

2024年11月23日

锂供需仍旧失衡，行业仍待继续出清

有色-能源金属行业周报

报告摘要：

► 本周国内锂盐价格环比下跌，后市锂价或震荡运行

本周国内工业级碳酸锂（99.0%为主）市场成交价格区间在7.7-8万元/吨，市场均价7.85万元/吨，较上周四同期均价下滑1.26%；国内电池级碳酸锂（99.5%）市场成交价格区间在7.9-8.3万元/吨，市场均价为8.1万元/吨，较上周四同期均价下滑1.22%。截止到本周四，国内电池级粗粒氢氧化锂价格为6.6-7.1万元/吨，市场均价6.85万元/吨；电池级微粉氢氧化锂市场价格为7.1-7.8万元/吨，均价7.45万元/吨；国内工业级氢氧化锂市场价格5.8-6.4万元/吨，均价在6.1万元/吨。据SMM数据，截至11月21日，碳酸锂样本周度库存总计10.83万吨，较11月15日去库752吨，上游冶炼厂较11月15日去库264吨至3.39万吨，中下游材料厂去库238吨至2.93万吨，其他环节（包括电池厂、主机厂等）去库250吨至4.51万吨。碳酸锂库存持续去化。受制于锂行业供需格局失衡，碳酸锂价格在24年不断下跌，甚至一度跌破7万大关，带动锂矿价格大幅下跌。由于锂价持续下跌，成本考验开始，2024年年初陆续开启锂矿减停产潮及延缓产能释放，以收缩资本开支、控制成本以维持现金流，从而维护资产价格和企业利润。2024年初至今，宣布停产的澳矿已有4座，目前低锂价环境迫使一众澳矿生产商纷纷减产或暂停项目以削减资本开支、维持良好的现金流情况。我们预计，若锂价延续弱势运行，不排除海内外产能进一步出清的可能，减停产规模或将持续扩大，届时锂行业供给有望得到修复。但需注意本轮周期矿山暂停运营不牵扯股权变更或者司法纠纷，重启速度要较此前1-3年的重启周期迅速的多，也成为压制锂盐价格的重要因素。我们维持后市锂盐价格继续震荡的看法，锂供给格局仍待继续出清。

► 本周普氏锂精矿报价小幅下调，后市锂矿价格或震荡运行

截止到11月22日，普氏能源咨询锂精矿（SC6）评估价格为810美元/吨（FOB，澳大利亚），较11月15日报价下调10美元/吨。本周原料端各品位锂辉石价格上涨，进口锂辉石原矿均价675元/吨度，非洲矿5.0%价格482.5美元/吨，澳洲6.0%品位锂辉石到岸价820美元/吨。因受碳酸锂价格上涨传导作用，虽已达新的高位水平，但买卖双方采购意向方面均较为薄弱，局面僵持。进口锂矿石货源供应较为充足，市场整体氛围偏于审慎。总体来讲，后续锂矿价格仍会随锂盐价格振荡运行。

► 本周沪镍价格环比上涨，后续关注印尼镍矿政策

截止到11月22日，LME镍现货结算价报收15,610美元/吨，较11月18日上涨0.71%，LME镍总库存为159000吨，较11月15日增加2.96%；沪镍报收12.55万元/吨，较11月

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SACNO：S1120519100004

相关研究：

- 《能源金属周报|锡供需格局仍然偏强，锡价下行空间相对受限》
2024.08.04
- 《能源金属周报|锡供需格局仍然偏强，锡价下行空间相对受限》
2024.07.28
- 《能源金属周报|锡价受锡矿紧张预期支撑较强，下行空间或有限》
2024.07.21

15 日上涨 1.55%，沪镍库存为 31194 吨，较 11 月 15 日增加 2.37%；硫酸镍报收 27,250 元/吨，较 11 月 15 日下跌 1.80%。根据百川周报，供应方面，本周矿商 Prony Resources New Caledonia 已经召集其员工回到工厂现场，准备重启生产，镍矿供应或将增加，此前该公司因法国领土骚乱引发的停产六个月。纯镍市场，精炼镍产量持续攀升，海内外库存累增，供应仍然宽松。需求方面，十一月不锈钢需求整体进入淡季，十月利好消息消耗殆尽，不锈钢行情较弱，下游客户始终以谨慎观望态度为主，钢厂亏损难以接受高原料报价，抑制镍需求；新能源产业链方面，虽然新能源领域表现亮眼，但需求重心向磷酸铁锂倾斜，对硫酸镍需求有限；军工和轮船等合金需求较好，但电镀下游整体需求有限。成本方面，受印尼镍矿审批配额影响，印尼 12 月内贸矿价将进一步下调，产业成本重心下移导致短期下跌趋势不变。综合来看，基本面表现偏空，但下方有成本支撑，短期下方空间或为有限，后续关注印尼镍矿政策。

► 本周钴价偏弱运行，需求持续疲软

截至 11 月 22 日，电解钴报收 17.95 万元/吨，较 11 月 15 日价格持平；氧化钴报收 107 元/千克，较 11 月 15 日下跌 4.04%；硫酸钴报收 2.76 万元/吨，较 11 月 15 日价格下跌 1.43%。根据百川周报，供应方面，本周国内硫酸钴产量预计 990 金属吨，较上周产量减少，开工率同步下调。近期钴盐市场基本面未有明显波动，多数厂家仍面临利润倒挂的窘境，部分企业通过降负荷以应对行情低迷期，市场整体开工维持偏低水平。同时，据了解四川某厂家预计在本月底完成硫酸钴的投产及试生产。需求方面，根据乘联会发布的 10 月份销量数据，可谓是一片欣欣向荣！今年十月份销量如此强势，主要原因还是在于汽车置换补贴政策带动。单车补贴金额均较为可观，以及逐渐“到底”的定价，促进车主纷纷出手换车，尤其是推动了入门级纯电动车与狭义插混市场强势增长。不过终端需求并未有效传导至钴原料端，采购量未有明显增多。11 月 22 日，四氧化三钴报价 114 元/千克，较 11 月 15 日价格持平。根据百川周报，供应方面，本周国内四氧化三钴产量预计 2180 吨，较上周产量持稳，开工率同步不变。近期，四氧化三钴需求表现平淡，场内有厂家由于行情较差而减少产量，也有厂家为年底提前备货增加产量，不过整体来看，市场总体供应量充足，波动不大。需求方面，进入四季度后，四氧化三钴下游备货节奏放缓，在 11 月备货后，后市订单或将向下调整。预计四季度供需情况相比三季度有所减弱，下游对原料四钴的采购需求难有明显提量。

► 本周稀土价格偏弱运行，镨钕价格小幅下跌

截止到 11 月 22 日，氧化镧均价 4000 元/吨，较 11 月 15 日价格持平；氧化铈均价 7140 元/吨，较 11 月 15 日价格持平；氧化镨均价 42.08 万元/吨，较 11 月 15 日价格下跌 2.21%；氧化钕均价 41.80 万元/吨，较 11 月 15 日价格下跌 2.79%；氧化镨钕均价 41.25 万元/吨，较 11 月 15 日价格下跌 1.79%；氧化镱均价 1,690 元/公斤，较 11 月 15 日下跌 0.88%；氧化铽均价 5,855 元/公斤，较 11 月 15 日价格增加

0.17%。根据百川周报，供应相对充足，上游企业生产稳定，原料数量较多，企业开工较满，市场现货数量尚可，并且近期市场消耗不及预期，现货库存少量增加，供应端相对前期充裕。需求表现稳定，通过钽铁硼毛坯量来看，全年同比有所增加，增幅 10-15%，当前下游生产稳定，虽订单增加有限，刚需仍有成交，数量尚可；同时终端下单价格压低，企业竞价接单，对价格支撑减弱。市场信心减弱，周内价格大跌，导致市场情绪悲观，暂无更强势利好消息，市场整体转弱下行，且短期内谨慎操作，四季度整体预期变弱。综合来看，供应端现货数量稳定，需求端虽有增量，但不足以支撑下游满负荷开工，企业竞争激烈，价格压低明显，对原料价格支撑较弱，市场情绪转弱，观望氛围渐浓，谨慎操作为主。

► 本周沪锡价格小幅下跌，关注后续低邦复产情况

截止到 11 月 22 日，LME 锡现货结算价 28,535 元/吨，环比 11 月 15 日下跌 2.19%，LME 锡库存 4,860 吨，环比 11 月 15 日减少 1.02%；沪锡加权均价 24.16 万元/吨，较 11 月 15 日价格下跌 0.13%；沪锡库存 7,786.00 吨，较 11 月 15 日减少 8.15%。锡精矿，本周国内锡精矿价格震荡波动，截止本周四锡精矿市场均价为 232800 元/吨，较上周四价格跌幅 0.43%。当选总统特朗普的政策可能引发通胀，美联储降息预期下降，美元指数较强，压制有色盘面价格。当前低邦禁矿预计 2025 年初有机会恢复生产，短期矿端供应尚存问题，但暂未对国内锡锭供应造成减量影响。锡锭，本周国内锡锭价格下跌。现货市场部分品牌仍无报价，随着锡价快速下调后，持货商挺升水意愿较强，下游积极入市备货，成交表现尚可。2024 年 10 月，印尼锡锭出口再次大幅下降。根据印尼贸易部的数据，10 月锡出口量达到 4,663.50 吨，同比减少 14.39%，环比减少 7.53%。1-10 月锡出口量 3.43 万吨，同比减少 37.88%。印尼 10 月锡锭出口量环比下滑，且低于正常水平，中短期或将无法恢复正常。当前低邦禁矿预计 2025 年初有机会恢复生产，但其落地时间仍是市场关注的重中之重，亦压制锡价上行动能。后续需持续关注。

► 本周锑锭价格小幅下跌，后续需关注出口情况

截止到本周四，1#锑锭出厂含税价 14.6-14.9 万元/吨，0#锑锭出厂含税价 14.7-15 万元/吨，均较上周同期价格下调 0.05 万元/吨，降幅为 0.34%。本周，虽受出口量没有达到预期影响价格有所下行，但最近受消息面影响，大厂挺价仍较坚定，中小厂报价低位紧缩，且现货库存不多，不少商家看涨情绪浓厚，等待 12 月新出口政策有所放宽，目前可以少量出口到敏感地区已经是一大进步，持货商信心坚定，但受下游需求端反馈情况尚未达到预期，且短期内没有明显利好因素出现，目前买卖双方成交谨慎，采购方按需补货，市场多以观望等待市场变化为主，因此市场呈现僵持局面。

► 本周 APT 价格环比持平，原料供应趋紧

截至 11 月 22 日，白钨精矿（65%）报价 14.25 万元/吨，环比 11 月 15 日价格持平；黑钨精矿（65%）报价 14.35 万元/吨，环比 11 月 15 日价格持平；仲钨酸铵（88.5%）报价 21.1

万元/吨，环比 11 月 15 日价格持平。根据百川周报，供应方面，本周原料供应趋紧。矿山保持供需相对平衡状态，商家对后市预期较好，下游采购备货需求有限，当前价格处于偏高位置，场内畏高情绪逐渐蔓延，市场成交刚需为主。矿商看涨情绪较多，场内现货资源流通较好。需求方面，本周终端需求尚可。近期终端消费表现一般，下游市场缺乏订单支撑，整体排单量有限，商家购销积极性有待提升，场内存在畏高情绪，下游客户谨慎采购，场内交投多商谈。

► 铀价行至 15 年高位，供需格局或支撑铀价

根据同花顺数据，9 月全球铀实际市场价格为 64.63 美元/公吨，行至近 15 年高位。长贸价格的持续上涨主要来自供应端产量增长不及预期，以及业主和生产商入场采购行为逐渐活跃，带动市场逐步复苏。需求端看，全球核电积极发展，2024 年上半年能源安全问题日益凸显，加之全球对低碳能源需求的持续增长，核电行业迎来一系列变革性的有利条件。2024 年上半年，全球新并网 4 台机组，分别来自中国、印度、美国和阿联酋。新开工了 4 台机组，其中两台来自中国。各国支持核电发展政策持续落地，包括欧美政府拨款为核电及相关产业链发展提供资金支持。日本已批准了 4 台核电机组延长任意寿命，并积极推动核电重启等等。综上，全球对核电的关注日益攀升，各国推动核电发展的政策正在逐步落地，全球核电产业加速上行。但新建项目方面，蒙古 Zuuvch-Ovoo 铀矿开发面临延迟（原计划于 2028 年开始生产），俄罗斯 PIMCU 公司宣布旗下 6 号铀矿项目将在 2028 年开始生产（晚于原计划 2 年）。复产项目方面，福岛核事故后，连续十余年内全球勘探投资支出较少，或导致部分矿山复产不及预期。综合来看，行业的供需格局对铀价形成的支撑仍然保持乐观的态势。

投资建议

本周碳酸锂小幅去库，国内碳酸锂价格环比下跌，根据百川周报，下游正极材料生产保持稳定，12 月的需求预期仍然保持乐观，供需关系呈现改善趋势，为碳酸锂价格提供低位支撑。目前低锂价环境迫使一众澳矿生产商纷纷减产或暂停项目以削减资本开支、维持良好的现金流情况。我们预计，若锂价延续弱势运行，不排除海内外产能进一步出清的可能，减停产规模或将继续扩大，届时锂行业供给有望得到修复。但需注意本轮周期矿山暂停运营不牵扯股权变更或者司法纠纷，重启速度要较此前 1-3 年的重启周期迅速的多，也成为压制锂盐价格的重要因素。我们维持后市锂盐价格继续震荡的看法，锂供给格局仍待继续出清。我们推荐关注成本曲线处于行业较低分位，且未来 2-3 年仍有供给增量的公司，推荐关注锂云母原料自给率 100%的【永兴材料】，受益标的有【赣锋锂业】、【中矿资源】、【雅化集团】、【盛新锂能】、【江特电机】、【天齐锂业】。

本周氧化镨钕价格小幅下跌，但近期镨钕大厂持续低位补货，对价格底部有支撑，后续需关注缅甸矿方面情况。在未来 2-3 年稀土供应增量有限的背景下，特朗普政府关税对外加征

关税政策导致的中美贸易摩擦延续或将支撑以稀土为代表的小金属价格上行。受益标的：【北方稀土】、【金力永磁】。

本周沪锡价格大幅下跌。当前佤邦禁矿预计 2025 年初有机会恢复生产，但其落地时间仍是市场关注的重中之重，亦压制锡价上行功能。受益标的：【兴业银锡】、【华锡有色】、【锡业股份】。

根据百川周报，综合来看，近日受消息面影响，锑价格有所回暖，大厂依旧报价坚挺，有业内人士称大家都在关注 12 月初出口放宽程度，多数持货商都还是看涨态度，目前下游买方按需采购。目前海内外锑价相差悬殊，若出口逐步恢复，价格有望向海外高价修复。此外，特朗普政府对外加征关税政策导致的中美贸易摩擦延续或支撑锑价上行。受益标的：【湖南黄金】、【华钰矿业】。

综合来看，根据目前的供需格局，天然铀需求与一次供应之间的缺口在中长期仍然存在。伴随着在产项目产能利用率的提升及产量的衰减期的到来，一次供应缺口的补足将依赖于复产项目的落地以及新项目投产的进度。但新建项目建设的延迟和复产项目进度不及预期均导致铀行业供需格局偏紧，对铀价或有支撑。受益标的：中广核集团旗下海外铀资源开发的投、融资的唯一平台，且为国内铀业龙头的【中广核矿业】。

风险提示

- 1) 全球锂盐需求量增速不及预期；
- 2) 全球锂盐供给超预期；
- 3) 锡下游焊料等需求不及预期；
- 4) 缅甸佤邦锡矿主产区曼相矿区复产时间超预期；
- 5) 锡矿在建项目建设进度超预期；
- 6) 俄镍流入带来的供给增量超预期；
- 7) 全球锑矿供给超预期；
- 8) 全球钨矿供给超预期；
- 9) 地缘政治风险。

正文目录

1. 锂供需仍旧失衡，行业仍待继续出清.....	7
1.1. 锂行业观点更新.....	7
1.2. 镍钴行业观点更新.....	24
1.3. 稀土磁材行业观点更新.....	26
1.4. 锡行业观点更新.....	29
1.5. 锑行业观点更新.....	33
1.6. 钨行业观点更新.....	34
1.7. 铀行业观点更新.....	35
1.8. 行情回顾.....	45
2. 风险提示.....	48

图表目录

图 1 碳酸锂样本周度库存 (吨)	23
图 2 锂精矿价格情况 (美元/吨)	23
图 3 LME 镍库存及价格.....	25
图 4 沪镍库存及价格	25
图 5 氧化钴&电解钴价格走势 (元/吨)	26
图 6 四钴&硫酸钴价格走势 (元/吨)	26
图 7 氧化铜价格趋势 (元/吨)	28
图 8 氧化镨、氧化铈价格趋势 (元/吨)	28
图 9 氧化钕价格趋势 (元/吨)	29
图 10 氧化镝、铽价格趋势 (元/吨)	29
图 11 氧化镨钕价格趋势 (元/吨)	29
图 12 钕铁硼毛坯价格趋势 (元/吨)	29
图 13 沪锡价格及库存	33
图 14 LME 锡价格及库存.....	33
图 15 锑锭价格 (万元/吨)	34
图 16 锑精矿价格 (万元/金属吨)	34
图 17 白钨精矿 (65%) 及黑钨精矿 (65%) 价格	35
图 18 仲钨酸铵 (88.5%) 价格	35
图 19 全球铀实际市场价格 (美元/吨)	45
图 20 涨幅前十.....	45
图 21 涨幅后十.....	45
表 1 锂行业价格变动周度复盘.....	46
表 2 镍行业价格变动周度复盘.....	46
表 3 钴行业价格变动周度复盘.....	46
表 4 稀土行业价格变动周度复盘.....	47
表 5 锡行业价格变动周度复盘.....	47
表 6 钨钼行业价格变动周度复盘.....	47
表 7 锑行业价格变动周度复盘.....	48
表 8 钨行业价格变动周度复盘.....	48

1. 锂供需仍旧失衡，行业仍待继续出清

1.1. 锂行业观点更新

1.1.1. 一周国内外锂资源信息速递

1、SQM 2024Q3 季度报告

一、生产经营情况

1、锂盐业务

2024Q3 锂盐销量为 5.12 万吨，同比增长 18%，环比下降 2%。

2024Q3 锂盐平均实现价格为 9700 美元/吨，同比下降 67%，环比下降 24%。

2024Q3 锂盐单位销售成本为 7904 美元/吨，去年同期为 17065 美元/吨，上一季度为 9401 美元/吨，同比下降 54%，环比下降 16%。

2024Q3 锂盐单位毛利为 1796 美元/吨，同比下降 86%，环比下降 46%。

2、特种植物营养（SNP）

2024Q3 SNP 销量为 27.36 万吨，同比增长 22%，环比增长 2%。

2024Q3 SNP 平均实现价格为 910 美元/吨，同比下降 8%，环比下降 6%。

2024Q3 SNP 单位销售成本为 743 美元/吨，同比下降 1%，环比下降 7%。

2024Q3 SNP 单位毛利为 167 美元/吨，同比下降 29%，环比下降 6%。

3、碘及其衍生物

2024Q3 碘及其衍生物销量为 3400 吨，同比增长 6%，环比下降 17%。

2024Q3 碘及其衍生物平均实现价格为 68000 美元/吨，同比持平，环比增长 4%。

2024Q3 碘及其衍生物单位销售成本为 30786 美元/吨，同比增长 27%，环比增长 1%。

2024Q3 碘及其衍生物单位毛利为 37214 美元/吨，同比下降 15%，环比增 6%。

4、钾肥

2024Q3 钾肥销量为 17.57 万吨，同比增长 4%，环比下降 7%。

2024Q3 钾肥平均实现价格为 388 美元/吨，同比下降 13%，环比增长 1%。

2024Q3 钾肥单位销售成本为 314.87 美元/吨，同比下降 12%，环比下降 9%。

2024Q3 钾肥单位毛利为 73.13 美元/吨，同比下降 18%，环比增长 80%。

二、财务业绩情况

1、整体业绩

1) 营业收入 2024Q3, 公司收入为 10.77 亿美元, 同比下降 41%, 环比下降 17%。

2) 销售成本 2024Q3, 公司销售成本为 7.96 亿美元, 同比下降 13%, 环比下降 27%。

3) 毛利 2024Q3, 公司毛利润为 2.81 亿美元, 同比下降 63%, 环比下降 72%。

4) 税前利润 2024Q3 税前利润为 1.94 亿美元, 同比下降 72%, 环比下降 33%。

5) 所得税 2024Q3, 公司所得税为 5990 万美元, 去年同期为 2.16 亿美元, 而上个季度为 7240 万美元。主要是因为 2024Q1 所得税费用中, 包括智利开采锂的特定采矿活动支付的净影响为 11.033 亿美元, 所得税费用扣除锂采矿活动的会计调整的净影响, 达到 6350 万美元, 2024Q3 实际税率为 30.88%, 而 2024Q2 所得税率为 25.21%, 2023Q3 实际税率为 30.96%。

6) 税后归属净利 2024Q3 税后归属净利为 1.34 亿美元, 同比下降 72%, 环比下降 38%。

7) 现金及现金等价物截至 2024 年 9 月 30 日, 公司拥有的现金及现金等价物为 15.65 亿美元, 而上年末为 10.41 亿美元。

8) 债务截至 2024 年 9 月 30 日, 公司拥有的流动负债和长期负债分别为 19.09 /42.58 亿美元, 而上年末分别为 23.51 /37.88 亿美元。

2、分业务情况

1) 锂盐 2024Q3 锂盐收入为 4.97 亿美元, 同比减少 61%, 环比减少 25%。

2024Q3 锂盐毛利为 9197 万美元，同比减少 83%，环比减少 47%。

2) 特种植物营养 (SPN) 2024Q3 SPN 收入为 2.49 亿美元，同比增长 12%，环比减少 5%。

2024Q3 SPN 毛利为 4562 万美元，同比下降 14%，环比减少 4%。

3) 碘及其衍生物 2024Q3 碘及其衍生物收入为 2.34 亿美元，同比增长 10%，环比减少 13%。

2024Q3 碘及其衍生物毛利为 1.27 亿美元，同比下降 9%，环比减少 12%。

4) 钾肥 2024Q3 钾肥收入为 6820 万美元，同比减少 9%，环比减少 7%。

2024Q3 钾肥毛利为 1285 万美元，同比减少 15%，环比增长 67%。

三、2024 年指引

1) 锂盐公司预计 2024Q4 的实现价格应低于 2024Q3。预计今年的产品销量指导保持不变，销量将在 19-19.5 万吨之间。

2) 特种植物营养 (SPN) 公司预计，与 2023 年相比，2024 年的硝酸钾市场将增长约 17%。公司销售量增速将超过市场增速，预计 2024 年的销售量将比 2023 年增长约 20%，预计目前的价格在今年剩余时间内将保持稳定。

3) 碘及其衍生物公司预计 2024Q4 的平均实现销售价格可能会高于第三季度的价格，继续看到碘市场的强劲需求增长主要是受 X 射线造影剂和其他工业应用的推动，与 2023 年相比，公司预计 2024 年的碘市场需求可能会增长约 7%。尽管碘市场需求强劲，但由于市场供应有限，2025 年的碘市场增长率可能低于今年，公司认为至少在明年上半年价格会有上涨压力。

4) 钾肥公司预计 2024 年的钾肥市场需求将达到 7100 万吨，回到 2021 年的水平。由于原定于 2025 年发运的产品推迟发运，现在预计公司今年的销售量将达到 62 万吨。

2、Solid Power 2024Q3 季度报告

一、2024Q3 财务业绩情况

Solid Power 在 2024Q3 实现收入 470 万美元，与 2023Q3 相比减少了 170 万美元，同比减少 36%，这一下降主要是由于 2024 年完成 BMW JDA 里程碑的时间安排。较 2024Q2 的 510 万美元环比减少 8%。

2024 年截至 9 月 30 日的九个月收入为 1570 万美元，较 2023 年同期增加 60 万美元。这一增长主要归因于 SK On 协议下的里程碑的时间安排和完成以及 BMW JDA 的执行。

与 2023 年同期相比，2024Q3 和前三季度的运营费用有所增加，主要是因为生产成本、电池和电解质开发成本的增加、运营规模扩大以及联合开发协议的执行。

2024Q3 营业亏损为 2760 万美元，同比 2023Q3 亏损的 2150 万美元有所增加，环比 2024Q2 亏损的 2690 万美元有所增加。

2024Q3 归属股东的净亏损为 2242 万美元，即每股亏损 0.13 美元，同比 2023Q3 亏损的 1514 万美元有所增加，环比 2024Q2 亏损的 2230 万美元略有增加。

截至 2024 年 9 月 30 日，公司总流动性为 3.48 亿美元。

截至 2024 年 9 月 30 日，合同应收账款为 260 万美元，递延收入为 670 万美元，流动负债总额为 2030 万美元。

2024Q3 和年初至今的资本支出分别为 270 万美元和 1120 万美元。这主要代表了对公司电解质产能的投资，包括 EIC 的建设。

二、2024Q3 业务亮点

公司被美国能源部选中，获得高达 5000 万美元的奖励谈判，用于持续生产先进全固态电池的硫化物基固体电解质材料。

公司已实现所有里程碑，并已根据 SK On 协议于 2024 年收到全部预期付款。管道安装工作有望于 2025 年中期完成，随后预计将开始验证活动。

继续向多个客户重复提供电解质样品并收到建设性的反馈，从而实现电解质的改进。扩大宝马 JDA 并将继续联合开发电池技术。

三、2024 展望

Solid Power 仍预计 2024 年收入将在 1600 万至 2000 万美元之间，总现金投资预计在 1 亿至 1.2 亿美元之间。总现金投资包括 6000 万至 7000 万美元的运营现金和 4000 万至 5000 万美元的资本支出。

Solid Power 将继续致力于实现 2024 年的以下关键目标：-通过增加产量和强大的采样计划来扩大电解质能力和可用市场，-推进电池设计，使其符合 A-2 样品规格，-履行对联合开发伙伴的重要里程碑和承诺，以及-加强韩国影响力，将 Solid Power 嵌入韩国电池生态系统。

3、松下控股 2024Q3 季度报告

一、截至 2024 年 9 月 30 日的六个月业绩情况

截至 2024 年 9 月 30 日的六个月内，公司综合销售额同比增长 3%，达到 42,513 亿日元。这主要得益于 Lifestyle、Connect 和 Industry 领域销售额的增长，以及货币换算的影响，尽管汽车和能源领域的销售额有所下降。

截至 2024 年 9 月 30 日的六个月内，公司营业利润同比增加了 12%，达到 2,160 亿日元。

截至 2024 年 9 月 30 日的六个月内，税前利润增加了 12%，达到 2,510 亿日元。这主要归功于合理化的进展、权益法核算的投资利润（损失）的提高以及其他收入（费用）的改善，尽管通货膨胀导致固定成本增加以及战略投资增加。

截至 2024 年 9 月 30 日的六个月内，归属于松下控股株式会社股东的净利润比去年同期减少 34% 至 1,889 亿日元。这是由于 2024 财年所得税减少的影响，因为公司决定通过特别方案清算松下液晶显示器有限公司（“PLD”），并免除 PLD 的债务。

二、2024Q2 分业务板块的业绩情况

1、Lifestyle

销售额同比增长 5%，达到 17,440 亿日元。这主要得益于日本消费类电子产品和电气建材的销售稳定，以及汇率变动的的影响，尽管中国国内消费电子产品因需求放缓而出现下滑，欧洲热泵式热水器(A2W)等产品销量下降。营业利润与去年同期相比下降至 494 亿日元。这主要是由于中国国内消费电子产品和欧洲 A2W 销量下降，以及汇率恶化，尽管电气建材等产品销量增加。

2、Automotive

受部分机型停产、以中国为主的销售低迷等因素影响，尽管实际销售额有所下降，但扣除汇率影响，销售额仍比去年同期略增 1%，达到 7,144 亿日元。营业利润增至 242 亿日元。这主要得益于产品组合的改善、合理化以及价格调整的努力，尽管销售额下降，固定成本增加，但抵消了零部件和材料价格的上涨。

3、Connect

销售额同比增长 13%，达到 6,196 亿日元。这主要得益于 Gemba Solutions 的销售额增长，包括大型项目在内的订单稳定，以及主要是过程自动化、航空电子和 Blue Yonder 的销售额增加，再加上汇率的影响。营业利润与去年同期相比增至 251 亿日元。这主要归功于过程自动化和 Gemba Solutions 部门的销售额增长，尽管航空电子部门受到前期投资和飞机制造速度放缓导致的交货延迟的影响，以及对 Blue Yonder 的战略投资和由于市场条件恶化而导致的媒体娱乐部门的销售额下降等因素的影响。

4、Industry

尽管工业用继电器的销售额有所下降，而且随着以欧洲为主的市场不景气，汽车用继电器和电容器的销售额也有所下降，但用于生成式人工智能服务器的产品的销售额增加，以及汇率的影响，销售额同比增长 7%，达到 5,467 亿日元。营业利润较上年同期增长至 309 亿日元，这主要归功于销售额的增长、合理化、价格调整以及日元贬值的影响。

5、Energy

销售额为 4,304 亿日元，同比下降 10%。这主要是由于日本工厂减产导致动力电池销量下降，以及原材料价格下降导致价格调整，尽管工业/消费品销售额增加，数据中心储能系统销售良好。营业利润较上年同期的 525 亿日元增长至 543 亿日元。这主要归因于工业/消费领域储能系统销售额的增长以及材料市场价格的改善，尽管日本工厂的产量减少导致动力电池销售额下降，以及堪萨斯州和和歌山工厂的产能提升成本增加。

6、其他（未纳入报告分业务部门的其他业务活动）

销售额同比增长 7%，达到 6,716 亿日元。营业利润增至 346 亿日元，与去年同期相比有所增长。

三、财务指标情况

截至 2024 年 9 月 30 日的 6 个月内，经营活动产生的净现金为 4,576 亿日元，而去年同期为 3,918 亿日元。这主要是由于通过第三方信用转移将 IRA 税收抵免货币化，尽管营运资本和其他因素发生了不利变化。

投资活动使用的现金净额为 4,958 亿日元，去年同期为 2,303 亿日元。这主要是由于对动力电池的资本投资增加以及收购 One Network Enterprises, Inc. 因此，自由现金流（经营活动和投资活动产生的净现金）为负 382 亿日元，比去年同期减少了 1,997 亿日元。

融资活动使用的现金净额为 1,219 亿日元，而去年同期为 1,031 亿日元。这主要是由于无担保直接债券的发行量超过了上一财年同期直接债券的偿还量。

考虑到汇率变动等因素，截至 2024 年 9 月 30 日，现金及现金等价物总额为 9,230 亿日元，比 2024 年 3 月 31 日减少了 1,966 亿日元。

截至 2024 年 9 月 30 日，公司合并总资产为 93,154 亿日元，比 2024 年 3 月 31 日减少了 958 亿日元。这主要是由于尽管不动产、厂房和设备有所增加，但受日元升值引起的汇率变动以及其他因素的影响。

与 2024 年 3 月 31 日相比，公司的合并负债总额增加了 138 亿日元，达到 47,031 亿日元。这主要是由于尽管直接债券余额减少，但其他流动负债暂时增加，以及日元升值造成的汇率波动的影响。

与 2024 年 3 月 31 日相比，松下控股株式会社的股东权益减少了 1,051 亿日元，为 44,390 亿日元。这主要是由于在日元升值的情况下，尽管记录了归属于松下控股株式会社股东的净利润，但换算海外业务的汇兑差额减少了。加上 Panasonic Holdings Corporation 股东权益中的非控股权益，总权益为 46,123 亿日元。

4. Kodal Minerals 2024Q3 季度报告

一、项目建设进度

Bougouni 锂矿的生产计划仍按计划于 2025Q1 开始。异常漫长的雨季似乎已经结束，施工活动进展顺利。

五批货物已抵达西非大部分材料已运抵现场。海上还有一批主要货物尚未运抵，其中载有剩余的发电机组。两台发电机组 11 月 14 日当周抵达西非几内亚科纳克里港，预计将在本月底前运抵现场。这两台发电机组的提前装运将减轻调试延迟的影响。

响。最初，公司正在调查租用临时发电机以进行设备的预先调试，但现在提前装运的两台发电机将完成这一活动。

现场施工将继续以最快的速度进行，所有钢结构、板材、机械设备、电气设备和管道材料都将运抵。筛分大楼、DMS 工厂本身和下游过滤回路的钢结构安装正在同时进行。输送机的组装也在进行中。随着建筑物的推进，平台和扶手也逐层增加。这些活动对于为管道和电气安装的后续活动提供安全的工作通道至关重要。

二、采矿活动

采矿活动继续顺利推进，远超调试和未来生产要求。露天矿现已发展到主要开采硬岩矿石和废料开采。爆破工作仍在继续，以满足整体采矿计划。Ngoulana 矿体暴露良好，共开采出 59,500 吨矿石，平均品位为 1.20% Li₂O，足以满足调试阶段的矿石需求。

公司分别储存高品位和低品位矿石，以备调试。低品位矿石将在破碎模块的早期调试阶段首先使用。只有在回路铺设完毕并在各个溜槽中填满岩石箱后，才会引入高品位矿石。

三、Bougouni 采矿许可证转让

2024 年 11 月初，Kodal Mining UK Limited ("KMUK")与马里政府签署具有约束力的谅解备忘录，最终将 Bougouni 锂矿项目采矿许可证转让给马里注册矿业公司 Les Mines de Lithium de Bougouni SA ("LMLB")，LMLB 为 KMUK 的马里子公司，被确定为 Bougouni 锂矿采矿许可证的持有者和矿山的运营商。KMUK 是 Kodal Minerals 于 2023 年成立的在英国注册的子公司，作为持有马里 Bougouni 锂矿的项目公司，其中 49% 由 Kodal 持有，51% 由 Hainan Group 持有。

谅解备忘录的具体条款如下：1) 将采矿许可证迁移至 2023 年《采矿法》，州政府确认将许可证转让给 LMLB (KMUK 的子公司)，初始有效期为 10 年，到期后，州政府承诺根据续期之日有效的采矿法条件对许可证进行续期。

2) 国家已确认对该建设项目给予海关豁免：a) 按时间比例免费临时进口本制度下列入采矿名单的车辆、机械设备、重型机械、用户车辆和其他财产；b) 对于用于采矿作业所必需的工具、机器润滑油和油脂、石油产品、零配件（乘用车和所有私家车专用的除外）、材料和设备、拟永久纳入工程并列入采矿清单的机械和器具，

免征所有进口关税和税款，但仅满足建设阶段的需要；c)第三条 (a)、(b) 点所述货物和产品应由双方协商确定其价值，以确定剩余的需求。

3) 马里政府和马里国内投资者将通过发行新股持有 LMLB 35% 的股权，收购金额按照 2023 年《矿业法》的规定计算。国家始终拥有该项目初始 10% 股权的免费参与权，额外 25% 新股权的商定收购价格约为 430 万美元。35% 的股权拥有优先权，包括在 LMLB 增资时防止州和国家投资者的权益被稀释至 35% 以下。KMUK 合伙人保留优先从运营中收回所有资本投资和 Company 间贷款的权利。

4) 实施股东协议，确保 LMLB 董事会至少有四名代表国家的董事，其中包括两名独立董事。

5. Kodal Minerals 2024Q3 季度报告

一、生产经营情况

1、AMG Lithium 2024Q3，共售出 22,731 吨锂精矿，较 2024Q2 的 17,092 吨增长 32.99%，较 2023Q3 的 16,012 吨高出 42%。

本季度平均实现销售价格为 870 美元/公吨 (CIF, 中国)，较 2024Q2 的 891 美元/吨下跌 2.36%。

2024Q3，单吨锂精矿平均成本为 450 美元/公吨 (CIF, 中国)，较 2024Q2 的 543 美元/吨下跌 17.13%，原因是锂精矿产量增加、巴西雷亚尔走弱导致成本降低以及钽销量持续走高导致生产成本降低。

公司的锂精矿工厂目前正在增产至 130,000 吨，因此 2024Q3 的出货量受到影响，公司预计到 2024 Q4 末将达到 13 万吨的年产能。

2024 年 9 月 18 日，AMG 在德国 Bitterfeld 举办了欧洲第一家氢氧化锂精炼厂的盛大开幕仪式。该精炼厂已完成建设，并已过渡到调试、产能提升和客户资格认证阶段。

2、AMG Vanadium 德国纽伦堡 AMG Titanium 的钒电解液工厂已建成，公司正在为客户生产合格批次。SARBV 在沙特阿拉伯的“超级中心”一期项目正在开始详细工程和许可。已获得多项执照和许可，包括工业和矿产资源部颁发的工业投资许可证。

3、AMG Technologies AMG Technologies 在 2024Q3 签订了 1.31 亿美元的新订单，订单出货比为 1.82 倍。2024Q3 订单量主要由重熔炉订单异常强劲推动。截至 2024 年 9 月 30 日，订单积压量达到 AMG 历史上的最高水平，为 3.67 亿美元。

AMG LIVA 的首个第三方商用混合能源存储系统，集成了锂离子和钒氧化还原液流电池与人工智能驱动的效率，现已在 Wipotec GmbH 投入运营，增强了该工厂的电力系统。

4、AMG Silicon AMG Silicon 自 2024 年 3 月以来一直在运行其四座熔炉中的两座，公司计划在 2024 年剩余时间内运行两座熔炉。硅业务的运营参数将继续持续审查。由于 AMG Silicon 的运营中断，在异常运营期间，该业务的盈利能力微不足道，并且不计入调整后的 EBITDA。

二、财务业绩情况

1、总体情况 2024Q3 收入为 3.56 亿美元，同比下降 3%，环比下降 2%。

2024Q3 毛利为 4609.8 万美元，同比下降 31%，环比下降 17%。

2024Q3 营业利润为-125.2 万美元，上一季度营业利润为 1033.2 万美元，去年同期为 2405.9 万美元。

2024Q3 归属于股东的净亏损为 1335.3 万美元，而 2024Q2 为亏损 1100 万美元，2023Q3 为盈利 16.3 万美元。

AMG 在 2024Q3 缴纳的税款为 500 万美元，而 2023Q3 的税款为 3300 万美元。本期现金支付减少主要是由于盈利能力同比下降。

AMG 在 2024Q3 的非现金支出为 1800 万美元，主要由于锂价下跌导致的库存成本调整，该支出已从调整后的 EBITDA 计算中排除。

AMG 2024Q3 的销售、一般及行政费用为 4700 万美元，而 2023Q3 为 4300 万美元。增长的主要原因是与公司的战略扩张项目相关的锂、工程和 LIVA 业务的员工人数增加，以及与额外监管要求相关的更高专业费用。

截至 2024 年 9 月 30 日，公司拥有 2.72 亿美元的现金储备和 2 亿美元的循环信贷额度，AMG 的总流动性为 4.72 亿美元。

AMG 2024Q3 的净融资成本为 800 万美元，而 2023Q3 为 900 万美元。这是由于与 2023 年同期相比，非现金公司间外汇收益较高，但部分被 2024 年 4 月发放的 1 亿美元新增量定期贷款相关的利息成本增加所抵消。

2、分业务情况

1) AMG Lithium AMG Lithium 2024Q3 收入为 4860 万美元，同比下降 22%，这一差异主要是由于锂市场价格与 2023Q3 相比下降了 67%，但销量同比增长了 42%。相较于 2024Q2 的收入 3825 万美元而言，收入环比增加 27.06%。

AMG Lithium 2024Q3 毛利润为亏损 78 万美元，上一季度为盈利 377 万美元，环比由盈转亏，虽然锂精矿销量环比增长 32.99%，但平均销售价格环比下跌 2.36%。

2024Q3 的销售、一般及行政费用为 1200 万美元，比去年同期高出 16%，主要由于与德国锂扩建项目相关的员工人数增加和专业费用增加。

由于锂价下跌，2024Q3 调整后 EBITDA 从 2023Q3 的 3000 万美元下降 65% 至 1000 万美元。

2) AMG Vanadium AMG Vanadium 2024Q3 的收入下降 13% 至 1.51 亿美元，主要原因是整个业务的销售价格下降和钒铁产量下降，但铬金属产量的增加部分抵消了这一影响。2024Q3 的毛利润为 1100 万美元，与 2023 年同期相比下降了 34%，这主要是由于上述收入下降造成的。2024Q3 的销售、一般及行政开支为 1400 万美元，与去年同期基本持平。2024Q3 调整后的 EBITDA 为 1100 万美元，比 2023 年同期下降 29%。这主要是由于与 2023Q3 相比，钒铁的市场价格下降了 21%。

3) AMG Technologies AMG Technologies 2024Q3 的收入与 2023 年同期相比增加了 2400 万美元，增幅为 19%。这一改善得益于锑和硅的销售量增加，以及锑的销售价格上涨。

2024Q3 的销售、一般及行政费用与 2023 年同期相比增加了 13%，原因是 AMG LIVA 和 AMG 工程部门随着业务发展增加而增加了人员，以及专业费用和研发成本增加。

AMG Technologies 第三季度的调整后 EBITDA 为 1900 万美元，是 2023 年同期的两倍多。增长主要归因于锑和石墨的盈利能力提高。

三、展望由于迄今为止的强劲经营业绩(包括锑业务的出色业绩)，公司将 2024 年 EBITDA 预期从超过 1.3 亿美元的 EBITDA 上调至超过 1.5 亿美元的 EBITDA。

随着锂价进一步走弱以及 AMG Antimony 的贡献正常化，公司预计 AMG 的调整后 EBITDA 将在 2025 年超过 1.3 亿美元。由于与调试和爬坡过程相关的不确定性以及公司库存价值减记对当前低市场价格的影响，公司在 2025 年指引中排除了位于德国 Bitterfeld 的氢氧化锂精炼厂的预期贡献。

6. 三星 SDI2024Q3 季度报告

一、2024Q3 运营结果

2024Q3 收入为 3.94 万亿韩元（204.88 亿元人民币），同比下降 30%，环比下降了 4%；

2024Q3 营业利润为 1,299 亿韩元（6.75 亿元人民币），同比下降 72%，环比下降 46%。

由于决定停止偏光片业务，停产业务的损益在第三季度财报中单独列出。包括偏光片业务在内，总收入为 4.25 万亿韩元（221 亿元人民币），营业利润为 1,413 亿韩元（7.35 亿元人民币）。

二、2024Q3 分业务业绩情况

1) 电池业务电池业务的收入为 3.67 万亿韩元（190.84 亿元人民币），同比下降 31%，环比下降 5%。营业利润为 635 亿韩元（3.30 亿元人民币），同比下降 85%，环比下降 69%。

尽管由于欧洲电动车市场需求放缓和汇率影响，方形电池的收入有所下降，但美国的 P6 电池销售有所增加。此外，ESS 电池的收入和营业利润显著增长，这得益于 SBB 1.5 的推出，其具有更高的能量密度和安全性。

圆柱形电池的销售额下降，原因是上一季度一次性收益的基数效应以及电动车销量下降导致的利用率降低。受新款智能手机发布的推动，软包电池的销量和营业利润均有所增长。

2) 电子材料电子材料的收入达到 2636 亿韩元，同比增加 0.2%，环比增长 24%。营业利润也显著增长，达到 664 亿韩元，同比增长 24%，环比增长 102%。

在高价值 OLED 材料的带动下，收入和营业利润显著改善，半导体材料的业绩与上一季度持平。

二、2024Q4 业务展望

1) 电池业务尽管面临电动汽车需求增长放缓等严峻的经营环境,三星 SDI 第三季度仍为中长期增长奠定了基础。具体包括与通用汽车签署方形高端电池合资合同、赢得欧洲和亚洲主要 OEM 厂商的新订单、推出公用事业公司用 SBB 1.5 电池等。

与 Stellantis 成立的合资公司 StarPlus Energy 将于 12 月在其位于美国的首家工厂开始量产电动汽车电池,并有望在欧盟主要客户推出新车后提高高价值产品的销量。然而,考虑到主要客户可能因市场需求放缓而调整库存,整体业绩改善可能有限。

预计 ESS 电池将推动整体性能的提升,这得益于 SBB 产品在美国公用事业领域的强劲销售以及欧洲的预期销售增长,其中包括用于不间断电源(UPS)的高功率电池。

圆柱形电池业务预计在第四季度将面临严峻形势,包括需求复苏延迟。三星 SDI 计划通过与主要客户的合作,将需求放缓的影响降至最低,并继续努力实现中长期增长,包括开发新的高端产品和进军 E4Wheeler 市场。

46 系列电池预计将于 2025 年初实现量产,目前正与主要客户进行洽谈,预计将在年底前看到切实成果。

2) 电子材料对于电子材料业务,由于市场需求持续疲软,公司预计主要客户将减少库存和运营。在半导体材料领域,公司的目标是通过保留主要客户来维持其市场份额,同时寻求进入 SOD 和 EMC 材料领域的新市场。此外,公司将及时推出 OLED 材料,以配合主要客户推出的新产品。

7. Sigma Lithium 2024Q3 季度报告

一、生产经营情况

1) 产量 2024Q3, Sigma Lithium 在其 Greentech 工厂取得了强劲的运营业绩。Sigma Lithium 的锂精矿总产量达到 60,237 吨,高于 60,000 吨的指导值,环比 2024Q2 的 49,389 吨(品位为 5.35%)增长 22%。这包括多次创下日产量记录,以及日产量超过 860 吨的持续运营期。公司预计 2024Q4 的锂精矿产量将至少达到 60,000 吨。

2) 销量 Sigma 向全球三家分销商发货,分别是 Glencore AG(欧洲)、三菱商事 RtM International Pte. Ltd(日本/新加坡)和国际资源控股公司(阿联酋/阿布扎比)。2024Q3,公司锂精矿销量为 57,483 吨(品位为 5.2%),较 2024Q2 的 52,572

吨增长 9.34%。主要系其运营业绩使其能够进一步提高发货频率，达到 22,000 吨的月度销售量。因此，公司在本季度装运了整整两批 22,000 吨的货物，并在港口海关仓库销售了 13,483 吨作为补充。预计 2024Q4 产量和销量至少为 60,000 吨。

3) 发货产品报告售价 2024Q3 平均发货产品报告售价为 820 美元/吨 (CIF)，较 2024Q2 的 1,056 美元/吨 (CIF) 环比下跌 22.35%。

4) 平均收入价格 2024Q3 锂精矿平均收入价格为 415 美元/吨 (CIF)，较 2024Q2 的 894 美元/吨 (CIF) 环比下跌 53.58%。

5) 单位运营成本 (矿场) 2024Q3 在 Grota do Cirilo 矿场生产的锂精矿的单位运营成本为 395 美元/吨 (包括移动破碎机的临时成本 25 美元/吨)，较 2024Q2 的 364 美元/吨环比增长 8.52%。

6) 单位运营成本 (离岸) 以维多利亚离岸价计算 (包括运输和港口费用)，2024Q3 平均成本为 449 美元/吨，较 2024Q2 的 424 美元/吨环比增长 5.90%。

7) 单位运营成本 (到岸) 按中国到岸价计算 (包括海运费、保险费和特许权使用费)，2024Q3 平均成本为 513 美元/吨，低于 2024Q2 的 515 美元/吨。

二、2024Q3 财务业绩情况

1) 销售收入 2024Q3 销售收入为 4,420 万美元，较 2024Q2 的 5,440 万美元环比减少 18.75%。

2) 报告收入 2024Q3 扣除临时价格调整后收入为 2090 万美元，公司与贸易公司的商业关系发生了重大变化，商业条件得到加强。由于这一战略变化，公司完成了前几个季度通过其贸易商进行的临时销售发票的最终结算，产生了 2330 万美元的会计调整。这些主要是非现金会计结账结算，不会影响公司未来的盈利潜力。2024Q2 的报告收入为 4590 万美元，2024Q3 环比减少 54.49%。

3) 运营成本 2024Q3 的运营成本为 2923.2 万美元，较 2024Q2 的 2976.6 万美元，环比略有下降。

4) 净利润 (亏损) 2024Q3 的净亏损为 2510 万美元，摊薄后每股流通股收益 (0.23) 美元。这些报告结果受到上述临时销售发票最终结算的(2,330)万美元会计调整的影响，2024Q2 净亏损为 1084.8 万美元。

5) 现金调整后 EBITDA 2024Q3 现金调整后 EBITDA 为 -1060 万美元，2024Q2 调整后 EBITDA 为 1328.8 万美元。

6) 流动性 2024Q3 公司产生了 3400 万美元的强劲运营现金流, 使公司保持了 6600 万美元的健康现金状况, 最终反映了本季度会计调整的非现金性质。

2024Q3 公司的自由现金流总额为 3200 万美元, 主要与收取应收账款导致的营运资本减少有关。2024Q3 产生的现金使公司得以偿还某些出口信贷债务, 减少了未偿还的贸易额度余额。截至 2024 年 9 月 30 日, 公司持有的现金及现金等价物为 6560 万美元, 而上个季度末为 7533 万美元。

截至 2024 年 9 月 30 日, 公司拥有 1.81 亿美元的短期和长期债务。其中包括通过贸易融资额度获得的 5,900 万美元已提取和可用但未使用的额外流动资金。

7) 应收账款截至 2024 年 9 月 30 日, 公司应收账款为 1488.9 万美元, 而上个季度末为 6565.2 万美元。

8) 资本开支 2024Q3 的资本支出总额为 250 万美元, 用于维护、采矿、第二阶段扩建工程以及对 Greentech 工厂的增量投资。

三、二期扩建

2024 年 4 月 1 日, 董事会宣布了公司 Greentech 工厂二期扩建项目的最终投资决定。该项目预计将为目前的一期运营增加 25 万吨的产能。重要的是, 公司已经获得了建设和运营第二家 Greentech 工厂的所有相关许可证。

2024Q3, Sigma Lithium 启动了土方工程, 完成了整个工业项目的干旱和半干旱植被抑制地形清理(包括动物群捕捉和分类), 包括未来第三期工厂的建设。整个建设和试运行预计将持续 12 个月, 二期项目的预算资本支出为 4.92 亿巴西雷亚尔(按当前汇率计算约为 9000 万美元)。

8 月 29 日, 巴西国家经济和社会发展银行(BNDES)向 Sigma 做出具有约束力的承诺, 将提供 4.87 亿巴西雷亚尔的开发贷款来资助此次扩建。

10 月 10 日, Sigma 与 BNDES 签署了具有约束力的最终贷款协议, 完成了一揽子贷款的结算。在公司向国家经济发展银行提供银行担保之前, 将发放第一笔开发贷款。这笔款项将用于偿还公司自开发银行贷款首次批准以来已经支付的资本支出。

开发贷款的主要条款和条件如下

金额: 4.87 亿巴西雷亚尔期限: 192 个月 (16 年)

利率：巴西雷亚尔年利率为 7.53%（按现行掉期利率计算，美元年利率约为 2.5%）。

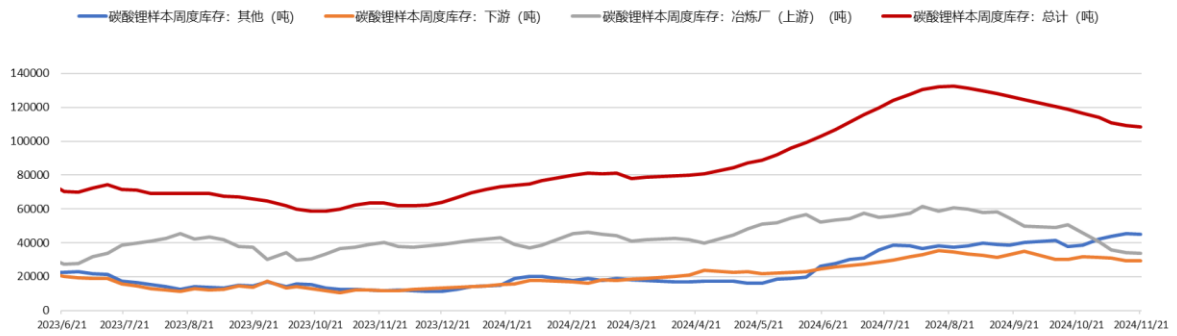
摊销宽限期：18 个月-按日历摊销：174 个月

抵押资产：不需要。发展贷款应由 BNDES 注册金融机构出具的信用证担保。

1.1.2. 本周国内锂盐价格环比下跌，后市锂价或震荡运行

本周国内锂盐价格环比下跌，后市锂价或震荡运行。本周国内工业级碳酸锂（99.0%为主）市场成交价格区间在 7.7-8 万元/吨，市场均价 7.85 万元/吨，较上周四同期均价下滑 1.26%；国内电池级碳酸锂（99.5%）市场成交价格区间在 7.9-8.3 万元/吨，市场均价为 8.1 万元/吨，较上周四同期均价下滑 1.22%。截止到本周四，国内电池级粗粒氢氧化锂价格为 6.6-7.1 万元/吨，市场均价 6.85 万元/吨；电池级微粉氢氧化锂市场价格为 7.1-7.8 万元/吨，均价 7.45 万元/吨；国内工业级氢氧化锂市场价格 5.8-6.4 万元/吨，均价在 6.1 万元/吨。据 SMM 数据，截至 11 月 21 日，碳酸锂样本周度库存总计 10.83 万吨，较 11 月 15 日去库 752 吨，上游冶炼厂较 11 月 15 日去库 264 吨至 3.39 万吨，中下游材料厂去库 238 吨至 2.93 万吨，其他环节（包括电池厂、主机厂等）去库 250 吨至 4.51 万吨。碳酸锂库存持续去化。受制于锂行业供需格局失衡，碳酸锂价格在 24 年不断下跌，甚至一度跌破 7 万大关，带动锂矿价格大幅下跌。由于锂价持续下跌，成本考验开始，2024 年年初陆续开启锂矿减产停产潮及延缓产能释放，以收缩资本开支、控制成本以维持现金流，从而维护资产价格和企业利润。2024 年初至今，宣布停产的澳矿已有 4 座，目前低锂价环境迫使一众澳矿生产商纷纷减产或暂停项目以削减资本开支、维持良好的现金流情况。我们预计，若锂价延续弱势运行，不排除海内外产能进一步出清的可能，减产停产规模或将扩大，届时锂行业供给有望得到修复。但需注意本轮周期矿山暂停运营不牵扯股权变更或者司法纠纷，重启速度要较此前 1-3 年的重启周期迅速的多，也成为压制锂盐价格的重要因素。我们维持后市锂盐价格继续震荡的看法，锂供给格局仍待继续出清。

图 1 碳酸锂样本周度库存 (吨)

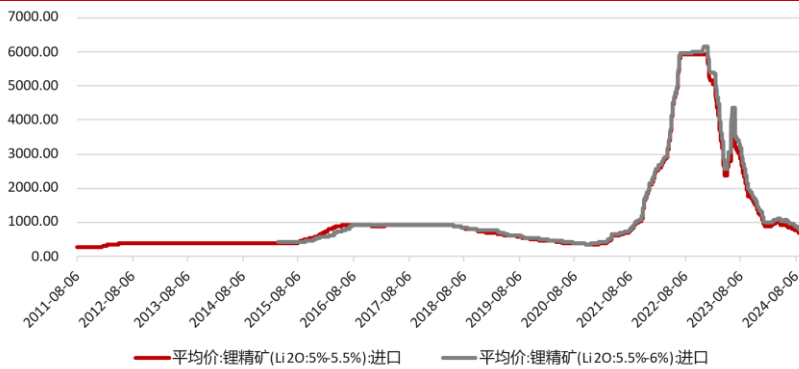


资料来源：SMM，华西证券研究所

1.1.3. 本周普氏锂精矿报价小幅下调，后市锂矿价格或震荡运行

本周普氏锂精矿报价小幅下调，后市锂矿价格或震荡运行。截止到 11 月 22 日，普氏能源咨询锂精矿 (SC6) 评估价格为 810 美元/吨 (FOB, 澳大利亚)，较 11 月 15 日报价下调 10 美元每吨。本周原料端各品位锂辉石价格上涨，进口锂辉石原矿均价 675 元/吨度，非洲矿 5.0% 价格 482.5 美元/吨，澳洲 6.0% 品位锂辉石到岸价 820 美元/吨。因受碳酸锂价格上涨传导作用，虽已达新的高位水平，但买卖双方 在采购意向方面均较为薄弱，局面僵持。进口锂矿石货源供应较为充足，市场整体氛围偏于审慎。总体来讲，后续锂矿价格仍会随锂盐价格振荡运行。

图 2 锂精矿价格情况 (美元/吨)



资料来源：Wind，华西证券研究所

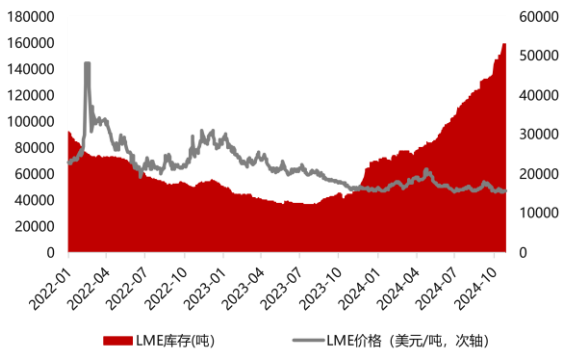
本周碳酸锂小幅去库，国内碳酸锂价格环比下跌，根据百川周报，下游正极材料生产保持稳定，12 月的需求预期仍然保持乐观，供需关系呈现改善趋势，为碳酸锂价格提供低位支撑。目前低锂价环境迫使一众澳矿生产商纷纷减产或暂停项目以削减资本开支、维持良好的现金流情况。我们预计，若锂价延续弱势运行，不排除海内外产能进一步出清的可能，减停产规模或将扩大，届时锂行业供给有望得到修复。但需注意本轮周期矿山暂停运营不牵扯股权变更或者司法纠纷，重启速度要较此前 1-3 年的重启周期迅速的多，也成为压制锂盐价格的重要因素。我们维持后市锂盐价格继续震荡的看法，锂供给格局仍待继续出清。我们推荐关注成本曲线处于行业较低分位，且未来 2-3 年仍有供给增量的公司，推荐关注锂云母原料自给率 100%的【永兴材料】，受益标的有【赣锋锂业】、【中矿资源】、【雅化集团】、【盛新锂能】、【江特电机】、【天齐锂业】。

1.2. 镍钴行业观点更新

1.2.1 本周沪镍价格环比上涨，后续关注印尼镍矿政策

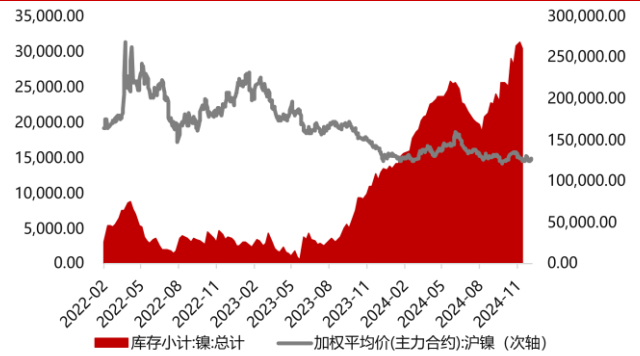
截止到 11 月 22 日，LME 镍现货结算价报收 15,610 美元/吨，较 11 月 18 日上涨 0.71%，LME 镍总库存为 159000 吨，较 11 月 15 日增加 2.96%；沪镍报收 12.55 万元/吨，较 11 月 15 日上涨 1.55%，沪镍库存为 31194 吨，较 11 月 15 日增加 2.37%；硫酸镍报收 27,250 元/吨，较 11 月 15 日下跌 1.80%。根据百川周报，供应方面，本周矿商 Prony Resources New Caledonia 已经召集其员工回到工厂现场，准备重启生产，镍矿供应或将增加，此前该公司因法国领土骚乱引发的停产六个月。纯镍市场，精炼镍产量持续攀升，海内外库存累增，供应仍然宽松。需求方面，十一月不锈钢需求整体进入淡季，十月利好消息消耗殆尽，不锈钢行情较弱，下游客户始终以谨慎观望态度为主，钢厂亏损难以接受高原料报价，抑制镍需求；新能源产业链方面，虽然新能源领域表现亮眼，但需求重心向磷酸铁锂倾斜，对硫酸镍需求有限；军工和轮船等合金需求较好，但电镀下游整体需求有限。成本方面，受印尼镍矿审批配额影响，印尼 12 月内贸矿价将进一步下调，产业成本重心下移导致短期下跌趋势不变。综合来看，基本面表现偏空，但下方有成本支撑，短期下方空间或为有限，后续关注印尼镍矿政策。

图 3 LME 镍库存及价格



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 沪镍库存及价格

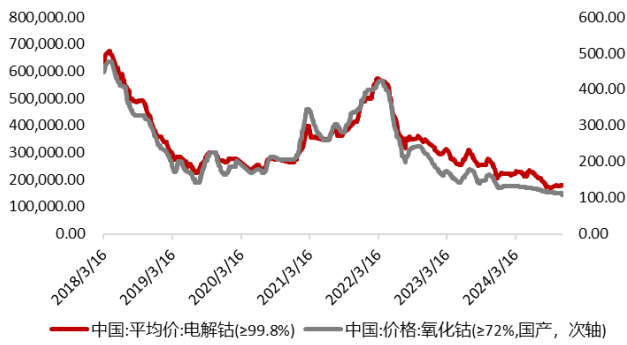


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2.2 本周钴价偏弱运行，需求持续疲软

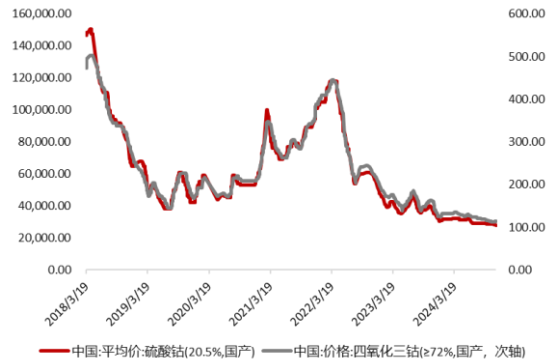
截至 11 月 22 日，电解钴报收 17.95 万元/吨，较 11 月 15 日价格持平；氧化钴报收 107 元/千克，较 11 月 15 日下跌 4.04%；硫酸钴报收 2.76 万元/吨，较 11 月 15 日价格下跌 1.43%。根据百川周报，供应方面，本周国内硫酸钴产量预计 990 金属吨，较上周产量减少，开工率同步下调。近期钴盐市场基本面未有明显波动，多数厂家仍面临利润倒挂的窘境，部分企业通过降负荷以应对行情低迷期，市场整体开工维持偏低水平。同时，据了解四川某厂家预计在本月底完成硫酸钴的投产及试生产。需求方面，根据乘联会发布的 10 月份销量数据，可谓是一片欣欣向荣！今年十月份销量如此强势，主要原因还是在于汽车置换补贴政策带动。单车补贴金额均较为可观，以及逐渐“到底”的定价，促进车主纷纷出手换车，尤其是推动了入门级纯电动车与狭义插混市场强势增长。不过终端需求并未有效传导至钴原料端，采购量未有明显增多。11 月 22 日，四氧化三钴报价 114 元/千克，较 11 月 15 日价格持平。根据百川周报，供应方面，本周国内四氧化三钴产量预计 2180 吨，较上周产量持稳，开工率同步不变。近期，四氧化三钴需求表现平淡，场内有厂家由于行情较差而减少产量，也有厂家为年底提前备货增加产量，不过整体来看，市场总体供应量充足，波动不大。需求方面，进入四季度后，四氧化三钴下游备货节奏放缓，在 11 月备货后，后市订单或将向下调整。预计四季度供需情况相比三季度有所减弱，下游对原料四钴的采购需求难有明显提量。

图 5 氧化钴&电解钴价格走势（元/吨）



资料来源：同花顺，华西证券研究所

图 6 四钴&硫酸钴价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3. 稀土磁材行业观点更新

1.3.1 一周稀土资源信息速递

MP Materials 2024Q3 季度报告

一、生产经营情况

1) 稀土精矿

2024Q3 稀土精矿产量为 13,742 吨 REO，同比 2023Q3 增加 2,976 吨或 28%，环比 2024Q2 的 9,084 吨增加 51%。

2024Q3 稀土精矿销量为 9,729 吨 REO，同比 2023Q3 增加 552 吨 REO 或 6%，环比 2024Q2 的 5,839 吨 REO 增加 67%。

2024Q3 稀土精矿的实现价格为 4,425 美元/吨 REO，同比 2023Q2 下跌 1,293 美元/吨 REO 或 23%，环比 2024Q2 的 4,183 美元/吨 REO 上涨 6%。

2) 镨钕氧化物 (NdPr)

2024Q3 NdPr 产量为 478 吨，环比 2024Q2 的 272 吨增长 76%。

2024Q3 NdPr 销量为 404 吨，环比 2024Q2 的 136 吨增长 197%。

2024Q3 镨钕氧化物实现价格为 47 美元/Kg，环比 2024Q2 的 48 美元/Kg 略有下跌。

二、财务业绩情况

营收:2024Q3 营收同比增长 20%，达到 6290 万美元，主要受分离的镨钕(NdPr) 产品销售的推动，该销售始于 2023Q4。此外，稀土氧化物 (REO) 精矿的销售量增长了 6%，但被 REO 实际价格下降 23% 部分抵消。REO 销售量的增长主要归因于 REO 产量同比增长 28%，反映出矿物回收率提高以及我们扩建上游产能过程中实现的运营效率。实际价格的变化反映了稀土产品持续的疲软定价环境。营收环比增长 101%，主要是稀土精矿和镨钕氧化物销量的增长。

调整后 EBITDA: 2024Q3 调整后 EBITDA 同比减少 2670 万美元，至-1120 万美元，上一季度为-2706 万美元，主要受分离产品初始生产导致的销售成本上升的影响，同时略微增加了管理和行政费用。销售成本受精炼产品销售相关的生产成本影响，而这些成本在去年同期不存在，并且由于二期产线逐步提升至正常生产水平，按照单位计算的初期成本较高。销售成本的增加部分被本季度记录的 270 万美元库存储备减少所抵消。销售、管理和行政费用受员工人数增加的影响，部分原因是支持我们的下游扩展、法律费用以及新企业资源规划系统实施相关的成本，其中部分费用为非现金支出。

调整后净利润: 2024Q3 调整后净利润同比减少 2670 万美元，至-1960 万美元，上一季度为-2804 万美元，主要由于调整后 EBITDA 下降，以及因新增资本资产投入使用导致的折旧费用增加。同比影响的还包括因新发行的 2030 年可转换票据导致的利息支出增加，以及利息收入的略微下降。这些变化部分被更高的所得税收益所抵消，主要由于本季度的税前亏损较高。

净利润: 2024Q3 净利润同比减少 2120 万美元，至-2550 万美元，上一季度为-3406 万美元，主要原因是上述导致调整后净利润下降的因素，部分被本季度较低的启动成本所抵消。

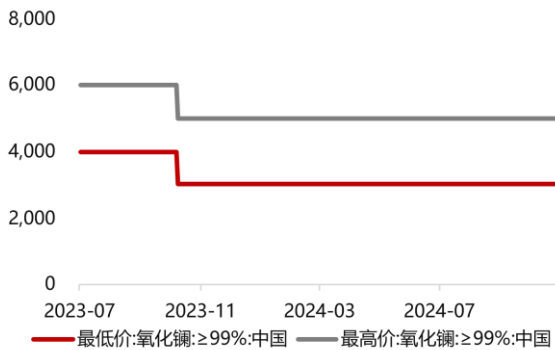
每股摊薄收益: 2024Q3 每股摊薄收益同比减少 0.14 美元，至每股摊薄亏损 0.16 美元，与上文讨论的净利润变化一致。调整后摊薄每股收益同比减少 0.16 美元，至 -0.12 美元，与上文讨论的调整后净利润下降一致。本季度平均股数较低也对每股摊薄收益和调整后每股摊薄收益产生了影响，主要是由于公司分别在 2024 年 3 月和 8 月回购了 1300 万股和 220 万股股份。

三、在建项目德克萨斯州沃斯堡钕铁硼磁体生产正在调试中，年底将如期交付，该工厂每年将有约 1,000 吨钕铁硼磁体的生产能力。

1.3.2 本周稀土价格偏弱运行，镨钕价格小幅下跌

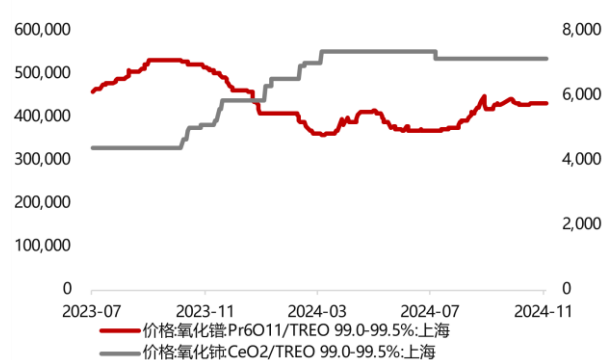
截止到11月22日，氧化镧均价4000元/吨，较11月15日价格持平；氧化铈均价7140元/吨，较11月15日价格持平；氧化镨均价42.08万元/吨，较11月15日价格下跌2.21%；氧化钕均价41.80万元/吨，较11月15日价格下跌2.79%；氧化镨钕均价41.25万元/吨，较11月15日价格下跌1.79%；氧化镝均价1,690元/公斤，较11月15日下跌0.88%；氧化铽均价5,855元/公斤，较11月15日价格增加0.17%。根据百川周报，供应相对充足，上游企业生产稳定，原料数量较多，企业开工较满，市场现货数量尚可，并且近期市场消耗不及预期，现货库存少量增加，供应端相对前期充裕。需求表现稳定，通过钕铁硼毛坯量来看，全年同比有所增加，增幅10-15%，当前下游生产稳定，虽订单增加有限，刚需仍有成交，数量尚可；同时终端下单价格压低，企业竞价接单，对价格支撑减弱。市场信心减弱，周内价格大跌，导致市场情绪悲观，暂无更强势利好消息，市场整体转弱下行，且短期内谨慎操作，四季度整体预期变弱。综合来看，供应端现货数量稳定，需求端虽有增量，但不足以支撑下游满负荷开工，企业竞争激烈，价格压低明显，对原料价格支撑较弱，市场情绪转弱，观望氛围渐浓，谨慎操作为主。

图7 氧化镧价格趋势（元/吨）



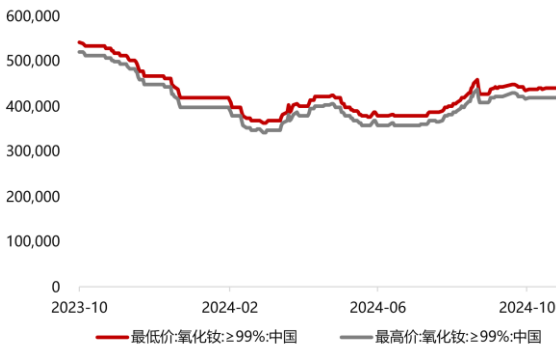
资料来源：同花顺，华西证券研究所

图8 氧化镨、氧化钕价格趋势（元/吨）



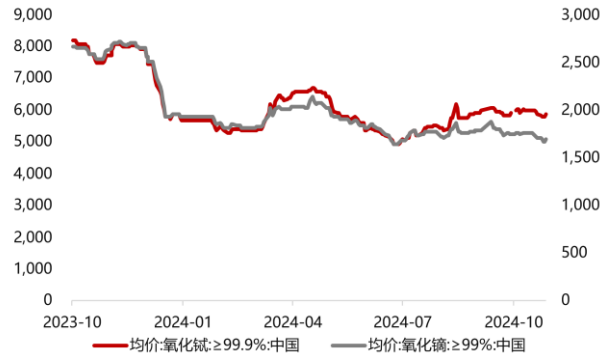
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 氧化钨价格趋势 (元/吨)



资料来源：同花顺，华西证券研究所

图 10 氧化镨、铽价格趋势 (元/吨)



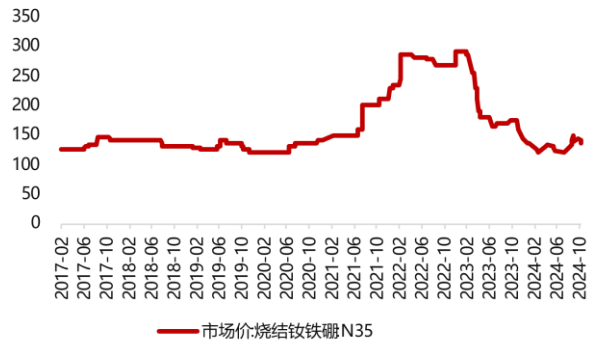
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 氧化镨钕价格趋势 (元/吨)



资料来源：同花顺，华西证券研究所

图 12 钕铁硼毛坯价格趋势 (元/吨)



资料来源：Wind，华西证券研究所

本周氧化镨钕价格小幅下跌，但近期镨钕大厂持续低位补货，对价格底部有支撑，后续需关注缅甸矿方面情况。在未来 2-3 年稀土供应增量有限的背景下，特朗普政府关税对外加征关税政策导致的中美贸易摩擦延续或将支撑以稀土为代表的小金属价格上行。受益标的：【北方稀土】、【金力永磁】。

1.4. 锡行业观点更新

1.4.1. 一周国内外锡资源信息速递

1、Energy fuels 2024Q3 季度报告

一、生产经营情况

1、锡

1) 产量 2024Q3 精炼锡产量为 8107 吨, 同比 2023Q3 的 7685 吨同比增加 5%, 环比 2024Q2 的 7143 吨环比增加 14%, 主要得益于较高的精矿品位, 从 B2 矿区供应的含锡量增加。

2) 销量 2024Q3 精炼锡销量为 7419 吨, 同比 2023Q3 的 7897 吨减少 6%, 环比 2024Q2 的 7051 吨增长 5%。

3) 售价 2024Q3 锡均价为 31745 美元/吨, 同比 2023Q3 的 26733 美元/吨上涨 19%, 环比 2024Q2 的 32353 美元/吨下跌 2%。

2、黄金

1) 产量 2024Q3 黄金产量为 13368 盎司, 同比 2023Q3 减少 16%, 主要由于矿石投入到堆浸场(PAD)的量减少(比 2023Q3 下降 26%)和金矿品位下降(比 2023Q3 下降 2%), 但部分被更高的回收率所抵消。环比 2024Q2 的 14368 盎司减少 7%。

2) 销量 2024Q3 黄金销量为 14713 盎司, 同比 2023Q3 的 14844 盎司减少 1%, 环比 2024Q2 的 13368 盎司增长 10%。

3) 售价 2024Q3 黄金均价为 2477 美元/盎司, 同比 2023Q3 的 1927 美元/盎司上涨 29%, 环比 2024Q2 的 2338 美元/盎司上涨 6%。

二、财务业绩情况

1) 营业收入 2024Q3 的销售额为 2.723 亿美元, 同比 2023Q3 的 2.395 亿美元增长了 14%, 主要由于锡价(比 2023Q3 高 18%)和金价(比 2023Q3 高 28%)上涨, 部分被销售量下降(分别下降 6%和 1%)所抵消。环比 2024Q2 的 2.573 亿美元增长 6%。

2) 销售成本 2024Q3 的销售成本为 1.11 亿美元, 同比 2023Q3 的 1.22 亿美元下降了 9%, 主要原因是生产成本降低和库存积累增加, 部分被利润分享提成增加所抵消, 这是由于本季度运营结果更佳。环比 2024Q2 的 1.022 亿美元增长 7%。

3) 毛利 2024Q3 的毛利润为 1.61 亿美元, 比 2023Q3 的 1.174 亿美元增长了 37%, 主要原因是销售额增加(比 2023Q3 增长 14%)和销售成本降低(比 2023Q3 降低 9%)。毛利率为 59%, 高于 2023Q3 的 49%。环比 2024Q2 的 1.551 亿美元增长 4%。

4) EBITDA2024Q3 的 EBITDA 为 1.56 亿美元, 同比 2023Q3 增加了 3700 万美元或 31%, 主要由于较高的销售额和较低的销售成本(比 2023Q3 下降 9%), 这主要是由于销售量下降, 部分被更高的勘探和项目支出所抵消。2024Q3 净利润为 1.4 亿美元, 而 2023Q3 为 8100 万美元, 主要得益于更好的运营结果以及子公司和联营公司业绩的提升(增加 2900 万美元)。调整后净利润为 7740 万美元, 比 2023Q3 高出 56%。环比 2024Q2 的 1.543 亿美元环比增长 1%

5) 子公司及联营公司业绩 2024Q3 子公司和联营公司的收益为 6170 万美元, 比 2023Q3 增加了 89%, 这主要归因于子公司 Minera Latinoamericana 和 Cumbres Andinas 业绩的增长。

6) 所得税费用 2024Q3 的所得税为 4210 万美元, 同比 2023Q3 的 3100 万美元增加 36%, 增幅反映了本期较高的收益。环比 2024Q2 的 5000 万美元减少 16%。

7) 净利润 2024Q3 净利润为 1.4 亿美元, 同比 2023Q3 的 8070 万美元增加 73%, 主要由于运营业绩改善, 以及子公司和联营公司收益增加, 部分被更高的税收所抵消。环比 2024Q2 的 1.046 亿美元增加 34%。

8) 调整后净利润 2024Q3 的调整后净利润为 7740 万美元, 同比 2023Q3 的 4970 万美元增加 56%, 环比 2024Q2 的 6880 万美元增加 13%。

9) 资本支出 2024Q3 的资本支出为 2230 万美元, 同比 2023Q3 的 2330 万美元减少 4%, 主要由于绿地项目和 San Rafael 的棕地勘探支出增加。环比 2024Q2 的 2220 万美元略有增长。

10) 现金及现金等价物截至 2024 年 9 月, 公司现金等价物余额为 1.394 亿美元, 低于 2023 年 12 月底的余额(1.754 亿美元)。这一变化的原因包括经营活动现金流入(+1.933 亿美元)、投资活动现金流出(-6560 万美元)和融资活动现金流出(-1.638 亿美元)。融资活动现金流出主要包括支付的股息(-2.4 亿美元)以及对子公司 Taboca(-3000 万美元)和 Cumbres del Sur(-410 万美元)的出资, 部分被从子公司 Cumbres Andinas(+1.08 亿美元)及关联公司(+180 万美元)收到的股息所抵消。

11) 净债务截至 2024 年 9 月, 公司的净负债为 4.894 亿美元, 对应于已发行的高级债券, 期限至 2031 年。净杠杆率(净债务/EBITDA)从 2023 年底的 0.9 倍下降至 2024Q3 末的 0.7 倍, 主要原因是过去十二个月累积的较高 EBITDA, 部分被较低的现金余额所抵消。

三、分矿山运营情况

1、San Rafael（秘鲁）

1) 产量 2024Q3，San Rafael 的精炼锡产量为 6348 吨，与 2023Q3 的 6371 吨几乎持平，环比 2024Q2 的 6300 吨增长 1%。

2024Q3，B2 的精炼锡产量 1960 吨，同比 2023Q3 的 1602 吨增加 22%，环比 2024Q2 的 1905 吨增长 3%。B2 的较高产量主要是由于矿石品位提升（比 2023Q3 提高 19%），这是因为开采了矿藏的更深层区域，并符合计划。

2) 锡精矿处理成本 2024Q3，San Rafael 锡精矿处理成本为 139 美元/吨，同比 2023Q3 的 160 美元/吨下降 13%，原因是生产成本降低（比 2023Q3 下降 8%），主要与推进米数减少和处理矿石量增加（比 2023Q3 增加 7%）有关。环比 2024Q2 的 135 美元/吨增长 3%。

3) 精炼锡现金成本 2024Q3 精炼锡现金成本为 8634 美元/吨，同比 2023Q3 的 9778 美元/吨下降了 12%，主要原因是成本降低（比 2023Q3 下降 7%）以及精炼锡产量增加（比 2023Q3 增加 5%）。环比 2024Q2 的 9864 美元/吨下降 12%。

4) 营业收入 2024Q3 的销售额为 2.41 亿美元，同比增长 13%，环比增长 5%。

2、Pucamarca（秘鲁）

1) 产量 2024Q3，黄金产量为 13,368 盎司，同比下降 16%，这一下降是由于 PAD 中矿石减少（同比下降 26%）和品位降低（同比下降 2%），与采矿计划一致。环比 2024Q2 的 6.6 美元/吨下降 7%。

2) 成本 2024Q3 处理单位黄金的现金成本为 6.8 美元/吨，同比 2023Q3 的 6.9 美元/吨下降了 1%，原因是本期成本较低以及投放到堆浸场的矿石减少。环比 2024Q2 的 14,368 盎司上涨 3%。

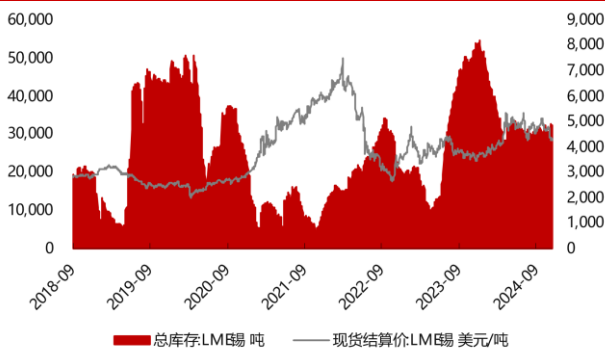
3) 黄金现金成本 2024Q3 单位黄金现金成本为 771 美元/盎司，同比 2023Q3 的 870 美元/盎司下降了 11%，主要原因是生产成本降低（比 2023Q3 降低 26%），部分被产量下降（比 2023Q3 下降 16%）所抵消。环比 2024Q2 的 730 美元/盎司上涨 6%。

4) 营业收入 2024Q3 的销售额为 3110 万美元，同比增长 14%，环比增长 16%。

1.4.2. 本周沪锡价格小幅下跌，关注后续低邦复产情况

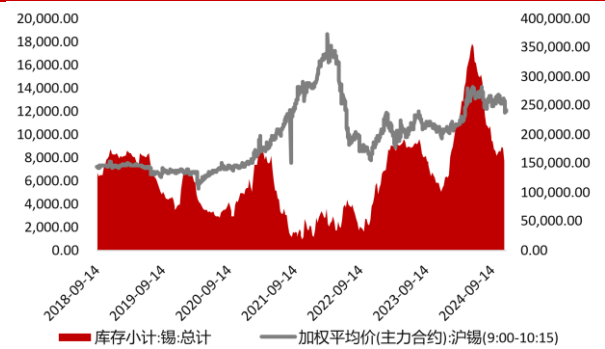
截止到 11 月 22 日，LME 锡现货结算价 28,535 元/吨，环比 11 月 15 日下跌 2.19%，LME 锡库存 4,860 吨，环比 11 月 15 日减少 1.02%；沪锡加权平均价 24.16 万元/吨，较 11 月 15 日价格下跌 0.13%；沪锡库存 7,786.00 吨，较 11 月 15 日减少 8.15%。锡精矿，本周国内锡精矿价格震荡波动，截止本周四锡精矿市场均价为 232800 元/吨，较上周四价格跌幅 0.43%。当选总统特朗普的政策可能引发通胀，美联储降息预期下降，美元指数较强，压制有色盘面价格。当前佹邦禁矿预计 2025 年初有机会恢复生产，短期矿端供应尚存问题，但暂未对国内锡锭供应造成减量影响。锡锭，本周国内锡锭价格下跌。现货市场部分品牌仍无报价，随着锡价快速下调后，持货商挺升水意愿较强，下游积极入市备货，成交表现尚可。2024 年 10 月，印尼锡锭出口再次大幅下降。根据印尼贸易部的数据，10 月锡出口量达到 4,663.50 吨，同比减少 14.39%，环比减少 7.53%。1-10 月锡出口量 3.43 万吨，同比减少 37.88%。印尼 10 月锡锭出口量环比下滑，且低于正常水平，中短期或将无法恢复正常。当前佹邦禁矿预计 2025 年初有机会恢复生产，但其落地时间仍是市场关注的重中之重，亦压制锡价上行动能。后续需持续关注。

图 13 沪锡价格及库存



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 LME 锡价格及库存



资料来源：Wind，华西证券研究所

本周沪锡价格大幅下跌。当前佹邦禁矿预计 2025 年初有机会恢复生产，但其落地时间仍是市场关注的重中之重，亦压制锡价上行动能。受益标的：【兴业银锡】、【华锡有色】、【锡业股份】。

1.5. 锑行业观点更新

1.5.1 本周锑锭价格小幅下跌，后续需关注出口情况

截止到本周四，1#锡锭出厂含税价 14.6-14.9 万元/吨，0#锡锭出厂含税价 14.7-15 万元/吨，均较上周同期价格下调 0.05 万元/吨，降幅为 0.34%。本周，虽受出口量没有达到预期影响价格有所下行，但最近受消息面影响，大厂挺价仍较坚定，中小厂报价低位紧缩，且现货库存不多，不少商家看涨情绪浓厚，等待 12 月新出口政策有所放宽，目前可以少量出口到敏感地区已经是一大进步，持货商信心坚定，但受下游需求端反馈情况尚未达到预期，且短期内没有明显利好因素出现，目前买卖双方成交谨慎，采购方按需补货，市场多以观望等待市场变化为主，因此市场呈现僵持局面。

图 15 锡锭价格 (万元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 锡精矿价格 (万元/金属吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

根据百川周报，综合来看，近日受消息面影响，锡价格有所回暖，大厂依旧报价坚挺，有业内人士称大家都在关注 12 月初出口放宽程度，多数持货商都还是看涨态度，目前下游买方按需采购。目前海内外锡价相差悬殊，若出口逐步恢复，价格有望向海外高价修复。此外，特朗普政府对外加征关税政策导致的中美贸易摩擦延续或支撑锡价上行。受益标的：【湖南黄金】、【华钰矿业】。

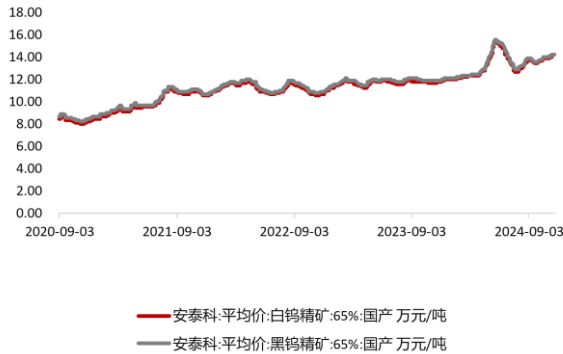
1.6. 钨行业观点更新

1.6.1 本周 APT 价格环比持平，原料供应趋紧

截至 11 月 22 日，白钨精矿（65%）报价 14.25 万元/吨，环比 11 月 15 日价格持平；黑钨精矿（65%）报价 14.35 万元/吨，环比 11 月 15 日价格持平；仲钨酸铵（88.5%）报价 21.1 万元/吨，环比 11 月 15 日价格持平。根据百川周报，供应方面，本周原料供应趋紧。矿山保持供需相对平衡状态，商家对后市预期较好，下游采购备货需求有限，当前价格处于偏高位，场内畏高情绪逐渐蔓延，市场成交刚需为主。

矿工看涨情绪较多，场内现货资源流通较好。需求方面，本周终端需求尚可。近期终端消费表现一般，下游市场缺乏订单支撑，整体排单量有限，商家购销积极性有待提升，场内存在畏高情绪，下游客户谨慎采买，场内交投多商谈。

图 17 白钨精矿（65%）及黑钨精矿（65%）价格



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 18 仲钨酸铵（88.5%）价格



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.7. 铀行业观点更新

1.7.1 一周国内外信息速递

1、Energy Fuels 2024Q3 季度报告

一、公司财务业绩情况资产负债表强劲，流动性超过 1.8 亿美元且无债务：截至 2024 年 9 月 30 日，公司拥有 1.8316 亿美元的营运资金，包括 4746 万美元的现金和现金等价物、1.0115 亿美元的有价证券（有息证券和铀股票）、3591 万美元的库存，没有债务。

库存市场价值带来超过 1000 万美元的额外流动性：按 2024 年 10 月 28 日的商品价格计算，公司产品库存的市场价值约为 2379 万美元，而资产负债表反映产品库存的成本为 1338 万美元。

发生净亏损 1200 万美元：2024Q3，公司发生净亏损 1208 万美元，或每股普通股净亏损 0.07 美元，主要由于与 Donald Project 合资企业相关的交易和整合成本、收购 Base Resources 和经常性运营费用，部分被天然铀精矿（“U3O8”）的销售所抵消。

铀继续推动收入增长：公司在现货市场上以 80 美元每磅 U3O8 的实际销售价格销售了 5 万磅 U3O8，总收入为 400 万美元，毛利润为 215 万美元，毛利率为 54%。

与美国公用事业公司签订新的长期铀销售合同：公司在其现有投资组合中增加了第四份长期铀销售合同。根据合同，公司预计将在 2026 年至 2027 年期间交付总计 27 万至 33 万磅铀，并可能在 2029 年前再交付 18 万至 22 万磅铀，采用混合定价公式，受最低价和最高价约束，以保持铀市场进一步上涨的风险敞口并免受通胀影响。

一期稀土元素分离回路成功调试：公司 White Mesa 工厂一期稀土元素分离回路的最终调试于本季度成功完成，生产出约 38 吨符合规格的分选镨钕。

潜在客户正在积极验证镨钕样品：White Mesa 工厂生产的镨钕目前正在接受永磁体制造商和其他潜在客户的验证，为未来的潜在采购奠定基础。

库存充足，抓住市场机遇：截至 2024 年 9 月 30 日，公司持有 23.5 万磅成品 U3O8 和 80.5 万磅 U3O8 矿石和原材料及在制品库存，总计 104 万磅 U3O8 库存。由于 Pinyon Plain、La Sal 和 Pandora 矿山的矿石生产和收到的额外替代原料，该库存较上一季度有所增加，但部分被公司在 2024Q3 的现货销售所抵消。随着继续开采更多矿石，公司铀库存将继续增加。公司还持有 90.5 万磅成品钒、38 吨成分分离镨钕和 9 吨成品高纯度、部分分离混合碳酸稀土的库存。二、分业务介绍 1) 铀业务由于铀市场的顺风以及即将与美国核电公司达成的长期合同承诺，公司目前正在其 Pinyon Plain、La Sal 和 Pandora 矿山开采和储存铀矿，并计划到 2024 年底将 U3O8 的产量提高到每年约 110 万至 140 万磅。

公司预计，2024 年将从储存的替代原料和新开采的矿石中共生产出 15 万至 20 万磅成品 U3O8，这低于公司之前对 2024 年 15 万至 50 万磅成品 U3O8 的预期，原因是从 Pinyon Plain 矿到 White Mesa 工厂的矿石运输出现延误，预计该问题将在 2024Q4 得到解决。Pinyon Plain 矿的采矿工作仍在继续，开采的矿石堆放在矿场，截至 2024 年 9 月 30 日，矿石中含有约 18 万磅 U3O8，预计将于 2024 年晚些时候或 2025 年初在工厂加工。

2024Q3，公司在怀俄明州 Nichols Ranch 的原地恢复 (ISR) 项目的持续准备过程中从钻孔中获得了积极成果。Nichols Ranch 项目和科罗拉多州的 Whirlwind 矿都在准备投产，并且根据市场情况，将在一年内做出投产决定。这些矿山的产量，加上替代原料、独居石铀和第三方铀矿石采购，预计到 2026 年，将使公司的生产运行率提高到每年约 200 万磅。

2024Q3, 公司继续推进其大型 Roca Honda 和 Bullfrog 铀项目的许可和其他前期开发活动, 这些项目与其 Sheep Mountain 项目一起, 有可能在未来几年将公司的铀产量扩大到每年高达 500 万磅 U3O8。

根据 Trade Tech 的数据, 截至 2024 年 10 月 28 日, U3O8 的现货价格为每磅 81.00 美元, U3O8 的长期价格为每磅 82.00 美元。

2) 稀土业务公司于 2024Q2 和 2024Q3 从工厂新投入使用的一期稀土元素分离回路中生产了约 38 吨分离的镨钕。

公司的镨钕产品样品已送往世界各地的永磁公司和其他公司进行产品鉴定, 初步测试反应良好。

公司目前正在更新 White Mesa Mill 的 AACE International (“AACE”) 4 级预可行性研究(不是受 NI43-101 或 SK 1300 约束或打算符合这些标准的预可行性研究), 该研究最初于 2024Q2 发布, 旨在将产量提高到每年共 6 万吨独居石, 生产约 6,000 吨镨钕、150 至 225 吨镱和 50 至 75 吨铀, 其中现有已投入使用的 1 阶段回路将占该产量的约 17% (1 万吨独居石)。

3) 重矿砂 2024 年 10 月 2 日, 公司宣布已完成之前宣布的对 Base Resources Ltd. 所有已发行和流通股的收购, 该收购有望使公司成为关键矿物生产的全球领导者, 包括 HMS (钛和锆)、稀土元素和铀。对 Base 的收购包括马达加斯加先进的世界级 Toliara HMS 项目。除了独立的钛铁矿、金红石 (钛) 和锆石 (锆) 生产能力外, Toliara 项目还包含长寿命、高价值和低成本的独居石(REE)流, 是原生钛和锆生产的副产品。Toliara 的独居石预计将在工厂加工成分离的稀土元素产品以及铀, 资本和运营成本具有全球竞争力。Toliara 项目需要与马达加斯加政府协商财政条款, 并获得马达加斯加政府的某些批准和行动, 之后 Toliara 项目的活动暂停状态才会解除, 项目才能开始开发。此次交易还包括 Base 的管理、矿山开发和运营团队, 他们在肯尼亚设计、建造和盈利运营世界级 HMS 业务方面有着成功的记录。

公司继续推进 Donald 项目, 该项目是澳大利亚一个大型富含独居石的 HMS 项目, 该项目于 2024Q2 与 Astron Corporation Limited 合资开展。公司预计最早将于 2025 年对 Donald 项目做出最终投资决定 (“FID”)。

2024Q3, 公司还继续推进其在巴西的全资 Bahia HMS 项目(简称“Bahia 项目”)的第二阶段钻探活动, 预计该活动将持续到今年年底。此外, 公司于 2024 年 3 月完成了 2.5 吨样品的批量测试工作, 并于最近将一个更大的 15 吨样品运往美国进行额外的工艺测试工作。公司预计将在 2024 年完成符合美国 SK 法规第 1300 部分

（“SK 1300”）和加拿大国家文书 43-101（“NI 43-101”）的 Bahia 项目矿产资源估算。

4) 钒业务公司选择在 2024Q3 不进行任何钒销售，并持有约 90.5 万磅 V2O5 库存。

根据 Fastmarkets 的数据，截至 2024 年 10 月 28 日，V2O5 的现货价格为每磅 5.25 美元。

5) 医用同位素业务 2024 年 8 月 19 日，公司宣布收购 RadTran LLC（“RadTran”），这是一家专门从事关键放射性同位素分离的私营公司，旨在进一步推进公司开发和生产用于癌症治疗的医用同位素的计划。RadTran 的专业知识包括从铀和钍工艺流中分离镭-226（“Ra-226”）和镭-228（“Ra-228”）。此次收购预计将显著增强 Energy Fuels 的计划能力，以解决用于癌症治疗的新兴靶向阿尔法疗法（“TAT”）中这些必需同位素的全球短缺问题。

公司继续利用其研发许可证在工厂回收研发数量的 Ra-226。在工厂建立试点设施的活动于 2024Q3 继续进行，预计将持续到年底，目标是在 2024 年底或 2025 年初生产研发数量的 Ra-226 供产品最终用户测试。

2、peninsula energy 2024Q3 季度报告

一、Lance 项目建设更新

1) 工厂建设更新 Peninsula 目前正在扩建位于 Lance 的 Ross 铀回收工厂和辅助设施，这些设施最初于 2015 年建成，是一座碱性原位回收(ISR)卫星工厂，旨在使用低 pH ISR 工艺扩大生产能力，并包括生产成品干黄饼产品的完整中央加工厂（Central Processing Plant, CPP）能力。扩建的 CPP（二期扩建）拥有额外的离子交换回路容量以及新的树脂洗脱、沉淀、过滤和产品干燥回路。

二期建设完成后，Lance 项目将拥有一座 5,000 GPM 铀回收离子交换工艺厂，每年可独立生产高达 200 万磅的干黄饼（“U3O8”）产品。目前，二期扩建厂房已完全封闭，主要施工工作已转移到室内。工厂建设工作已将重点转移到安装建筑暖通空调系统、管架、电缆托盘、附加设备和管道以及电气连接。施工队昼夜不停地工作，每两周有 14 天中有 13 天都在工作。每周都很容易看到实质性的进展。

虽然大多数主要工艺设备已运抵现场并安装完毕，但是两台黄饼干燥机（作为二手设备购买），它们在场外进行翻新。供应商已告知公司，第一台设备的预计完

工时间将延迟两个月，交付时间定在 2024 年 12 月底左右。由于产品干燥是工艺的最后一步，干燥机将安装在工厂设施单独分隔的部分，因此公司能够解决交货延迟问题，预计 12 月仍将开始生产运营。该工厂在黄饼干燥回路之前设计了充足的在制品树脂和洗脱液储存容量，这将允许同时进行操作和完成施工。

公司及其指定的工程、采购和施工服务承包商 Samuel Engineering, Inc 和 Samuel EPC, LLC（统称“Samuel”）已就最终定价达成一致，将 CPP 的 EPC 合同转换为固定总价合同，包括对选定关键设备的机械和性能保证津贴，费用比之前的预算估计多 630 万美元。业主团队估计 CPP 进行的其他（非 Samuel）工作流程的成本增加了 320 万美元。总成本超支 950 万美元，分配到预算类别（工程、劳动力、材料、运输、范围变更等）中，而不是具体分配到任何单个组件。由于剩余建设按固定总价定价，公司预计最终工厂扩建资本成本约为 4900 万美元。950 万美元的成本超支将由公司目前的现金支付。公司已获得充足的资金，可以进行首次生产及后续生产。

2) 井场开发更新除了工厂建设活动外，公司的员工和钻井承包商团队还在继续推进新井场设施的开发。公司正在积极开发新的井场生产区，即矿井单元 3（“MU-3”）和矿井单元 4（“MU-4”）。公司目前有 12 台钻机根据合同在新的矿井单元区域安装 ISR 模式井（注入和生产井）和监测井。MU3 的井安装预计将在年底左右完成。

尽管钻机数量在这一年中从 3 个增加到 12 个，但新钻机加入该计划的速度比预期的要慢。钻机可用性较低的结果是生产提升无法像之前预测的那样快速进行，这一因素已在公司修订的 CY2025 生产指引中得到考虑。为了解决这个问题，公司现已签订了三台额外钻机的合同，预计将在未来 1 到 2 个月内抵达现场。CY2025 的目标平均钻机数量为 16 台。公司将继续采取额外的缓解措施，使整体开发计划回到计划中。

3) 运营活动矿井 1 号和 2 号机组（“MU-1、MU-2”）先前开发的井场区域可用于恢复铀回收作业。MU-1 内的选定区域已积极进行预处理，并处于待命状态，直到工厂恢复运营。MU-3 中 HH-11 的预处理于 11 月初开始，比计划晚了大约 1.5 个月。延迟时间主要与新硫酸输送系统的运行调试问题有关，而不是集管室。酸系统问题已得到解决，系统现已完全正常运行。随着 MU-3、HH-11 预处理的井场流量开始，确定集管室的总流量目前约为总设计流量的 67%。在评估补救措施的同时，注意到较低的总流量将导致该区域的上升速度较慢。已评估了对产能提升时间的可能影响，并将其纳入以下更新的生产指引中。

计划于 2024 年末重启生产，其标志是新 CPP 回路的逐步调试，此前，铀已从井场溶液中初步回收并输送到工厂离子交换回路。工厂设计包含两个并行工艺回路，每个回路每年可生产约 100 万磅黄饼。施工计划继续在 12 月完成第一回路的机械完工和预调试，但黄饼干燥机除外，如前所述。第二回路在 2025 年不需要，将在第一回路完成后完成。

二、Lance 项目生产指引

公司此前已于 2024 年 7 月下旬根据当时的开发进度和估计修改了 CY2025 的生产指引，估计生产的黄饼大约在 70 万磅至 90 万磅之间。根据公司目前对工厂和井场建设进度的评估以及对 HH-11 运营绩效的早期流量观察，Peninsula 撤回了其之前关于 CY2025 的指引，并已决定将其预计的初始生产提升年(CY2025)的生产指引下调至 60 万磅。随着公司 2025Q1 生产爬坡期间获得更多运营数据，公司将更新铀销售概况和现金流预测。此外，该公司还提供了 CY 2026 和 CY 2027 的修订产量估计范围，这些范围与之前的指引没有实质性偏差。

三、Kendrick Area 许可更新

2022 年底，公司向怀俄明州 WDEQ 土地质量部门申请将 Kendrick 项目区纳入 Ross 项目区采矿许可证和原材料许可证。通常，此类修订的审查过程预计需要大约两年时间。WDEQ 已完成对申请的技术审查，并建议在已开始的公示期结束前批准采矿许可证。如果公示期结束时没有收到有价值的公众意见，采矿许可证将在年底前获得最终批准。原材料许可证修正案也已获得有条件的机构批准，并将在采矿许可证之后遵循类似的最终批准程序。许可证和执照的批准将允许公司在整个 Kendrick 地区开展生产业务。Ross 和 Kendrick 地区合计拥有符合 JORC 标准的 2620 万磅 U3O8 资源基础，相当于至少可供生产 10 年的资源。目前的 Lance 生产模式目前不包括相邻的 Barber 资源区，该资源区尚未获得生产许可。扩展后的工厂产能将可用于处理 Barber 3190 万磅 U3O8 资源基础的未来产出，这凸显了 Lance 项目未来大幅增长的机会。

四、公司情况

1、融资 Peninsula 公司已任命金融顾问 (BurnVoir Corporate Finance) 协助安排债务融资, 以支持运营资本, 确保实现稳定的生产并提供资产负债表的灵活性。公司正在与美国政府资助机构及其他运营资本融资提供方进行持续的讨论。

2、铀销售本季度没有进行铀销售。下一次计划的产品交付定于 2025Q2 末。公司未来 10 年内的总合同销售义务约为 600 万磅铀。

3、铀库存公司持有 15,182 磅在制品干黄饼库存。

4、现金及担保情况截至 2024 年 10 月 31 日的未经审计现金余额约为 6800 万美元, 并且资金远远超出了满足首次生产所需的资金。

3、Cameco 2024Q3 季度报告

一、生产经营情况

1、铀业务 1) 自产量和外购量 2024Q3 自产铀 430 万磅 (1950 吨), 同比增长 43%, 环比减少 39%。

2024Q3 外购铀总量为 180 万磅 (816 吨), 同比增长 125%, 环比增长 6%。

2024Q3 自产和外购铀总量为 610 万磅 (2767 吨), 同比增长 61%, 环比减少 31%。

2) 销量 2024Q3 铀销量为 730 万磅 (3311 吨), 同比增长 4%, 环比增长 18%。

3) 售价 2024Q3 平均实现价格为 60.18 美元/磅, 上一季度为 56.43 美元/磅, 环比增长 7%, 去年同期为 52.57 美元/磅, 同比增长 14%。

4) 成本 2024Q3 自产铀生产现金成本为 29.21 加元/磅, 同比下降 10%, 环比增长 72%。

2024Q3 自产铀生产总成本为 39.61 加元/磅, 同比下降 11%, 环比增长 52%。

2024Q3 外购铀的现金成本为 109.59 加元/磅, 同比增长 38%, 环比基本持平。

2024Q3 自产和外购铀的平均成本为 60.26 加元/磅, 同比增长 16%, 环比增长 43%。

2、燃料服务业务 2024Q3 产量为 3200 吨铀, 同比增长 60%, 环比增长 10%。

2024Q3 销量为 3500 吨铀, 同比增长 67%, 同比增长 21%。

2024Q3 平均实现价格为 34.54 加元/Kg 铀, 同比下跌 13%, 环比下跌 14%。

二、财务业绩情况

1、总体情况 2024Q3 营收为 7.21 亿加元，同比增长 25%，环比增长 21%。

2024Q3 毛利为 1.71 亿加元，同比增长 13%，环比减少 2%。

2024Q3 归属于股东的净利润为 700 万加元，去年同期为 1.48 亿加元，2024Q2 为 3600 万加元。

截至 2024Q3，公司拥有 1.97 亿加元的现金及现金等价物和 13 亿加元的总债务，此外，公司还拥有 10 亿加元的未使用信贷额度，有效期至 2028 年 10 月 1 日。

2、分业务情况 1) 铀业务 2024Q3 铀业务营收为 6 亿加元，同比增长 23%，环比增长 25%；毛利为 1.54 亿加元，同比增长 11%，环比增长 7%。

2) 燃料服务业务 2024Q3，燃料服务实现营收 1.2 亿加元，同比增长 40%，环比增长 6%；税前利润为 1700 万加元，同比下降 39%。

3) 西屋电气西屋电气报告 2024Q3 净亏损 5700 万美元（公司 49% 权益部分，下同），相较 2024Q2 的 4,700 万美元亏损有所扩大。调整后的 EBITDA 为 1.22 亿美元，而上一季度为 1.21 亿美元。西屋电气的业绩过去和现在都受到无形资产摊销的影响，这些无形资产是收购时分配给西屋电气净资产的公允价值的结果。年初至今，收购会计的影响导致净亏损为 2.27 亿美元，这要求根据收购时的市场价格重新估值，并将一些其他非经营性收购相关过渡成本作为费用。这些项目的影 响主要局 限于 2024 年上半年，预计未来几年影响不大。

三、自产铀分矿山运营情况

1) McArthur River/Key Lake 2024Q3, McArthur River/Key Lake 总包装产量为 400 万磅（权益量 280 万磅），而 2023 Q3 为 230 万磅（权益 160 万磅），上一季度为 620 万磅（权益量 420 万磅）。与 2023 年相比，公司在 2024 Q3 所占的权益产量更高，因为工厂已经达到了计划的生产运行率，但环比上一季度产量下降 35.5%。

现在，公司预计 2024 年的产量将达到 1900 万磅（权益量 1330 万磅）。产量的增加归功于 Key Lake 工厂业绩的改善，该工厂受益于在运营维护期间实施的一系列自动化、数字化和优化项目，以及公司对运营效率的持续关注。

2) Cigar Lake 2024Q3, Cigar Lake 总包装产量为 270 万磅(权益量 150 万磅), 而 2023Q3 为 260 万磅(权益量为 140 万磅), 上一季度为 530 万磅(权益量 290 万磅)。2024Q2 为 530 万磅(权益量 290 万磅)。原因是 2023 年过渡到新矿区时产量较低。

公司继续预计 2024 年的产量将达到 1800 万磅(公司的份额为 980 万磅)。

3) Inkai 2024Q3, McArthur River/Key Lake 总包装产量为 200 万磅(权益量 80 万磅), 2023Q3 产量为 200 万磅, 同比持平, 环比增加 5%。今年前九个月产量为 550 万磅, 而去年同期为 630 万磅。今年前九个月产量下降的原因是年度矿山计划的差异、新矿区酸化计划的转变以及全年酸供应不稳定。

由于权益会计, 公司的权益产量显示为以现货价格 5% 的折扣购买, 并在交货时以此价值计入库存。JV Inkai 将其产品出售给合资伙伴所获得的权益利润包含在合并收益表中的“权益会计投资对象收益份额”中。

JV Inkai 继续面临采购和供应链问题, 最明显的是与硫酸交付稳定性有关的问题。很明显, JV Inkai 将无法实现 2024 年 830 万磅 U3O8(100%基础)的目标产量, 因为这取决于按照特定时间表收到足够数量的硫酸。JV Inkai 现在估计, 预计年产量最高约为 770 万磅。

地缘政治局势继续增加该地区的运输风险。公司继续与合资企业 Inkai 和资伙伴 Kazatomprom 密切合作, 通过不依赖俄罗斯铁路线或港口的跨里海国际运输路线接收公司的权益产量货物。如果使用这条运输路线的运输时间比预期的要长, 公司今年的 Inkai 交货可能会进一步延迟。第一批货物包含在 Inkai 2024 年产量中所占份额的约 230 万磅, 已抵达加拿大港口, 预计将在 2024 年底前抵达 Blind River 炼厂。2024 年剩余产量份额的装运量和时间尚不确定。

7 月 10 日, 公司合资伙伴 Kazatomprom 发布新闻稿, 指出 6 月底, 哈萨克斯坦共和国政府对该国的税法进行了修订, 包括从 2025 年开始大幅提高采矿实体对铀生产支付的 MET 税率。如果保持目前的表述, 则根据铀价格、生产概况和汇率的假设, 合资公司 Inkai 的生产成本(括 MET)可能与公司萨斯喀彻温省北部的业务相似, 包括特许权使用费。

四、2024 年指引

公司将 2024 年的产量指引上调至 3,700 万磅(其中公司权益产量 2,310 万磅, 此前预期为 2240 万磅), 以配合市场动能并满足长期合同的承诺。公司计划在 Cigar Lake 生产 1800 万磅(100%基础), 在 McArthur River/Key Lake 生产 1900 万

磅（100%基础）（之前为 1800 万磅），并在 Port Hope 加工厂生产 11,000 至 11,500 吨 UF₆。

截至 2024 年 9 月 30 日，公司已签订的合同要求在 2024 年至 2028 年期间平均每年交付约 2,900 万磅铀。公司的铀和燃料服务板块也有一些合同的期限超过十年，而在铀板块中，许多此类合同都采用市场相关的定价机制。此外，公司拥有一个庞大且不断增长的在谈业务储备，涵盖场内和场外交易，公司预计这将进一步加强公司长期合同的投资组合。

JV Inkai 将无法实现 2024 年 830 万磅 U₃O₈（100%基础）的目标产量，预计年产量最高约为 770 万磅。如果 Inkai 的产量和/或交付量发生变化，承诺的采购量可能会发生变化，公司可能会选择进行额外的市场采购、暂时降低库存水平、提前履行长期采购承诺或利用公司现有的贷款安排。

与往年一样，公司将因持续关停二级资产而产生维护和保养成本，预计在 5000 万到 6000 万美元之间。

公司现在预计铀业务收入将在 25.50 至 26.80 亿加元之间（之前为 24.10 至 25.30 亿加元），燃料服务收入将在 4.40 至 4.70 亿加元之间（之前为 4.30 至 4.60 亿加元），预计综合收入将在 30.10 至 31.60 亿加元之间（之前为 28.50 至 30 亿加元）。以及公司在西屋公司 2024 年调整后 EBITDA 中的份额展望，现在预计为 4.6 亿美元至 5.3 亿美元（之前为 4.45 亿美元至 5.1 亿美元）。

1.7.2. 铀价行至 15 年高位，供需格局或支撑铀价

根据同花顺数据，9 月全球铀实际市场价格为 64.63 美元/公吨，行至近 15 年高位。长贸价格的持续上涨主要来自供应端产量增长不及预期，以及业主和生产商入场采购行为逐渐活跃，带动市场逐步复苏。需求端看，全球核电积极发展，2024 年上半年能源安全问题日益凸显，加之全球对低碳能源需求的持续增长，核电行业迎来一系列变革性的有利条件。2024 年上半年，全球新并网 4 台机组，分别来自中国、印度、美国和阿联酋。新开工了 4 台机组，其中两台来自中国。各国支持核电发展政策持续落地，包括欧美政府拨款为核电及相关产业链发展提供资金支持。日本已批准了 4 台核电机组延长任意寿命，并积极推动核电重启等等。综上，全球对核电的关注日益攀升，各国推动核电发展的政策正在逐步落地，全球核电产业加速上行。但新建项目方面，蒙古 Zuuvch-Ovoo 铀矿开发面临延迟（原计划于 2028 年开始生产），俄罗斯 PIMCU 公司宣布旗下 6 号铀矿项目将在 2028 年开始生产（晚于原计

划 2 年)。复产项目方面，福岛核事故后，连续十余年内全球勘探投资支出较少，或导致部分矿山复产不及预期。综合来看，行业的供需格局对铀价形成的支撑仍然保持乐观的态势。

综合来看，根据目前的供需格局，天然铀需求与一次供应之间的缺口在中长期仍然存在。伴随着在产项目产能利用率的提升及产量的衰减期的到来，一次供应缺口的补足将依赖于复产项目的落地以及新项目投产的进度。但新建项目建设的延迟和复产项目进度不及预期均导致铀行业供需格局偏紧，对铀价或有支撑。受益标的：中广核集团旗下海外铀资源开发的投、融资的唯一平台，且为国内铀业龙头的【中广核矿业】。

图 19 全球铀实际市场价格 (美元/吨)

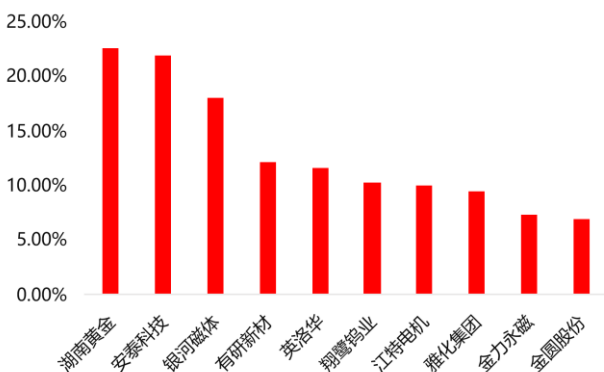


资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.8.行情回顾

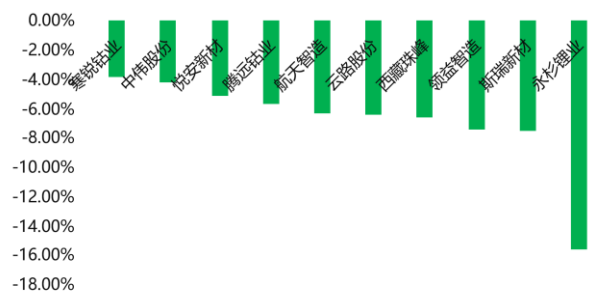
1.8.1.个股表现

图 20 涨幅前十



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 21 涨幅后十



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.8.2.一周周度价格复盘

表 1 锂行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
锂辉石精矿 (SC5.5-SC6)	730.00	0.00%
电池级碳酸锂	7.90	0.46%
电池级氢氧化锂	6.79	0.98%

注：均为周五报价

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 镍行业价格变动周度复盘

	周度价格/库存	周变动 (%)
LME 镍(库存, 吨)	159000.00	2.96%
沪镍 (库存, 吨)	31194.00	2.37%
LME 镍价格	15610.00	0.71%
沪镍价格	125530.00	1.55%
镍铁(Ni:8-15%)均价	1040.00	-0.48%
镍板 1#	126870.00	1.75%
电池级硫酸镍	27250.00	-1.80%

注：均为周五价格/库存；国外价格为美元/吨，镍铁价格为元/镍点，其余均为元/吨

资料来源：Wind，同花顺，华西证券研究所

表 3 钴行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
电解钴	17.95	0.00%
氧化钴	107.00	-4.04%
硫酸钴	2.76	-1.43%
四氧化三钴	114.00	0.00%

注：硫酸钴及四钴为周五报价；钴中间品 (25%-35%，CIF 中国) 价格为美元/磅，四氧化三钴价格为元/千克，其余均为万元/吨

资料来源：Wind，同花顺，华西证券研究所

表 4 稀土行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
氧化镧	4000.00	0.00%
氧化铈	7140.00	0.00%
氧化镨	420800.00	-2.21%
氧化钆	418000.00	-2.79%
氧化镨钆	412500.00	-1.79%
氧化镱	1690.00	-0.88%
氧化铽	5855.00	0.17%
烧结钕铁硼 (N35)	135.00	-3.57%

注：烧结钕铁硼为 10 月 9 日报价，对比基准为 9 月 9 日报价，其他均为周五价格；钕铁硼毛坯、镨、铽单位为元/公斤，其余均为元/吨

资料来源：Wind，同花顺，华西证券研究所

表 5 锡行业价格变动周度复盘

	周度价格/库存	周变动 (%)
LME 锡价格	28825.00	-2.19%
LME 锡 (库存, 吨)	4865.00	-1.02%
沪锡价格	241600.00	-0.13%
沪锡 (库存, 吨)	7786.00	-8.15%

注：均为周五价格，LME 价格为美元/吨，其他单位均为万元/吨

资料来源：Wind，同花顺，华西证券研究所

表 6 锰钒行业价格变动周度复盘

		周度价格	周变动 (%)
锰	锰矿(44%)	45.00	0.00%
	电解锰	1.35	0.00%
	硅锰	0.60	0.00%
	电池级硫酸锰	0.62	0.00%
钒	钒铁	8.40	0.00%
	钒	1250.00	0.00%
	五氧化二钒	7.75	-1.27%

注：均为周五价格，锰矿、钒为元/吨度，其他单位均为万元/吨

资料来源：Wind，同花顺，华西证券研究所

表 7 锑行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
锑精矿 (50%)	128000.00	0.00%
锑锭 (99.65%)	150000.00	0.00%

注：均为周五价格，锑精矿价格为元/金属吨，锑锭单位为元/吨

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 8 钨行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
白钨精矿 (65%)	14.25	0.00%
黑钨精矿 (65%)	14.35	0.00%
仲钨酸铵 (88.5%)	21.10	0.00%

注：均为周五价格，单位均为万元/吨

资料来源：Wind，同花顺，华西证券研究所

2.风险提示

- 1) 全球锂盐需求量增速不及预期；
- 2) 全球锂盐供给超预期；
- 3) 锡下游焊料等需求不及预期；
- 4) 缅甸佤邦锡矿主产区曼相矿区复产时间超预期；
- 5) 锡矿在建项目建设进度超预期；
- 6) 俄镍流入带来的供给增量超预期；
- 7) 全球锑矿供给超预期；
- 8) 全球钨矿供给超预期；
- 9) 地缘政治风险。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。