

## 增持

目标价格:

3.81 澳元/196 便士

# PYX Resources: 基于 2023 财年运营业绩强劲增长、 Mandiri 矿区许可证成功续期重申目标价格

## 介绍

PYX Resources Limited (“PYX” 或 “公司”) 是拥有全球第三大符合 JORC 标准的钻石资源量<sup>1</sup>的在产钻石生产商。公司是一家快速发展的领先高品位钻石生产商, 在扩产、丰富产品选择和提升盈利能力等方面具有巨大潜力。PYX 的股票于伦敦证券交易所 (LSE: PYX) 和澳大利亚国家证券交易所 (NSX: PYX) 双重上市。

2024 年 1 月 29 日, PYX 公布了截至 2023 年 12 月 31 日 (“2023 财年”) 的运营业绩。

本报告回顾了 PYX 在 2023 财年取得的关键运营数据, 更新了公司在报告期内达成的主要里程碑, 并对公司估值进行了评估。我们的分析不仅基于 PYX 已达成的运营里程碑, 也立足于对公司所在市场的长期观点。

2023 年公司达成的主要成就和里程碑包括:

- PYX 的高品位钻石产量同比上升 31% 至 11,800 吨 (2022 财年为 9,100 吨), 首次突破 10,000 吨大关, 同时高品位钻石销量增长 24% 至 11,400 吨 (2022 财年为 9,100 吨)。2023 财年, 高品位钻石的产量和销量均保持了两位数的增长率;
- 高品位钻石的年化产量达到 16,000 吨 (2023 年第三季度产量同比增长 61% 至 4,000 吨, 创下迄今为止的最高季度产量);
- 2023 年 2 月, 潜力巨大的 Tisma 项目获得了为期 10 年的勘探和采矿许可证续期, 为 PYX 带来了更强的确定性, 并让公司能够为该矿区制定更长期的开发计划; 以及
- 2023 年 8 月, PYX 收到钛铁矿和金红石矿石的出口许可证。截至 2023 年 12 月, 公司共储备了近 10,000 吨钛铁矿和金红石库存。在收到该许可证后, PYX 能够利用由友好的印度尼西亚监管环境带来的收入增长和现金流改善相关机会。



股价 (截至 2024 年 1 月 31 日) : 0.3 澳元 (NSX) /15.575 便士 (LSE)

12 至 18 个月目标价格:  
3.81 澳元/196 便士

市值 (截至 2024 年 1 月 31 日) :  
1.373 亿澳元/7,150 万英镑

总股数: 4.178 亿股

股息及收益率: 不适用

<sup>1</sup> 根据截至 2023 年 6 月 30 日的公开可获得信息

此外，2024 年 1 月，PYX 宣布获得 2 年期的许可证，授权公司在 Mandiri 项目开采、生产并出口总计 94,000 吨的矿石，包括高品位锆石、钛铁矿和金红石。同时，公司还可以开采并生产其他副产品（如二氧化硅）以进一步增强其收入来源和盈利能力。

## **建议摘要**

- a) 我们继续关注 PYX，并重申**增持**评级。此外，我们将 **12 至 18 个月的目标价格维持在 3.81 澳元（196 便士）**，这意味着较 2024 年 1 月 31 日 15.575 便士（0.3 澳元\*）的收盘价，PYX 的股价有约 1,170% 的上涨空间。（使用英镑：澳元 = 1:1.92 的汇率）；
- b) PYX 是全球领先的高品位锆石生产商，拥有总计 2.64 亿吨符合 JORC 标准的矿产资源。公司旗下的 Mandiri 和 Tisma 矿区的锆石总量总计达 1,050 万吨。Mandiri 矿区的锆石含量为 600 万吨，是自 2012 年以来全球最大的锆石发现；
- c) PYX 矿区的重砂矿物组合成分价值亦处于行业最高水平，达到每吨 1,824 美元。考虑到 PYX 矿区的开采难度低、加工成本低且勘探潜力巨大，我们认为 PYX 的股价与同业相比应处于基于每吨重砂矿物资源计算的估值区间的上沿。但目前 PYX 的股价仍处低位，为长期投资者提供了可观的收益上涨空间；
- d) 重要的是，我们认为 PYX 能实现进一步的增长，原因有：1) Mandiri 和 Tisma 矿砂项目位于印度尼西亚资源丰富的加里曼丹省且相隔不远，公司能从这两个项目获得协同效应和规模经济；2) 公司已准备好从钛铁矿、金红石和高品位锆石的销售中获益；以及 3) 多元化的投资者为进一步增长提供了资金支持；公司客户群横跨不同行业和区域且不断增长；卓越的管理层不断达成出色的财务业绩和运营里程碑；
- e) 由于 PYX 的核心产品**锆石和副产品二氧化钛矿物（金红石和钛铁矿）**在许多高科技领域（如航空、航天、石化，特别是绿色技术）的应用越来越多，**预计对上述产品的需求将保持坚挺**。此外，考虑到全球经济将持续回暖，越来越多的发展中国家的生活水平将提高，同时全球城市化进程不断加快，这些矿物的传统终端市场（包括陶瓷、耐火材料、铸造、油漆和涂料）应维持不错的增长率；
- f) **Mandiri 和 Tisma 项目所在的印度尼西亚政治稳定**（作为重要的“一带一路”沿线国家，除了有稳定的国内政府外，还与邻国和具备区域影响力的国家保持着友好关系），**并创造了友好的监管环境**（促进了多个重要许可证的批准和授予，并将钛铁矿和金红石对国际市场的出口合法化），因此 PYX 有望在不久的将来将其采矿业务提升到更高水平；以及



- g) 展望未来，由于最近没有较大的矿石发现，且现有大型矿山的矿山寿命即将结束，**预计的需求增长将超过供应，很可能导致供应短缺，给锆石价格带来上行压力，从而对 PYX 的财务状况形成利好。**公司持续执行其积极的增长计划，目标是成为全球领先的高品位锆石生产商之一和印度尼西亚矿砂行业的整合者。

注：若无另行说明，本报告所有计算中使用的澳元：美元汇率为 1:0.70.



## 目录

I. 2023 财年运营业绩 .....	5
II. 公司取得的其他重要成就 .....	6
III. 结语 .....	8
重要披露 .....	10

## I. 2023 财年运营业绩

### 2023 年的卓越运营业绩

2024 年 1 月 29 日，拥有全球第三大符合 JORC 标准的锆石资源量的在生产商 PYX 公布了截至 2023 年 12 月 31 日的 2023 财年运营业绩。

2023 财年，在利率上行和广泛的地缘政治紧张局势的背景下，全球经济面临巨大挑战。尽管如此，PYX 持续树立行业标准，收获了亮眼的运营业绩。2023 财年，PYX 的高品位锆石产量为 11,800 吨，销量为 11,400 吨，与去年同期相比分别上升了 31% 和 24%。考虑到 2023 财年公司的员工总数较 2022 财年缩减了 22%，生产力的提升更加引人注目。2023 年 12 月 31 日，高品位锆石库存为 533 吨，库存周期缩短了 22% 至 17.1 天（2022 财年为 17.5 天）。

在 2023 财年，PYX 的矿石总产量和总销量首次同时突破 10,000 吨大关，同时在专业高效的现任管理团队的带领下，公司达成了数个里程碑。

图表 I-1: 2022 和 2023 财年的关键运营数据一览

	截至 2023 年 12 月 31 日	截至 2022 年 12 月 31 日	同比变动	同比变动
	千吨	千吨	千吨	%
锆石产量	11.8	9.1	2.7	31
锆石销量	11.4	9.1	2.3	24
二氧化钛产量	2.9	7.5	-4.6	-61
二氧化钛销量	-	0.3	-0.3	不适用
年均锆石价格	1,998 美元/吨	2,457 美元/吨	-459 美元/吨	-19
<b>总产量</b>	<b>14.8</b>	<b>16.6</b>	<b>-1.8</b>	<b>-11</b>
<b>总销量</b>	<b>11.4</b>	<b>9.5</b>	<b>1.9</b>	<b>20</b>

来源: PYX、赛德思

细看数据，可以发现 2023 财年下半年运营业绩显著增长。与 2022 财年下半年相比，高品位锆石产量增加 6,100 吨，增幅达 29%，年化产量达 12,200 吨。同时，高品位锆石销量在 2023 财年下半年也较 2022 财年下半年迅猛增长 18% 至 6,200 吨，年化销量达到 12,400 吨。

值得一提的是，PYX 在 2023 年第三季度同样取得了出色的业绩，其高品位锆石产量从 2022 年第三季度的 2,500 吨同比猛增 61% 至 4,000 吨，是迄今为止最高的季度产量，年化后的年产量达到 16,000 吨。

2023 年第三季度高品位锆石的销量受到中国和印度的需求推动同比猛增 88%，由 2022 年第三季度的 2,300 吨上升至 4,200 吨。

2023 财年高品位锆石的产量和销量的增长得益于公司在过去几年为构建全球多元化客户群所做出的努力。由于宏观经济和地缘政治因素，2023 财年的市场状况不佳，因此这些努力发挥了至关重要的作用。PYX 取得的出色季度业绩突显了公司在客户多元化战略取得成功，有能力也已做好准备扩大生产和销售。

## II. 公司取得的其他重要成就

### Mandiri 项目许可证续期两年

2024 年 1 月 18 日，PYX 收到两年期（2024-2025）许可证，授权公司在其旗舰项目 Mandiri 矿区每年开产、加工并出口总计 94,000 吨的矿石（如上所述，包括高品位锆石、钛铁矿和金红石）。

收到该许可证前，印度尼西亚能源和资源服务部（Energy and Mineral Resources Department）批准了 2024-2025 年 Mandiri RKAB（即工作计划和预算，*Rencana Kerja dan Anggaran Biaya*），涵盖 Mandiri 项目运营的方方面面，包括采矿作业、加工和精炼、市场推广和运输、环境、采矿安全、培训以及社区发展和赋能。

具体来说，该许可证允许公司出口：

- 总计 24,000 吨/年矿石含量为 65.5% 的高品位锆石，分为：
  - 出口市场：19,200 吨/年
  - 国内市场：4,800 吨/年
- 总计 50,000 湿吨<sup>2</sup>/年矿石含量为 45% 的钛铁矿，分为：
  - 出口市场：40,000 湿吨/年
  - 国内市场：10,000 湿吨/年
- 总计 20,000 湿吨/年矿石含量为 90% 的金红石，分为：
  - 出口市场：16,000 湿吨/年
  - 国内市场：4,000 湿吨/年

<sup>2</sup> 湿吨为根据印度尼西亚财政部 2023 年 23 号公告采用的新的钛计量单位

## 钛铁矿和金红石的潜力

PYX 于 2022 年 1 月和 6 月分别启动金红石和钛铁矿的生产。随后，在 2023 年 8 月，PYX 获得了印度尼西亚政府颁发的钛铁矿和金红石矿石出口许可证。2023 年 12 月，政府对政策做出更改，以纳入雅加达的出口港，该许可证也随之修订。截至 2023 年 12 月底，公司已储备了 9,800 吨的钛铁矿和金红石库存。由于印度尼西亚的监管和运营环境良好，PYX 的财务业绩有望从 2024 年起受益于新增的钛铁矿和金红石销售。

## 持续大力开展 PYX Cares 项目

PYX 继续将联合国全球契约融入其日常运营、文化和业务战略，同时积极参与合作项目，以推动联合国更广泛的发展目标，特别是可持续发展目标。在年度进展通报中，公司概述了在当前和未来日常运营中对全球契约的持续承诺。

总体而言，PYX 鼓励员工队伍的多元化和包容性。2023 财年，公司继续在平等方面取得重要进展，将女性员工比例提高到 28%，较 2022 财年上升了 5 个百分点。此外，2023 财年，达雅克人（原住民）员工在员工总数中的比例提高至 47%，同比增加 2 个百分点。

在 2023 财年，PYX 保持了安全可靠的工作环境，可记录工伤率为零。

## 印度尼西亚积极的监管制度助力增长

受到印度尼西亚对商业友好的监管环境支持，PYX 有机会实现其宏大的增长计划。以下几个重要的许可证得到批准，以及合法化对国际市场的钛铁矿和金红石销售印证了这一积极的监管态度。

- 2023 年 2 月，Tisma 项目的 10 年期勘探和采矿许可证续期获批，为这一极富潜力的项目带来了更强的长期确定性；
- 2023 年 8 月，印度尼西亚政府批准了钛铁矿和金红石矿石的出口许可证（经修订纳入了雅加达的出口港）；以及
- 批准了 Mandiri 项目的两年期许可证，授权公司每年开采、生产及出口总计 94,000 吨的矿石，包括 24,000 吨高品位锆石、20,000 吨金红石和 50,000 吨钛铁矿，并开采和生产包括二氧化硅在内的其他副产品。

### III. 结语

2023 财年，PYX 不仅在高品位锆石的产量和销量方面展示出强劲的运营业绩，而且在监管审批和可持续性等其他指标上也交出了亮眼的答卷。凭借多元化的客户群，公司能够经受住所在市场的波动。此外，PYX 还储备了钛铁矿和金红石，以便在修订后的许可证得到印度尼西亚政府批准后销售这两种矿石，从而创造额外的收入渠道。我们相信 PYX 能继续保持其非凡的经营业绩，并为股东创造稳健的长期价值。

此外，基于以下因素，我们认为 PYX 的业绩有望进一步增长：

- **通过持续进行的勘探工作扩大产能且可能增加更多的矿产资源：** L1 Capital Global 和 GGY Global Yield LLC 的投资承诺将帮助 PYX 进一步扩大其在 Mandiri 矿区的产能，同时启动 Tisma 项目的规划进程。

在 PYX 拥有这两个矿砂资产中，尚有 46% 的特许权区域处于未开发状态，因此除了目前已知的矿产资源外，我们认为还有巨大的上升潜力。Tisma 的 IUP-OP 许可证成功续期 10 年也有助于 PYX 进行长期规划。此外，公司致力于寻找、收购和开发其他世界级的矿产资产，这可能使 PYX 成长为全球矿砂领域更强大的参与者；以及

- **零碳转型对高品位锆石和钛而言是重要的新需求驱动力：** 全球多个国家已达成共识，通过实现碳中和来应对气候变化并避免与之相关的自然灾害，包括严重的热带风暴、洪水和极端干旱等。为实现这一目标，高品位锆石和钛越来越被视为不可或缺的一部分，尤其是对应对气候变化而言。

高品位锆石在一些可以缓解气候变化的应用中通常被视为实现清洁能源发电和提高能源效率的关键因素。根据学术和行业研究人员的研究，零碳转型可能会在未来二十年内刺激锆石需求增长 56%-88%。锆石行业协会和普莱克斯技术有限公司 (Praxair Technology) 进行的研究发现，使用锆石代填氧化铝可将全球变暖潜能值<sup>3</sup>降低约 16%。另外，在热障涂层中使用锆石可以将喷气涡轮发动机的能源效率提高 12%。

<sup>3</sup> 为比较不同气体对全球变暖的影响而开发的指标。具体来说，它对比的是在给定时间段内每排放 1 吨某一气体所吸收的能量和每排放 1 吨二氧化碳所吸收的能量





上述积极因素让我们对 PYX 的业务、盈利前景和增长前景感到乐观。因此，我们重申**增持**评级，并将**12 至 18 个月的目标价格维持在 3.81 澳元 (196 便士)**，这意味着较 2024 年 1 月 31 日 15.575 便士 (0.3 澳元\*) 的收盘价，PYX 的股价有约 1,170% 的上涨空间。（\*使用英镑：澳元 = 1:1.92 的汇率）。

## 重要披露

---

### 股权与利益冲突披露

- 杨铮、高欢和其余全体研究团队及其家属均不持有 PYX Resources Limited 普通股。

赛德思投资有限公司（以下简称“赛德思”）与赛德思分发的研究报告中所覆盖的公司存在或寻求业务往来，赛德思不一定投资本报告所指的公司，可能为本报告所指的公司提供投资银行业务服务。因此投资者应了解公司可能存在影响到本报告客观性的利益冲突。赛德思将在所覆盖公司的报告指出此等公司。因此，投资者在做出投资决策时应将本报告视为是单一的因素。特别对于 PYX Resources Limited 来说，赛德思不直接持有其任何股份，但会且仅通过“赛德思投资代理人”的身份代客户持有 PYX Resources Limited 的股份。

赛德思将或已经从 PYX Resources Limited 获取过去 12 个月的提供投资银行服务的报酬。

赛德思将或已经从 PYX Resources Limited 获取过去 12 个月的报酬。

### 分析师担保

杨铮和高欢在此证明本研究报告中涉及的观点真实地反映了对于本报告中所指公司及其证券的个人观点。并证明其从未且将不会收取任何直接或间接的报酬，以换取本报告中表述的特别建议。

如需其他信息，请发送邮件至 [information@cedrusinvestments.com](mailto:information@cedrusinvestments.com)

仅供私下传阅。本报告由赛德思撰写，仅供参考之用，并不旨在或构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其他金融工具的邀请或保证。本报告所载内容是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该信息的准确性、及时性或完整性。本报告所载内容和观点可能与客户阅读本报告时的情形不一致。本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知给客户。除非另行说明，所有上述观点（包括估算和预测）均来自本公司的研究部门，可在不发出通知的情形下随时更改。

当相关规定或使用目的违反了政府机关、监管部门、自我管理组织、清算组织、或赛德思未获授权提供信息地区的适用法律、法规和规定，本报告提供的信息并不旨在，且不应由任何个人或实体用于任何司法目的。

本报告并未考虑到收到本报告的任何特定公司的特别投资目的、财务状况或特殊需要。在根据本报告中的相关信息做出投资决策前，读者应考虑是否符合其特殊情况，同时根据其自身的投资需要与目标获取专业的建议。本报告涉及的证券投资价值及带来的收益可能会波动，投资者可能面临投资亏损。过往的表现对未来的业绩并不具备指示作用。未来的回报无法保证，投资者可能会损失本金。

撰写本报告的分析师及其家属均不是本报告中所指公司的员工、董事或顾问委员会成员。本报告中所指公司并无人员在赛德思或附属公司董事会任职。撰写本报告的分析师的报酬由高级管理层全权决定。赛德思并不进行证券直接交易；同时赛德思的研究分析师被禁止拥有其研究报告涉及的证券。

赛德思从事投资银行业务。赛德思拥有证券的自营业务；但赛德思的研究分析师不得持有其发布的研究报告的证券。

---

2024 年赛德思投资版权所有。保留一切权利。未经授权不得使用或披露。