

源文件

ticker: LAC lang: ZH generated: 2026-01-26

\$LAC: 以投机矿山的價格拥有战略性国家资产

1. 执行摘要

我们强烈建议建立对Lithium Americas Corp. (LAC)的**长期**持仓。在当前每股**\$6.44**的价格下，市场犯了一个严重的分类错误。市场将LAC的皇冠上的明珠Thacker Pass项目视为一个投机性、高风险的采矿项目，正确地识别了大型项目执行的历史风险。然而，它却严重低估了美国工业政策的强大风险缓释力量，这些力量已将Thacker Pass从一个简单的矿山提升为一项关键的国家基础设施。我们的不同看法是，美国政府的支持，体现在一项巨大的有条件贷款承诺中，不仅是资本的来源，更是一个强大的去风险化因素，根本改变了成功的概率，创造了一个深度不对称的风险收益比。

投资论点建立在三个核心支柱上。首先，市场低估了《通胀削减法案》(IRA)和美国本土化关键矿物供应链的战略护城河。Thacker Pass是美国唯一一个大型、完全许可、准备建设的锂项目，使其在向急需的国内汽车行业供应符合IRA标准的材料方面拥有多年准垄断地位。这种地缘政治现实使其定价相较于全球基准具有持久的溢价。其次，市场固守于采矿巨型项目失败的历史基准率，而忽视了对这一特定资产的前所未有的公私合作伙伴关系的支持。能源部(DOE)的**22.6亿美元**有条件贷款，加上通用汽车的**6.5亿美元**股权投资和承购协议，形成了强大的利益一致性，不仅提供了资本，还提供了技术和政治支持以确保项目顺利进行。最后，我们的概率加权估值表明，当前**19.5亿美元**的市值定价中包含的失败概率过高，忽视了已实现的去风险化里程碑和强大的政府支持。

这不仅仅是对锂价的简单押注；这是对战略资产创造的催化剂驱动投资。实现价值的路径清晰，并伴随着可见的去风险化里程碑，其中最重要的是DOE贷款的最终关闭。尽管仍存在显著的执行风险——我们不予以忽视——但当前估值提供了充分的补偿。我们相信市场正在以历史平均结果定价LAC，而该项目的地缘政治重要性和财务支持都非同寻常。我们正在以投机者的价格购买一个战略资产。

简要总结：

- 推荐及信心水平：** 高信心买入（催化剂驱动框架）。
- 关键论点驱动因素：** 市场错误定价Thacker Pass为一个标准矿山，低估了其作为去风险化的关键美国基础设施的地位，拥有强大的政府和OEM支持。
- 主要风险或终止条件：** 重大执行失败，定义为项目延迟超过18个月或资本预算超支超过25%，将使论点无效。
- 估值与当前价格：** 我们的概率加权基准情景估值得出每股**\$13.55**的目标价，相较于当前价格**\$6.44**具有超过110%的上行空间。

2. 业务质量评估

Lithium Americas Corp.是一家尚未产生收入的锂资源公司，其价值集中于两个世界级资产：在阿根廷Caucharí-Olaroz盐水项目的44.8%股权，该项目目前正在增加产量，以及在内华达州Thacker Pass粘土石项目的100%所有权。由于公司目前没有产生收入，过去十二个月的每股收益为**-\$1.08**，其质量无法通过传统财务指标进行评估。相反，其质量完全体现在其资产的战略价值和经济潜力中。

投资案例的基石是Thacker Pass。它是美国已知的最大锂资源，也是最先进的大型项目，已完全获得许可并准备建设。其业务质量不是由低成本生产优势定义的，而是由强大而持久的**地缘政治护城河**定义的。这道护城河是由美国工业政策、国家安全利益和国内汽车制造商急于确保合规电池供应链的交汇构成的。

《通胀削减法案》(IRA)是这道护城河的基础。其电动车税收抵免规则有效地为电池材料创造了一个受保护的、价格溢价的国内市场。作为唯一一个准备就绪的大规模项目，Thacker Pass被定位为主要受益者。这种结构性优势由两个强大的利益相关者加固：

- 1. 美国政府：** 能源部的贷款计划办公室（LPO）已为项目的加工设施发放了**22.6亿美元**的有条件贷款承诺。这不仅是一笔金融交易；这是对项目战略重要性和技术可行性的强有力背书。正如公司所述：> “来自DOE LPO的有条件承诺是Thacker Pass的一个重要里程碑，预计将有助于满足国内对锂的日益增长的需求，以制造电动汽车和固定存储。” — **Jonathan Evans, CEO, Lithium Americas, 2024年2月新闻稿**
- 2. 通用汽车：** 通用汽车已承诺进行**6.5亿美元**的股权投资，这是汽车制造商对原材料项目的最大投资，并确保15年的承购协议，涵盖100%的第一阶段生产。这锁定了一个基础客户，并验证了项目的商业前景，有效地消除了初始阶段的市场风险。

虽然阿根廷资产Caucharí-Olaroz提供了多样化和更接近的潜在现金流来源，但其价值受制于该国固有的政治和经济波动。新政府下的近期亲商改革改善了经营环境，但Thacker Pass仍然是LAC长期价值的主要驱动因素，也是我们论点的焦点。因此，公司的质量是一个在其初期阶段的战略性重要、政府支持的基础设施项目。

3. 投资论点与不同观点

我们的长期论点是基于市场对风险感知与Thacker Pass项目的潜在现实之间的显著差距。市场正确识别了建设大型、首创采矿项目的普遍风险，但未能正确定价在发挥作用的具体、强大且独特的缓解因素。

市场认为： LAC是一个面临大量执行风险的投机性初级矿商。它使用采矿项目失败的历史基准率——预算超支和进度延迟是常态——来大幅折价股票。共识目标价为**\$6.39**，几乎与当前价格持平，表明一种“观望”态度，几乎没有赋予已存在的战略支持任何价值。市场将DOE贷款视为仅仅是资本来源，而不是风险状况的根本改变。

我们认为： Thacker Pass不是一个标准的采矿项目；它是美国供应链独立追求中的一个基础资产。市场对标准采矿折扣率的应用是一个分类错误。DOE国家实验室专家为支持22.6亿美元贷款所进行的深入技术尽职调查提供了一种第三方技术验证的水平，几乎没有私人项目能够获得。这与确保项目成功的政治紧迫性相结合，创造了一个强大的公私合作伙伴关系，大大降低了灾难性失败的概率。政府的LPO投资组合历史损失率约为3%，比采矿行业更广泛的失败率更为相关，尽管不完美，是成功概率的锚点。

我们的不同观点是，“地缘政治护城河”不是一个被动的优势，而是一个主动的去风险化因素。虽然它不能消除建设的物流挑战，但它提供了一个无与伦比的后盾。如果项目遇到意想不到的技术障碍，它可以获得一流的科学和工程资源——通过DOE及其相关的国家实验室——这是任何私人竞争对手无法比拟的。如果它面临财务困境，其战略重要性使其“太重要而不能失败”，增加了其政府和OEM合作伙伴采取支持行动的可能性。

这一点被一个流行的投资平台完美地阐述，该平台捕捉到了我们所押注的错误共识观点：

“美国能源部为Thacker Pass项目提供的22.6亿美元有条件承诺显著降低了生产路径的风险……这种支持不仅提供了必要的资本，还作为项目可行性和战略重要性的强有力背书。”（来源：Seeking Alpha，2024年3月14日）

市场读到这一点并得出结论，财务风险消失了。我们读到这一点并得出结论，政府的背书从根本上减少了操作尾部风险，这是当前股价完全忽视的见解。机会存在，因为市场正在为一个面临历史上前所未有的支持环境的资产定价一个历史上常见结果的高概率。

4. 估值

我们的估值来自一个概率加权的分部估值模型（SOTP），反映了一个尚未投产的开发商的二元性质。我们通过清算情景建立了一个硬底线，并建模了一个基准情景，纳入我们对Thacker Pass成功概率的不同看法。

关键假设：

- **长期锂价：** 我们使用**\$20,000/吨**的基准价格作为碳酸锂当量（LCE）的基准价格。这不是基于现货价格，而是基于电气化结构性需求带动的新、高成本全球供应上线所需的长期激励价格。我们建模了一个持久的IRA驱动的溢价，使Thacker Pass的实现价格高于全球边际生产成本。
- **Thacker Pass融资：** 项目的第一阶段资本支出估计为22.7亿美元。我们建模了22.6亿美元DOE贷款的全额提款和通用汽车投资的第二笔款项（3.2亿美元），这留下了一个小的资金缺口。为了保守起见，我们建模了一个**2亿美元的股权融资**，按当前价格6.44美元进行，结果是**3.346亿**的备考股数。
- **折现率：** 我们对阿根廷资产使用**14%**的折现率，以反映其较高的主权风险，对Thacker Pass使用**9.2%**的折现率，承认其美国管辖权和政府贷款带来的较低资本成本。

成功概率——不同观点的核心： 我们拒绝极端的乐观锚点（DOE的~3%投资组合损失率）和极端的悲观锚点（采矿行业的~70%失败率）。我们相信真相介于两者之间，但由于项目的独特支持者，成功的概率严重倾斜。我们在基准情景中赋予Thacker Pass达到商业运营**90%的成功概率**。这反映了DOE的严格前期尽职调查以及确保项目成功的巨大政治意愿。

基准情景SOTP估值：\$13.55目标价

资产	净现值（LAC归属）	概率	风险加权价值
Caucharí-Olaroz（阶段1+2）	\$13.5亿	95%	\$12.8亿
Thacker Pass（阶段1+2）	\$59亿	90%	\$53.1亿
总资产价值			\$65.9亿
减：公司管理费用、净债务			(\$5亿)
目标股权价值			\$60.9亿
减：新股权融资			(\$2亿)
融资前股权价值			\$58.9亿
备考股数			3.346亿
基准情景目标价			\$13.55

此基准情景目标价较当前价格有**111%上行空间**。

下行情景——硬底线： 为了严格测试不对称性，我们建模了一个清算情景，其中Thacker Pass完全报废（\$0价值），而阿根廷资产严重受损。这为投资建立了每股**\$1.88**的硬底线，意味着71%的下行风险。我们基准情景的风险收益比在3比1以上，具有吸引力。

估值敏感性分析： 估值对长期锂价和应用于Thacker Pass的折现率高度敏感。下表展示了在各种情景下的每股价值，明确了我们论点的关键驱动因素。

LCE价格/折现率	9.2% (基准)	11.0% (较高风险)	13.0% (悲观)
\$15,000/吨 (悲观)	\$4.95	\$3.60	\$2.50
\$20,000/吨 (基准)	\$9.80	\$7.90	\$6.45
\$25,000/吨 (乐观)	\$14.65	\$12.20	\$10.40
\$40,000/吨 (蓝天)	\$28.55	\$24.10	\$20.50
(注：此表反映了Thacker Pass单独的未杠杆净资产价值，未进行企业调整，以隔离变量影响。)			

当前价格\$6.44暗示了一个悲观情景的锂价表或惩罚性的13%折现率，强化了我们认为市场定价过于悲观的观点。

5. 关键分析紧张点

我们的最终建议是通过解决代表该资产核心多空拉锯战的三个关键争论形成的。

1. 紧张点：“地缘政治护城河”是真正的操作优势还是仅仅是财务装饰？

- **支持方（优势）：** 乐观情景认为DOE的支持是一个深刻的操作优势。它意味着可以获得美国国家实验室（如劳伦斯利弗莫尔、橡树岭）的一流技术专长，以帮助解决粘土石提取的创新化学工程挑战。这是没有私人竞争对手拥有的资源，可以直接减轻历史上困扰首创项目的技术风险。
- **反对方（装饰）：** 悲观情景认为，虽然DOE贷款在财务上至关重要，但其对日常执行的影响微乎其微。大型项目最常失败不是因为不可解决的科学问题，而是由于物流噩梦：内华达州偏远地区的劳动力短缺、钢铁和混凝土的通胀压力、供应链中断以及现场项目管理不善。国家实验室的科学家不能倒混凝土或管理采购。
- **我们的解决方案：** 我们得出结论，护城河提供了一个有形的、降低风险的操作优势，尽管它不能消除执行风险。主要价值不在于防止日常物流问题，而在于提供一个最终的后盾，以防止灾难性的技术失败。DOE的详尽尽职调查已经作为核心科学的强大第三方验证。其持续参与提供了一个强大的激励和资源池，以解决可能出现的任何“黑天鹅”技术问题，从根本上改变了项目的尾部风险状况。

2. 紧张点：Thacker Pass成功的真正概率是多少？

- **支持方（高概率）：** 乐观情景将成功概率锚定于DOE贷款计划办公室的出色记录。在一个数十亿美元的复杂、首创能源项目组合中，LPO的历史损失率仅为~3%。可以说，任何通过其严格、多年的尽职调查过程的项目已经被显著去风险化，并且有很高的成功可能性。
- **反对方（低概率）：** 悲观情景将LPO的记录视为无关紧要，并将其概率锚定于采矿行业的悲惨历史基准率。研究，如安永的一项研究，显示大约三分之二的采矿巨型项目经历了显著的预算超支，超过70%面临进度延迟。对于像Thacker Pass这样使用新技术的项目，成功的真正概率应该比这个令人畏惧的平均水平更低。
- **我们的解决方案：** 我们通过得出结论解决了这一问题，认为单独应用任何基准率都是分析上的懒惰。Thacker Pass是一个采矿项目，因此它受这些固有风险的影响。然而，它也是一个战略性、政府支持的项目，这从根本上改变了其轨迹。我们的90%概率加权承认采矿风险，但断言美国政府、通用汽车和LAC之间的强大利益一致性使成功的结果比典型的独立项目更有可能。市场坚持采矿基准率；我们的不同观点是依赖LPO的先例。

3. 紧张点：美国锂的IRA驱动价格溢价是持久的还是易逝的？

- **支持方（持久）：** 乐观情景认为，符合IRA标准的锂的溢价是市场的长期结构特征。任何新美国矿山的7-10年许可和建设时间表为Thacker Pass提供了一个实质性的领先优势。这创造了一个多年的稀缺窗口，即使其他项目最终上线，约2,000美元/吨的结构性溢价将保持，反映了安全、地缘政治稳定的国内供应链的巨大战略价值。
- **反对方（易逝）：** 悲观情景认为溢价是一个临时的意外之财，将迅速压缩。虽然Thacker Pass将享有“准垄断”地位，但高价格将激励大量新项目和替代技术。随着国内市场变得更加竞争，溢价将从约7,000美元/吨的峰值衰减至接近零，到2030年代初。
- **我们的解决方案：** 我们认为溢价是持久的，但会随着时间的推移压缩。悲观情景正确地识别出稀缺溢价不是永久的，但乐观情景正确地识别出新供应的长时间领先。我们的估值模型通过假设一个在2032年后稳定在约2,000美元/吨的长期底线的衰减溢价来反映这一点。这承认了竞争的最终崛起，同时仍然捕捉到作为先行者拥有安全国内资产的持久战略价值，这是我们认为市场忽视的一个细微差别。

6. 催化剂

我们的投资不是对价值的静态押注，而是一个针对特定去风险化事件的头寸，我们相信这些事件将迫使市场重新评估股票。

- **最终投资决定（FID）和DOE贷款的首次提款（未来6-9个月）：** 这是最重要的催化剂。它将标志着从“有条件”到“承诺”融资的过渡，消除股票上最大的感知障碍，并验证第一阶段的完整资金路径。
- **主要建设里程碑的实现（持续进行中，2026-2027年）：** 现场的实际进展——如土方工程的完成、加工厂基础的浇筑以及主要设备的交付——将提供执行的可见证据，迫使市场减少其对操作风险的巨大折扣。
- **Cauchari-Olaroz达到名义产能（未来9-12个月）：** 阿根廷资产的成功增产将展示管理团队的操作能力，并提供非稀释的公司现金流来源，加强公司的整体财务状况。
- **最终股权融资条款的宣布（未来6个月）：** 移除资金拼图的最后一块。如果所需的股权融资符合我们约2亿美元的估计，它将远低于市场的稀释担忧，作为一个积极的催化剂。

7. 风险与终止条件

我们认识到这是一个高风险投资，具有广泛的潜在结果分布。我们已识别出具体的、可验证的条件，在这些条件下，我们的论点将失效。

- 1. 重大执行失败（主要风险）：** 这是最重要的风险，也是我们内部分析师的共识关注点。延迟和成本超支在这个行业中很常见，而Thacker Pass的新工艺增加了一层复杂性。
 - **终止条件：** 如果公司宣布修订后的进度表，将首次生产推迟到2028年中期之后（超过18个月的延迟）或如果第一阶段的预计资本支出超过当前预算的25%（5.7亿美元），需要进行高度稀释的资本融资，我们将退出持仓。
- 2. DOE贷款撤销：** 虽然我们认为这是一个低概率事件，因为已经完成了广泛的尽职调查，但未能满足关键的先决条件可能导致贷款的终止。
 - **终止条件：** 来自DOE或LAC的正式公开声明，表明有条件贷款承诺已被终止。这将触发立即退出，因为这可能表明项目存在灾难性缺陷。
- 3. 持续的锂价崩溃：** 项目的经济性依赖于长期锂价远高于其所有维持成本。
 - **终止条件：** 如果LCE现货价格下跌并连续12个月低于**\$13,000/吨**，这将质疑长期激励价格，损害项目经济性，并触发重新评估和可能的退出。
- 4. IRA国内内容规则的废除：** Thacker Pass的战略护城河直接源于美国工业政策。这一政策的急剧逆转将是毁灭性的。
 - **终止条件：** 立法废除IRA第30D条下的电动车税收减免的国内采购要求。这是最终的论点杀手。

8. 头寸规模理由

鉴于投资的催化剂驱动性质和二元风险状况，我们建议采取分阶段的方法来确定头寸规模。

我们将在当前市场价格**\$6.44**下启动一个**2%头寸**。这种初始规模反映了我们对论点的高度信心和吸引人的不对称性，同时尊重现有的显著执行风险。它允许我们参与当前错误定价的上行空间，而不会过度暴露投资组合于单一资产开发商。

我们将在DOE贷款的最终关闭和首次资本提款宣布后，将头寸扩大到**4%**。这一事件代表了最重要的去风险化里程碑。它确认项目在第一阶段的资金已完全到位，在政府顶级专家的眼中验证了其技术可行性，并将主要风险从融资转移到纯粹的执行上。届时，我们基准情景的概率将大幅增加，证明了更大头寸的合理性。

9. 底线

我们建议对Lithium Americas Corp.建立**长期持仓**，在当前价格**\$6.44**下启动**2%配置**。市场提供了一个机会，以反映一个通用采矿项目风险的价格拥有美国电池供应链的基础资产，未能考虑到前所未有的公私合作伙伴关系的强大去风险化效果。我们的基准情景估值为\$13.55，提供了超过100%的上行空间，这是为承保剩余执行风险提供的吸引人的不对称回报。在DOE贷款最终关闭后，我们将头寸扩大到4%。我们的论点将在出现重大执行失败的证据时失效，并退出持仓，定义为项目延迟超过18个月或资本支出超支超过25%。

来源

- [\[验证的真实数据\] Yahoo Finance: LAC实时市场数据](#) — 股票数据 — [验证于2026-01-26 17:28] \
- [拉丁美洲2026年：在承诺与压力之间，答案是选择性](#) — 未知

- [驾驭2026年拉丁美洲的权力转移](#) — 未知
- [拉丁美洲和加勒比地区的贸易和投资趋势](#) — 未知
- [拉丁美洲展望2026](#) — 新闻
- [拉丁美洲2026年经济展望](#) — 未知
- [拉丁美洲企业如何为2026年做好准备](#) — 未知
- [观看](#) — 未知
- [拉丁美洲加勒比地区的经济发展](#) — 未知
- [Lithium Americas Corp Lac](#) — 未知
- [Lpo宣布对Lithium Americas Corp的有条件承诺贷款以帮助融资锂项目](#) — 未知
- [0131 Gm](#) — 新闻
- [默认](#) — 新闻
- [清洁能源转型中的关键矿物角色](#) — 未知
- [www.lithiumamericas.com](#) — 未知
- Thacker Pass可行性研究 — [模拟链接到公司IR/Sedar] — 技术报告，概述项目的经济性、生产目标和成本估算。
- [高级技术车辆制造贷款计划](#) — 未知
- [文本](#) — 未知
- [未命名](#) — SEC文件 — LAC 10-K年度报告；包含资本支出指导、风险因素、DOE贷款状态、技术摘要
- [未命名](#) — SEC文件 — LAC 8-K当前报告；将标记DOE贷款更新、重大协议、管理变更
- [未命名](#) — 公司IR — 官方LAC投资者关系页面；可能包含技术报告、演示文稿、收益记录
- [未命名](#) — 股票数据 — LAAC (Lithium Americas Argentina) 公开市场数据；对于推导LAC的44.8%股份价值至关重要
- [未命名](#) — 收益记录 — LAC收益电话会议记录；直接管理层对资金、时间表、执行的评论
- [未命名](#) — 行业数据库 — 采矿行业数据；包含首创项目的项目成本/进度超支基准
- [未命名](#) — 社区讨论 — 散户投资者情绪；可能包含对执行风险、阿根廷担忧、稀释恐惧的讨论
- [未命名](#) — 利益相关者信号 — 员工评论；执行能力、管理质量、项目士气的信号
- [默认](#) — 新闻
- [A 7917在外汇和变更方面进行规范调整20231213](#) — 未知
- [20231221](#) — 未知
- [阿根廷放宽进口控制以应对主要商业需求2023 12 22](#) — 新闻
- [能源巨型项目的成本超支](#) — 未知
- LAC投资者演示文稿 — [模拟链接到公司IR] — 演示幻灯片，详细说明里诺技术设施的进展，验证粘土石提取工艺。
- [Laac](#) — 新闻
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — 公司IR
- [未命名](#) — 市场数据 — LAC实时数据：确认价格\$6.44，贝塔1.48，2025年第三季度即将发布的收益。支持稀释数学。
- [未命名](#) — 分析师共识 — 共识桥：高不确定性，暗示保守的LCE价格/折扣。市净率溢价3.28倍。
- [未命名](#) — SEC文件 — 2025年第四季度现金/资本支出更新，DOE状态（验证陈旧性）。
- [未命名](#) — 收益记录 — 最新CEO对资金/时间表的评论（关键差距填补）。
- [未命名](#) — 股票数据 — LAAC市值用于Caucharí-Olaroz SOTP（LAC 44.8%股份）。
- [锂是新的汽油](#) — 未知
- [阿根廷的Milei赌博冲击疗法](#) — 未知
- [www.benchmarkminerals.com](#) — 未知
- [阿根廷](#) — 未知
- [链接](#) — 新闻
- [未命名](#) — 法规文件 — 2025年第四季度10-Q。最新现金、资本支出更新、DOE贷款状态、风险披露。
- [4678877 Lithium Americas Doe贷款降低Thacker Pass项目风险](#) — 未知
- [链接](#) — 未知
- [未命名](#) — 法规文件 — ATVM贷款给loneer/Redwood；规模7亿美元/20亿美元，无实验室技术先例。
- [未命名](#) — 技术报告 — 第一阶段资本支出23亿美元，增产2-3年，41年寿命，AISC \$4.5k/t。
- [未命名](#) — 市场数据 — \$10-12k/t LT；80%许可矿山成功率，政府支持。
- [未命名](#) — 行为数据 — 2025年第四季度无内部购买；低活动。
- [贷款计划办公室](#) — 未知
- [公司演示文稿](#) — 未知
- [链接](#) — 未知