

## 增持

目标价格:

3.40 澳元/195 便士

## PYX Resources: 重申目标价格; 2022 财年财务数据持续改善; Tisma 矿区的许可证获得续期

### 介绍

PYX Resources Limited (“PYX” 或 “公司”) 在目前在产的生产商中拥有全球第二大符合 JORC 标准的锆石资源量。公司是一家领先的、快速成长的高品位锆石生产商, 在扩产和提升盈利能力上具有巨大潜力。公司在伦敦证券交易所 (LSE: PYX) 和澳大利亚国家证券交易所 (NSX: PYX) 双重上市。

2023年3月16日, PYX 公布了截至2022年12月31日财年 (“2022 财年”) 的经审计的财务报告。

本报告回顾了 PYX 在 2022 财年的财务表现, 更新了公司的运营情况, 并对公司的价值主张进行了评估。我们的分析基于公司达成的运营里程碑以及我们对市场的较长期观点。

公司在 2022 财年达成的主要成就和里程碑如下:

- 收入同比增长 83% 至 2,270 万美元 (2021 财年: 1,240 万美元), 同时核心息税折旧摊销前利润为 419,289 美元, 运营现金流为低位负值。报告期内运营活动实际消耗现金仅为 250 万美元左右。令人鼓舞的是, 公司在 4 季度的现金流为正。
- 由于 PYX 对其开采和选矿工艺的精简化, 每吨毛利润较 2021 年水平上升; 以及
- 公司申请将印度尼西亚 (“印尼”) 加里曼丹省的 Tisma 矿砂项目 (“Tisma”) 相关的勘探和开采许可证 (IUP-OP) 续期 10 年至 2032 年 7 月, 并获得批准。



股价 (截至 2023 年 3 月 21 日)

0.33 澳元/17.375 便士

12-18 个月目标价格:

3.40 澳元/195 便士

市值 (截至 2023 年 3 月 21 日)

1.474 亿澳元/7,760 万英镑

总股数: 4.413 亿股

股息及收益率: 不适用

### 建议摘要

- PYX 仍在我们的研究范围内, 并重申**增持**评级。此外, 我们维持 **3.40 澳元的 12-18 个月目标价格** 的观点, 意味着在 2023 年 3 月 21 日 0.33 澳元的收盘价的基础上存在约 930% 的上行空间;
- PYX 是一家全球领先的高品位锆石生产商, 在 Mandiri 和 Tisma 矿床拥有合计 2.64 亿吨符合 JORC 标准的可观的矿产资源, 所含锆石量达 1,050 万吨。Mandiri 矿床是自 2012 年以来全球最大的锆石发现;

- c) PYX 的矿床的加权平均重砂矿物组合成分价值达到每吨 1,680 美元，处于行业最高水平。结合开采难度低、加工成本低和自有矿区开采潜力巨大的因素考虑，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。然而，股价现在并未达到这一水平，对长线投资者来说意味着巨大的上行空间；
- d) 我们认为，PYX 在实现未来增长上占优势地位，原因包括：皆位于资源丰富的加里曼丹省而彼此靠近的 Mandiri 和 Tisma 矿砂项目所带来的协同效应和规模经济；为增长提供资金支持的高度多元化的投资者；以行业和地区的维度来看均在不断扩大的客户群贡献的持续性需求；以及拥有优秀过往业绩的管理团队不断达成出色的运营里程碑和财务表现；
- e) **对 PYX 的核心产品锆石及副产品二氧化钛 (TiO<sub>2</sub>) 矿物 (金红石和钛铁矿) 的需求前景预计将走强**，原因是此类产品的高科技应用不断上升，包括用于航空航天、化工等广泛的行业，尤其是在绿色转型中的应用。此外，考虑到全球经济增长持续上行、发展中国家的生活质量提高以及全球城镇化的进一步深化，此类产品的传统终端市场今后应保持稳定增长，包括陶瓷、耐火材料、铸造、涂料和涂层市场；
- f) **PYX 不断提升在中国这一几乎消费全球一半锆石产量的市场中的市场地位**<sup>1</sup>。中国在取消所有新冠疫情相关限制措施和隔离政策，以及在 2023 年 1 月末的春节假期后，已展现出需求回暖的迹象。例如，中国的消费支出已反弹，零售销售额在 2023 年的前两个月同比上升 3.5%，而这一数字在 2022 年最后三个月都出现同比下滑<sup>2</sup>。此外，中国的房地产市场也重现生机。一线城市的现房价格在 1 月环比上升 0.4%，扭转了 2022 年 12 月的跌势，一些新房项目在开盘 24 小时内就售罄<sup>3</sup>；以及
- g) **展望未来，由于缺少重要的勘探发现，需求增速有望超过供应增速，从而很可能出现短缺，对锆石价格产生上行压力并对 PYX 形成财务利好**。PYX 持续执行积极的增长计划，旨在成为全球领先的高品位锆石生产商之一。尽管受到了新冠疫情的影响，但由于市场上的库存有限，且 2022 年的全球产量与 2021 年的大致持平，锆石价格总体保持了稳定。事实上，锆石和二氧化钛矿物的市场价格在过去几个月持续回升。

注：如无另行说明，本报告所有计算中使用的澳元：美元汇率是 1:0.74。

<sup>1</sup> <https://www.zircon-association.org/zircon-sand.html>

<sup>2</sup> <https://www.ft.com/content/a67c7717-c117-4778-b2f3-324d1c9fdd11>

<sup>3</sup> <https://www.fidelityinternational.com/editorial/article/chinas-property-market-sparks-to-life-with-signs-of-recovery-1db0cd-en5/>



## 目录

I. 公司成就与运营最新进展 .....	4
II. 2022 财年的出色财务表现 .....	5
III. 结语 .....	7
重要披露 .....	8

## I. 公司成就与运营最新进展

### Tisma 的 IUP-OP 许可证续期 10 年

2023 年 2 月，PYX 收到了来自中加里曼丹省政府的通知，确认公司对 Tisma 矿区的 IUP-OP 许可证的续期申请已获得批准，许可证的最长有效期为 10 年，至 2032 年 7 月（到期后该许可证可再次申请续期）。矿区相关许可证的续期让 PYX 得以继续通过其子公司 PT. Tisma Global Nusantara（“PT TGN”）在矿区内进行勘探和开采作业。IUP-OP 许可证由该子公司持有。

IUP-OP 许可证的主要条款包括：

- 锆石出口的特许权使用费为 1.5%；
- 向印尼政府的应付固定租金费用为每年 4 美元/公顷；
- 印尼政府制定并征收 22% 的企业税；
- 向当地政府应付土地/建筑税以应税销售价值的 0.5% 计算；以及
- 环境责任，包括复垦保证金和当地政府批准的计划，是矿区批准流程的一部分。

许可证的续期对 PYX 来说是 2022 财年结束后取得的一项重要成果，因为这不仅让 PYX 能够合法在 Tisma 矿区进行重要的勘探和开采活动，还恰逢矿砂市场经历需求上升和持续增长之际。此外，许可证续期 10 年让 PYX 得以执行其提升高品位锆石和二氧化钛矿物供应的长期计划，最终为股东带来价值最大化。

将环境责任纳入 IUP-OP 许可证的续期条款符合 PYX 遵守当地环境与社会相关规定的意向，也与公司确保为当地社区的福祉以负责任、可持续的方式开展作业不谋而合。

### 2022 财年的重要公司和运营成就

在 Tisma 的 IUP-OP 许可证的续期申请得到批准之前，PYX 在 2022 年财年取得了一系列的公司和运营成就，主要有以下几点：

- 公司于 2022 年 1 月和 2022 年 6 月分别**启动了天然金红石和钛铁矿的生产**。此前，PYX 于 2021 年 12 月完成了 Mandiri 矿床选矿厂的第一阶段扩能计划，产能达到 24,000 吨/年。最初，此类有价值副产品仅在国内市场销售。出口预计很快开始。事实上，金红石和钛铁矿的生产是公司增长战略中不可或缺的一部分，能够帮助公司拓宽产品范围，从而服务于多元化程度不断加深的全球客户群，并增强公司的收入流；

- 锁定了来自重要的全球机构投资者的投资承诺：
  - I. 在 2022 年 3 月完成了与美国著名机构投资者 L1 Capital Global Opportunities Master Fund 开展的战略性股份配售交易，可获得总计最多 1,350 万美元的投资承诺（初始投资为 450 万美元，后续在双方同意的基础上可能进行两笔各 450 万美元的投资）；以及
  - II. 在 2022 年 10 月获得了来自 GEM Global Yield LLC SCS (“GGY”) 的 2,000 万英镑的投资承诺。公司与这家规模为 34 亿美元的另类投资管理公司签订了定制化协议，让 PYX 能够在 36 个月的期限内控制该笔资本承诺的出资时间和金额，且不受最低认购义务的限制。
- 2022 年 11 月 28 日，公司任命了著名的地质学家和印尼高管拉登·苏克亚尔博士 (Dr. Raden Sukhyar) 为董事会的非执行董事。苏克亚尔博士在印尼运营方面拥有深厚的经验和知识，包括曾在印尼政府担任关键角色。他的任命将进一步强化 PYX 在印尼的运营能力，并深化公司对当地监管环境的理解。结合董事会其他成员和管理层的力量，PYX 应能够应对未来不同类型的挑战。

我们认为 PYX 的近况对市场参与者发出了强烈信号，预示着公司将在未来持续达成各种运营和财务里程碑，并通过将自身定位为不断增长的高品位锆石和二氧化钛矿物的供应商，服务于多元化程度不断加深的高质量客户群，进而成为矿砂行业的一股新兴力量。PYX 的竞争优势之一是公司在印尼这一政治稳定、自然资源充沛的国家运营。

## II. 2022 财年的出色财务表现

PYX 公布的 2022 财年财务数据表明公司在运营和财务表现上又度过了硕果累累的一年。

根据 PYX 于 2023 年 3 月 16 日发布的 2022 财年年度报告，公司收入同比跃升 83%，从 2021 年的约 1,240 万美元增至 2022 年的约 2,270 万美元。至关重要的一点是，PYX 的核心息税折旧摊销前利润<sup>4</sup>扭亏为盈，达到 419,289 美元，较 2021 年的 -793,628 美元取得了令人瞩目的变化。

按细分数据看，2022 财年的收入主要由高品位锆石贡献，由于量价齐升，锆石贡献的收入同比飙升 81%。特别是，PYX 的锆石平均价格在报告年度为 2,457 美元/吨，较 2021 财年的 1,811 美元/吨上涨了 36%。同时，PYX 的高品位锆石的产量增长和销量增长在同期分别达到 25% 和 33%。值得注意的是，PYX 在 2022 年生产的锆石已售罄，展现出强劲的需求。

<sup>4</sup> 剔除非经常性项目，包括股份支付和由公允价值变动造成的损失这些非现金项目

在资产负债表上，PYX 维持了无负债状态，截至年末现金和现金等价物余额约为 720 万美元，表明公司财务基础稳固，有望抵御市场情绪的任何潜在变动，并为日常运营提供资金支持。

**表 II-1: 关键财务数据一览**

	截至 2022 年 12 月 31 日	截至 2021 年 12 月 31 日	同比变动	同比变动
	千吨	千吨	千吨	%
锆石产量	9.1	7.2	1.9	25
锆石销量	9.1	6.9	2.2	33
二氧化钛矿物产量	7.5	-	7.5	无意义
二氧化钛矿物销量	0.3	-	0.3	无意义
锆石平均价格	2,457 美元/吨	1,811 美元/吨	646	36
<b>总产量</b>	<b>16.6</b>	<b>7.2</b>	<b>9.4</b>	<b>129</b>
<b>总销量</b>	<b>9.5</b>	<b>6.9</b>	<b>2.6</b>	<b>38</b>
	美元	美元	美元	%
销售收入	22,703,190	12,417,086	10,286,104	83
生产现金成本	(17,293,633)	(10,406,727)	-6,886,906	66
息税折旧摊销前利润	(9,254,205)	(4,329,943)	-4,924,262	114
息税前利润	(9,496,707)	(4,517,820)	-4,978,887	110
税前净损失	(9,524,646)	(4,529,754)	-4,994,892	110
税后净损失	(9,433,600)	(4,321,230)	-5,112,370	118
核心息税折旧摊销前利润	419,289	(793,628)	1,212,917	-153
现金和现金等价物	7,221,085	6,624,364	596,721	9
总资产	89,124,565	84,796,550	4,328,015	5
总负债	(5,570,118)	(1,759,899)	(3,810,219)	217
短期或长期债务	0	0	-	无意义

来源: PYX

PYX 在 2022 财年不仅保持了健康的财务状况，还通过募资得到了来自著名机构投资者（L1 和 GGY）强力的资金支持，以开发 Mandiri 和 Tisma 矿床，展现出该等投资者对公司前景的信心。

### III. 结语

2022 财年，PYX 总体展现了强劲的财务表现，例如核心息税折旧摊销前利润由一年前的负值转正，锆石产量和销量实现了双位百分数的同比增长，以及启动了二氧化钛矿物（金红石和钛铁矿）的生产以拓宽产品范围并创造收入流。

我们认为，PYX 的财务表现能够进一步提升，原因有以下几点：

- **通过进行中的勘探活动和其他途径扩大产能并有望增加更多矿物资源：**来自 L1 和 GGY 的投资承诺将帮助进一步扩大 Mandiri 矿床的产能，同时启动 Tisma 矿床的规划进程。除了目前在 PYX 已有的两个矿砂资产中已知的矿物资源，还存在显著的上行潜力，因为在这两个矿床中 46% 的特许用地仍处于未开发状态。PYX 成功将 Tisma 的 IUP-OP 许可证续期 10 年，让公司能够进行更长期的规划。此外，公司致力于获取、收购并开发其他世界级矿砂资产。PYX 事实上已经为成为全球主要的矿砂资源公司之一绘制了蓝图。
- **二氧化钛矿物收入有望大幅上升：**公司在 2022 财年在国内销售了 300 吨的二氧化钛矿物，这仅占公司总产量的 4%。公司正在等待政府有关该矿物的出口批准。在获得批准且矿物出口后，海外销售将提高公司的收入和利润率，预示着更高的盈利水平。
- **零碳转型对锆石和钛形成新的、强大的需求驱动力：**为应对气候变化并避免与之相关的自然灾害，例如强热带风暴和极端干旱，达到碳中和的大趋势已经形成。越来越多的人认为锆石和钛对零碳排放至关重要，尤其是锆石。

在一些应用上，锆石对清洁能源的生成和能效提升来说是必不可少的。学者和行业研究员进行的研究显示，零碳转型在今后的 20 年有可能将刺激锆石需求增长 56-88%。由锆石行业协会（Zircon Industry Association）和 Praxair Technology 进行的研究发现使用锆石替代氧化铝有可能将全球变暖潜能值<sup>5</sup>降低大约 16%。同时，在热障涂层上使用锆石能够帮助喷气涡轮发动机提升 12% 的能效。

上述积极发展让我们对 PYX 的业务、盈利能力和增长前景充满信心。因此，我们重申**增持**评级和 **3.40 澳元的 12-18 个月目标价格**，这意味着在 2023 年 3 月 21 日 0.33 澳元收盘价的基础上存在约 930% 的潜在上行空间。

<sup>5</sup> 用于比较不同气体对全球变暖的影响。具体来说，它是衡量在一段时间内，相对于一吨二氧化碳的排放，一吨气体的排放会吸收多少能量

## 重要披露

---

### 股权与利益冲突披露

- Thomas Kenny、杨铮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

Thomas Kenny 博士和杨铮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)

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。

---

2023 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。