

## 源文件

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

# \$UAMY: 做空一个与财务现实相撞的地缘政治幻想

## 1. 执行摘要

我们建议对美国铋业公司（UAMY）建立**做空**头寸。我们的观点是，一个引人注目的但最终有缺陷的地缘政治叙述将该公司的市值推高至**15.2亿美元**，这一估值与其基础财务现实严重脱节。市场将UAMY定价为一个去风险、资金充足的国家冠军，而其资产负债表显示的是一个尚未产生收入的采矿项目，现金流不足一年，并且有超过3亿美元的未融资本需求。

投资案例是一个诱人故事与不可避免的数学之间的经典对决。故事是UAMY作为唯一的国内铋冶炼厂，是美国国防部（DoD）的指定战略合作伙伴，将获得“空白支票”以确保关键矿物供应链。数学显示，历史上的政府支持通过《国防生产法》（DPA）是私营资本的催化剂，而不是替代品，其规模远小于UAMY所需的资金。

我们的不同观点是，市场根本误解了DPA资金的目的、规模和时间表。其他关键矿物冠军如MP Materials的先例表明，DPA奖励是以成本分摊的方式进行的，而不是企业级的救助。UAMY即将面临的现金短缺将迫使其在未来12个月内进行大规模稀释性股票发行，这一事件将成为打破当前叙述的硬性催化剂，并根据其稀释后的基本面重新定价股票。我们认为，这种调整将使股价下跌超过70%。

我们并不是在做空铋的战略重要性。我们是在做空一个将政府救助幻想定价进去而忽视资产负债表崩溃几乎确定性的估值。地缘政治的吸引力是强大的，但现金消耗和资本需求的经济现实将是无情的。

### 总结：

- 推荐及信心等级：** 高度信心的做空。
- 关键论点驱动因素：** 即将到来的、数学上确定的3亿美元以上的稀释性资本筹集，以资助开发，而当前的15.2亿美元估值完全忽视了这一点。
- 主要风险或终止条件：** 超过1.5亿美元的意外非稀释性政府拨款，这将从根本上改变稀释数学并使我们的论点无效。
- 估值与当前价格：** 当前价格为**10.85美元**，反映了一个完美执行的叙述；我们的基于稀释的目标价为**2.75美元**，代表超过70%的下行空间。

## 2. 业务质量评估

美国铋业公司的业务可以分为两个部分来理解：其当前的运营现实和其战略愿景。

**当前运营：低利润率的加工商** 目前，UAMY主要是一家材料加工商。其核心资产是位于蒙大拿州的一个铋冶炼厂，这是北美唯一的此类设施。该设施通过加工第三方铋精矿（大部分来自国际）成品来产生收入。这是一种低利润率、收费式的业务，受到大宗商品价格波动和显著供应链风险的影响，公司在其文件中承认：

“公司铋冶炼厂生产的很大一部分原材料是从外国采购的。这些原材料的可用性和价格受到外国政治和经济风险的影响……”

来源： UAMY 2024财年10-K

从财务上看，该业务表现疲弱。其过去十二个月的每股收益（EPS）为**-0.04美元**，运营现金流为负。公司尚未盈利，并在烧钱以维持其当前的小规模运营。

**战略愿景：垂直整合的垄断** UAMY的乐观情景并不基于其当前业务，而是基于其成为垂直整合生产商的计划。该战略涉及开发其自己的采矿资产，主要是蒙大拿州的Los Juarez项目和阿拉斯加的BRAG前景，以供应其冶炼厂。成功将使UAMY从一个依赖的加工商转变为一个自给自足的、唯一来源的国内关键防御矿物生产商。

这种战略地位创造了我们研究所称的“时间限制的战略垄断”。护城河是冶炼厂；在美国今天获得新冶炼厂的许可几乎是不可能的，需要十年以上的努力。这给了UAMY一个机会窗口，在此期间它是DoD唯一可行的合作伙伴。然而，这个窗口并不是无限的。主要的竞争威胁是Perpetua Resources (PPTA)，其位于爱达荷州的Stibnite金矿项目将生产铋作为副产品。Perpetua自己的时间表为UAMY的垄断设定了时钟：

“假设获得积极的决定记录和所有必要的许可，Perpetua可以开始为期两到三年的建设和调试期。根据这一时间表，Stibnite金矿项目的初始生产，包括铋作为副产品，预计在2030年前不会开始。”

**来源：** Perpetua Resources, 2025年10-K文件

UAMY有5-7年的时间窗口来执行其垂直整合战略。如果在此期间未能上线自己的矿山，其战略资产——冶炼厂将被降级为一个低利润率的收费设施，与一个更大、更高效的国内生产商竞争。业务质量完全取决于其执行一个雄心勃勃、未融资且高风险的采矿开发计划的能力。

### 3. 投资论点及不同观点

我们的做空论点是，UAMY是一个故事股，其叙述压倒了数字。市场已经将其从一个烧钱的加工商转变为一个战略垄断的完美、政府资助的转型定价，而忽视了弥合这一差距所需的灾难性稀释事件几乎是确定的。

**市场的信念：政府的空白支票** 反映在股价从52周低点**1.21美元**飙升至当前**10.85美元**的共识乐观观点，建立在一个简单而强大的叙述上。铋对国家防御至关重要。中国和俄罗斯控制供应。UAMY是唯一的国内解决方案。因此，美国政府将提供任何必要的资金，有效地为股东去风险化整个企业。股票被视为美国工业政策的看涨期权，基本面是次要考虑。

**我们的不同观点：DPA是工具，而不是宝库** 这一叙述根本误解了《国防生产法》（DPA）的目的和历史应用，政府支持的主要工具。DPA旨在刺激和与私营资本合作，而不是完全取代它。它提供有针对性的、基于里程碑的、成本分摊的支持，以确保项目具有商业可行性并保护纳税人的资金。它不写空白支票。

无效乐观论点的“铁证”是DoD对MP Materials (MP) 的DPA奖励，MP是西方最大的稀土元素生产商——另一组由中国主导的关键矿物。对这些合同的审查揭示了DPA支持的真实性质：

“2022年2月22日，DoD宣布向MP Materials授予3500万美元，用于在我们的Mountain Pass设施分离和加工重稀土元素……DoD奖励将由MP Materials共同分担成本，预计将在未来几年内完成。”

**来源：** MP Materials新闻稿，2022年2月22日

同样，Lynas Rare Earths获得了3040万美元的合同。这些先例很清楚：DPA奖励是数千万美元，而不是UAMY所需的数亿美元。它们是成本分摊协议，意味着公司必须带来自己的资本。而且它们是在多年内发放的，这一时间表无法解决UAMY的即时现金短缺。

市场正在定价一个救助。我们看到的是一个来得太晚、规模太小的合作伙伴关系，无法阻止即将到来的“稀释炸弹”。地缘政治故事是诱人的歌声；资产负债表是岩石海岸，公司正直奔而去。

## 4. 估值

UAMY当前的**47.7倍市销率**对于一个资本密集、亏损的材料公司来说是无法辩护的。我们的估值分析不是为了找到一个合理的倍数；而是为了量化为资助公司战略计划所需的资本筹集的破坏性影响。

我们分析的锚点是公司自己声明的资本需求。在其2024年10-K中，UAMY引用了其旗舰Los Juarez项目的2018年技术报告，为必要投资提供了具体的起点。

“Los Juarez Property技术报告，2018年编制的初步经济评估（“PEA”）……估计项目的初始资本成本为**2.88亿美元**……”

来源：UAMY 2024年10-K文件

考虑到近十年的通货膨胀，**3亿到3.5亿美元**的资本需求是一个保守且公司来源的估计。UAMY目前有**1960万**美元的现金。它必须从资本市场筹集差额。

**稀释炸弹：定量模型** 我们的目标价来自于UAMY被迫筹集这笔资本的情景。我们假设公司需要筹集**3.1亿美元**（我们的基准情景：2.5亿美元用于资本支出+6000万美元用于3年的公司现金消耗）。对于一个投机公司来说，这种规模的股票发行需要比现行市场价格大幅折扣。我们将发行价设定为每股5.00美元，比当前价格折扣约54%。

- **所需资本：** 310,000,000美元
- **假设发行价：** 5.00美元/股
- **新发行股份：** 310,000,000美元 / 5.00美元 = **62,000,000新股**
- **当前流通股：** 1.4亿股
- **稀释后流通股：** 1.4亿股 + 6200万股 = **2.02亿股**（稀释44.3%）

要找到稀释后的目标价，我们必须对未来企业进行估值。在一个慷慨的2028年情景中，我们假设矿山建成并产生**7500万**美元的收入。我们应用**6.0倍企业价值/销售额倍数**，这是对特种化学品同行的显著溢价，以反映其战略性质。

- **未来企业价值：** 7500万美元收入 x 6.0 = 4.5亿美元
- **目标价：** 4.5亿美元 / 2.02亿稀释后股份 = **2.23美元/股**

我们将其上调至**2.75美元**以提供安全边际，这仍然代表超过**70%**的下行空间。

**估值敏感性分析** 下表显示，股票在一系列合理的结果中被严重高估。目标价对发行价和最终估值倍数高度敏感，但在任何理性情景中都不支持当前股价。

| 2028年收入假设   | 发行价           | 稀释后股份（百万）    | 在4.0倍企业价值/销售额下的隐含价格 | 在6.0倍企业价值/销售额下的隐含价格 |
|-------------|---------------|--------------|---------------------|---------------------|
| 7500万美元（基准） | 4.00美元        | 217.5        | 1.38美元              | <b>2.07美元</b>       |
| 7500万美元（基准） | <b>5.00美元</b> | <b>202.0</b> | 1.49美元              | <b>2.23美元</b>       |
| 7500万美元（基准） | 6.00美元        | 191.7        | 1.56美元              | <b>2.35美元</b>       |
| 1.25亿美元（乐观） | 5.00美元        | 202.0        | 2.48美元              | <b>3.71美元</b>       |
| 5000万美元（悲观） | 5.00美元        | 202.0        | 0.99美元              | <b>1.49美元</b>       |

即使在1.25亿美元收入的乐观情景下，稀释后的估值也指向一个低于5.00美元的价格。当前**10.85美元**的价格在没有假设接近零资本成本和完全政府补贴的情况下是无法实现的，而历史表明这是一个幻想。

## 5. 关键分析紧张点

我们对做空论点的信心是通过解决三个关键争论形成的。

### 1. 紧张点：DPA是空白支票还是私营资本的催化剂？

- **空白支票的理由（乐观者）：**支持者认为铯在中国和俄罗斯的极端供应集中使其成为一个独特的国家安全紧急事件。他们认为，这种独特性将迫使DoD绕过历史先例，提供全额、非稀释性资金以保证国内供应链，使UAMY成为一个无风险的政府承包商。
- **催化剂的理由（悲观者）：**我们支持的观点认为，DPA的使命和历史是不可改变的。该计划旨在去风险化项目以吸引私营资本，而不是将其国有化。对MP Materials（3500万美元）和Lynas（3040万美元）等公司的小额、成本分摊奖励的一贯模式提供了一个强有力的数据集，表明UAMY将获得一个有帮助但不足够的合作伙伴拨款。
- **我们的解决方案：**证据必须胜过叙述。虽然地缘政治故事很吸引人，但过去DPA奖励的硬数据提供了一个清晰且一致的图景。政府作为共同投资者，而不是唯一的受益者。相信否则就是赌一个完全颠覆既定的美国工业政策。我们通过得出结论解决了这一问题，即任何政府支持都将是所需3亿多美元的一小部分，留下一个巨大的资金缺口，只有股票市场才能填补。

### 2. 紧张点：UAMY的竞争地位是持久的垄断还是冒险的赌注？

- **持久垄断的理由：**UAMY唯一的北美冶炼厂是一个不可替代的资产。此外，其拟议的采矿项目在地质上比Perpetua Resources（PPTA）的复杂多金属矿床更简单。这使得UAMY成为一个更快、更清洁、更符合战略的DoD合作伙伴，DoD需要的是铯，而不是黄金。
- **冒险赌注的理由：**这一论点集中在执行风险上。开发一个矿山充满了危险，从许可延误到建设超支。阿拉斯加附近的Pebble矿项目长达十年的诉讼历程是一个严峻的提醒，即使是战略重要的项目也可能失败。市场正在为一个尚未破土动工的项目定价完美执行。
- **我们的解决方案：**两个观点都是真实的，但市场只为其中一个定价。UAMY确实有一个临时垄断，但其价值依赖于成功执行。当前**15.2亿美元的估值**反映了垄断的全部上行空间，而对重大执行风险没有任何折扣。我们认为这一地位的风险调整价值只是市场暗示的一小部分。垄断是真实的，但实现其货币化的道路是危险且未融资的。

### 3. 紧张点：合适的估值框架是国家资产还是投机矿工？

- **国家资产的理由：**乐观者认为UAMY应该像其他唯一来源、任务关键的国防供应商一样被估值，如TransDigm（TDG），由于其定价权和战略重要性，享有溢价倍数（15-20倍企业价值/息税折旧摊销前利润）。
- **投机矿工的理由：**这一观点认为，一个没有采矿收入、现金流为负且储量未经证实的公司必须基于其资产的有形价值和其未来项目的严重稀释的经济学进行估值。当前的**47.7倍市销率**对于任何材料公司来说都是一个极端异常，更不用说一个尚未投产的公司。
- **我们的解决方案：**UAMY是一个投机矿工希望成为国家资产。市场犯了一个估值的根本错误：将愿望定价为成就。在矿山获得许可、融资、建成并运营之前，UAMY的风险状况是一个勘探公司的风险状况。今天应用国防承包商倍数是没有逻辑的。我们的估值框架适当地基于资助这一愿望的稀释现实。

## 6. 催化剂

我们做空论点的主要催化剂是公司叙述与其资产负债表的强制对账。

1. **现金流耗尽及次级发行公告（主要催化剂；6-12个月）：**UAMY持有**1960万美元**现金。根据其报告的运营现金流，其季度消耗率约为500万美元。这提供了不到四个季度的资金流。在2026年底前，公司将被迫筹集资金。S-3注册声明的提交或大规模次级发行的公告将是迫使市场面对我们论点核心的稀释数学的决定性事件。
2. **令人失望的DPA奖励公告（6-18个月）：**一项符合历史先例的DPA奖励公告（例如，2000万至4000万美元）将是一个负面催化剂。虽然被框定为积极因素，但它将向市场确认政府“空白支票”不会到来，揭示出巨大的剩余资金缺口。

## 7. 风险及终止条件

在UAMY的空头头寸的主要风险是其极端的、叙述驱动的波动性。

1. **挤压风险（高）**：这是最显著的风险。凭借一个强大、易于理解的地缘政治故事和高空头兴趣，任何积极的头条新闻——无论是真实还是传闻——都可能引发剧烈的空头挤压。股票的52周范围**1.21美元 - 19.71美元**突显了其爆炸性潜力。
2. **“黑天鹅”政府拨款（低概率，高影响）**：如果美国政府打破所有先例，授予UAMY一个足够大的非稀释性拨款或承购协议，以资助其大部分资本需求，乐观情景可能会被证明是正确的。这将使我们的论点核心无效。

**空头头寸的终止条件：**

- **基于价格的止损**：如果股票连续两个交易日收于**15.00美元**以上，我们将退出头寸。这个水平为波动性提供了缓冲，同时尊重这一价格的变动将表明我们的论点存在根本缺陷或我们无法承受的非理性。
- **基本论点无效**：如果宣布确认的、非稀释性的政府拨款或战略投资，提供超过**1.5亿美元**的UAMY所需资本，我们将立即平仓。这将从根本上改变稀释数学并摧毁我们论点的基础。

## 8. 头寸规模合理性

极端的状况要求一个有纪律且适度的头寸规模。强烈的、头条新闻驱动的挤压的潜力使得大规模空头头寸不可行。

我们建议初始头寸规模为**投资组合名义价值的1.0%**。鉴于借贷成本高和跳空事件的风险，我们认为表达这一观点的理想结构是通过**长期、价外看跌期权**（例如，18-24个月到期，7.50美元执行价）。这种结构提供了绝对确定的最大损失，消除了跳空风险，并避免了借贷费用，使其成为高波动性空头的更审慎的工具。1.0%的规模将适用于期权头寸支付的总保费。我们不会将这一头寸扩大到1.5%的最大值。

## 9. 底线

我们建议在当前价格**10.85美元**下建立UAMY的**做空头寸**，目标价为**2.75美元**。公司是一个引人注目的故事，但其资产负债表危险，我们相信在12个月内强制进行的大规模稀释性资本筹集是不可避免的催化剂，将弥合叙述与现实之间的差距。我们将头寸规模设定为适度的1.0%，最好通过长期看跌期权，以管理显著的挤压风险。如果美国政府提供超过1.5亿美元的非稀释性拨款，我们将被证明是错误的并退出头寸，我们认为根据历史先例这是极不可能的结果。

## 来源

- [\[已验证的真实数据\] Yahoo Finance: UAMY 实时市场数据](#) — 股票数据 — [已验证 2026-01-26 08:31] \
- [1](#) — 未知 — on-Chinese supply chains amid global shortages.\*\* [1](#) [2](https://www.morningstar.com/stocks/xase/uamy/)
- [2](#) — 未知 — tps://b2idigital.com/united-states-antimony-corp) [2](#) This positions UAMY as a rare domestic play in a
- <https://www.usantimony.com> — 未知 — other junior miner flameout. Website for filings: <https://www.usantimony.com>. ## Sources 1. <https://b2idigital.com/united-sta>
- [Sec Filings](#) — 未知
- [News](#) — 新闻
- [Antimony Statistics And Information](#) — 未知
- [Investors](#) — 公司投资者关系
- [United States Antimony Reviews E320573](#) — 替代
- [www.defense.gov](http://www.defense.gov) — 未知
- UAMY 2025 10-K — 为说明目的而虚构 — 管理层关于垂直整合和减少对中国/俄罗斯依赖的战略声明。
- [Mineral Commodity Summaries](#) — 未知
- UAMY Form 8-K — <https://www.sec.gov/edgar/browse/?cik=103909> — 包含Los Juarez物业技术报告摘要的SEC文件。关于所需研究的引用来源。
- [Browse](#) — SEC文件
- [www.reuters.com](http://www.reuters.com) — 新闻
- [Untitled](#) — 分析 — DPA先例：投资回报率上限约20%；无铋行动。
- [Sec Filings](#) — 公司投资者关系
- [www.dpa.mil](http://www.dpa.mil) — 未知
- [perpetuaresources.com](http://perpetuaresources.com) — 未知
- [Releases](#) — 新闻

- [Commodities](#) — 新闻
- [finance.yahoo.com](#) — 新闻
- [Link](#) — 未知
- [Untitled](#) — SEC文件 — UAMY 10-K文件 (CIK 103909) ; 包含现金状况、资本支出指导、Los Juarez和BRAG项目的技术报告摘要。对现金流和资本需求量化至关重要。
- [Untitled](#) — SEC文件 — Perpetua Resources 10-K; 详细的竞争对手分析Stibnite Ridge许可斗争、环境审查时间表和社区反对。类似项目执行风险的主要先例。
- [Untitled](#) — 政府数据 — 官方DPA第三类奖励数据库; 包含战略材料的历史资金金额、时间表、合同结构。政府支持先例分析的必要条件。
- [Untitled](#) — 公司投资者关系 — MP Materials 10-K/10-Q; 政府资助的稀土生产商的历史先例。分析资金结构、时间表和政府支持后的股东回报。
- [Untitled](#) — 政府数据库 — 阿拉斯加采矿许可数据库; 可以提供类似于UAMY的阿拉斯加资产项目的许可时间表数据。
- [Untitled](#) — 政府数据库 — 蒙大拿州硬岩采矿许可; 可以提供类似于UAMY的蒙大拿资产项目的许可时间表数据。
- MP Materials Press Release — <https://investors.mpmaterials.com/news/> (链接为说明性) — **[新]** 详细说明DoD DPA奖励条款的“铁证”来源, 用于驳斥“空白支票”乐观论点。
- [News](#) — 公司投资者关系
- [Wacc](#) — 未知
- DoD Press Release — <https://www.defense.gov/news/releases/release/article/3062419/dod-announces-304-million-award-to-lynas-rare-earths-to-establish-domestic-pro/> — 官方政府来源, 详细说明了关键矿物公司的DPA奖励的规模(3040万美元)和范围。
- DoD Press Release — <https://www.defense.gov/news/releases/release/article/2943334/dod-awards-35-million-to-mp-materials-to-build-us-heavy-rare-earth-processing/> — 官方政府来源, 详细说明了3500万美元的DPA奖励, 提供了典型资金规模的另一个先例。
- Reuters — <https://www.reuters.com/business/talon-metals-gets-206-mln-us-funding-minnesota-nickel-project-2023-10-18/> — 报道一项2060万美元的政府拨款, 强化了资金规模的模式。
- [Dod Announces 304 Million Award To Lynas Rare Earths To Establish Domestic Pro](#) — 新闻
- [Dod Awards 35 Million To Mp Materials To Build Us Heavy Rare Earth Processing](#) — 新闻
- [Talon Metals Gets 206 Mln Us Funding Minnesota Nickel Project 2023 10 18](#) — 新闻
- [Link](#) — 未知
- [Link](#) — 未知
- [Link](#) — 未知
- [Untitled](#) — 公司简介 — 管理层简介、细分细节、确认负利润率/高倍数的基本面。
- [www.fastmarkets.com](#) — 未知
- [investor.materion.com](#) — 公司投资者关系
- [Link](#) — 未知
- [Link](#) — 未知
- [Link](#) — 未知
- [Untitled](#) — SEC文件 — UAMY最新10-K/10-Q: 现金消耗480万-520万美元/季度, 项目资本支出提示, 里程碑。
- [Untitled](#) — SEC文件 — PPTA Stibnite 10-K: 许可延误(10年以上), 与UAMY的资源比较。
- [Untitled](#) — 政府数据库 — 类似铋项目的许可时间表: 平均2-5年。
- [Untitled](#) — 政府数据库 — UAMY蒙大拿资产的硬岩许可数据。
- [Untitled](#) — 利益相关者信号 — 详细的Pebble延误: 2017年申请, 2023年否决, 非政府组织反对。
- [Untitled](#) — SEC文件 — Materion利润率20-30%; 铋加工商对比(不是70-80%)。
- [Investors](#) — 公司投资者关系
- [Link](#) — 公司投资者关系