债为 0.76 亿美元，净资产为-0.15 亿美元。根据公司披露，公司规划的吨铜现金成本为 5590.7 美元/吨（对应 254 美分/磅，位于成本曲线 78%左右），吨铜总成本为 6763.87 美元/吨。按照 8300 美元/吨的铜价来看，单吨税后利润为 390 美元/吨。从项目全生命周期来看，项目年平均利润总额为 1588.146 万美元，净利润为 1268.822 万美元。

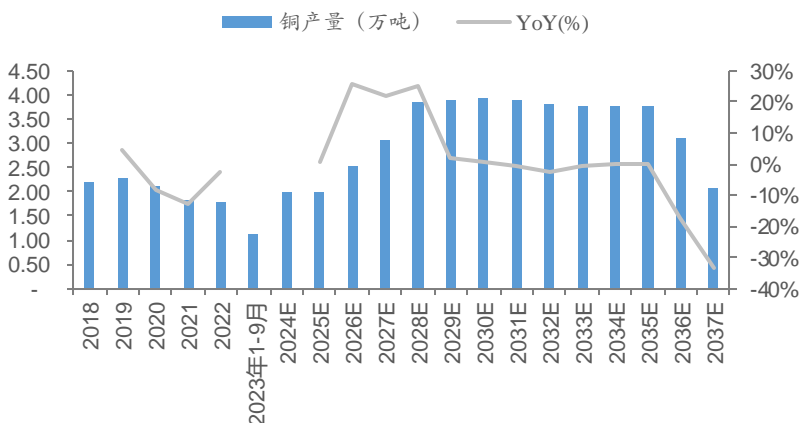
图表4：Lubambe 铜矿成本较高



资料来源：公司公告，S&P 五矿证券研究所

- 3) **产量规划方面：技改+采选矿工艺双抓，达产后预计实现产量 3.8-3.9 万吨左右。**根据公告，Lubambe 铜矿的采选规模为 250 万吨/年，但历史上均未达产，近 3 年矿石处理量接近 150 万吨，达产率约为 60%。金诚信在收购之后，将从优化采矿工程布置（将原先 5 条斜坡道改为继续下掘 2 条，另外 3 条不再基建；新增新的回风井等）、选矿产能提升（优化设备和工艺、磨矿细度结合浮选回收率探索适当放粗、选出更为高效的絮凝剂以改善浓密机沉降效果等）等方面，提高铜的回收率至 84%（2023 年 1-月份回收率在 82.87%）。金诚信预计，2028 年将达产，对应产量 3.84 万吨，可实现项目年均铜精矿产量为 7.75 万吨，铜精矿含铜金属量为 3.25 万吨。

图表 5: Lubambe 铜矿历史及规划产量（万吨）



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

- 4) **资本开支及投资回报方面：公司预计项目爬坡期投资为 1.14 亿美元，维持运营投资 1.9 亿美元。**按照铜价 8,300 美元/吨，排产期 14 年计算，项目年均利润总额 1,588.15 万美元，税后利润 1,268.82 万美元；税后财务净现值 (i=10%) 为 8,419.10 万美元，税后财务内部收益率 17.36%，税后投资回收期 7.40 年。

中资铜企业外延并购在路上

根据《构建金属矿产资源保供格局的思考与建议》，中国铜行业的对外依存度常年在 80% 以上，叠加 TC 价格持续下滑，出海并购铜矿成为中资企业的共识。

根据我们的梳理，2023 年交易金额 > 1 亿美元的铜行业并购共 8 起，去除 Newcrest 交易对价极值后（黄金资源量也丰富），资源量的交易对价平均值在 373.9 美元/吨，中值在 293 美元/吨。

- 1) **国内并购：**除了本次的金诚信之外，2023 年国内发生铜并购的企业为紫金矿业和五矿资源，分别并购了西藏朱诺铜矿以及非洲的 Khoemacau 铜矿，单吨资源的交易对价分别为 133/293 美元。其中，朱诺铜矿处于在建阶段，预计 2025 年投产，达产后产能规模在 9.9 万吨；Khoemacau 铜矿 2024-2026 年规划铜产量 5-6.5 万吨，2029 年起铜产量为 14.5 万吨。
- 2) **海外并购：**2023 年纽蒙特发生了史上最大规模的并购案，交易金额为 192 亿美元，交易标的 Newcrest 资源主要以黄金和铜为主，因此单吨资源的交易对价较高。其他并购案主要发生在澳大利亚（2 起）、智利（1 起）、刚果金（1 起）、加拿大（1 个），单吨的交易

资源对价在 200-400 美元/吨。

图表 6：2023 年铜行业主要并购事件

公告时间	交易标的&买卖方	对价	铜资源量(万吨)	品位	矿山产量	吨交易对价(对价/资源量,美元/吨)	矿山状态
2023年3月	1、智利 Caserones 51%股权 2、买方: Lundin Mining 3、卖方: ENEOS Holdings	9.5 亿美元	602	0.30%	2024 年铜产量预计在 11-12 万吨	309.37	在产矿山
2023年4月	1、加拿大 Copper Mountain Mining Corporation 75%股权 2、买方: Hudbay Minerals	6.63 亿美元	213.52	0.24%	2024 年预计铜产量为 3.7 万吨	414.02	在产矿山
2023年5月	1、澳大利亚 Newcrest 2、买方: 纽蒙特 3、卖方: Newcrest Mining	192 亿美元	2500	0.39%	2023-2024 年预期产量为 12-14 万吨	768.00	在产矿山
2023年7月	1、阿根廷 MARA 项目 56.25% 2、买方: Glencore 3、卖方: Pan American Silver	4.75 亿美元	464	0.37%	MARA 项目投产后, 前 10 年铜产量将超过 20 万吨	182.05	可行性研究阶段
2023年8月	1、西藏朱诺铜矿 2、买方: 紫金 3、卖方: 中汇实业	16.46 亿元	354	0.43%	达产年平均产铜 9.9 万吨	132.93	在建
2023年11月	1、博茨瓦纳 Khoemacau 100%股权 2、买方: MMG 3、卖方: CUPROUS CAPITAL LTD	18.75 亿美元	640	1.40%	2024-2026 年每年铜产量 5-6.5 万吨, 2029 年起产量为 14.5 万吨	292.97	在产矿山, 拟扩建
2023年12月	1、刚果金 Mopani 的 51%股份 2、买方: IRH 3、卖方: ZCCM-IH	10.2 亿美元	683	1.93%	目标 20 万吨产量 (2022 年产量 7.3 万吨)	292.87	在产矿山
2023年12月	1、澳大利亚 Northparkes 铜金矿 80% 股权 2、买方: Evolution Mining 3、卖方: CMOC Group	4.75 亿美元	290	0.55%	2022 年洛钼权益产量 2.3 万吨	204.89	在产矿山
2024年1月	1、Lubambe 80% 股权 2、买方: 金诚信 3、卖方: LCHL、KBI	2 美元 (最高或有 6500 美元)	170	1.95%	年均铜精矿产量为 7.75 万吨, 铜精矿含铜金属量为 3.25 万吨	最高 48 美元/吨 (按照 6500 还款计算)	在产矿山

资料来源: 各公司官网, SMM, mining 官网 五矿证券研究所

风险提示

- 1、境外政治、经济环境及法律法规风险, 金诚信此次收购受标的公司及项目资源所在国的政治及经济环境政策的影响较大。
- 2、项目运营风险, 未来目标公司整体业绩及盈利水平存在不确定性, 本次投资存在收益不达预期的可能。
- 3、项目盈利能力受未来铜价走势影响, 如果金属价格在未来大幅波动, 将给项目的盈利能力带来较大的不确定性。

- 4、 研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
CAUTIOUS		Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.	

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037