

招銀国际信用研究

TBLAIJ: Tunas Baru Lampung (TBLA) 首次覆盖

概要

首次覆盖，给予TBLAIJ'23买入评级

我们首次覆盖TBLA美元债，并给予TBLAIJ'23（现价98.2，收益率8.6%）买入评级。TBLA的主营业务是基础食用消费品，我们认为TBLAIJ'23提供了良好的风险回报比，而且波幅较低，为投资人提供了中国高收益美元债之外的分散投资选择。公司于2021年中提前赎回了8,200万美元本金债券，使得TBLAIJ'23目前的存续余额仅为1.68亿美元，TBLAIJ'23亦从低反弹13点。TBLA正在与银行商谈利用一笔5+2年期的银团对其存续债券进行再融资，包括TBLAIJ'23（23年1月到期）以及2笔总额为8420万美元的印尼盾债券（23年3月到期）。这笔再融资能够显著拉长TBLA的债务久期，并缓解再融资压力，为正面的信用评级行动铺路。

TBLA是印尼著名的油棕原料和糖的生产商

TBLA是一家拥有40年经营历史的油棕产品的制造商。TBLA也在分散化经营，并进入了生物柴油和制糖领域。TBLA是印尼9家拥有牌照进口粗糖的企业之一，且它是印尼少数有能力加工甘蔗和提炼原糖的企业。2021年上半年，基本食物原材料，例如食用油、糖以及生物柴油的销售占了公司78.9%的利润。公司88.8%的收入来自于印尼。

来自Sungai Budi集团的高度运营和财务支持

TBLA由Sungai Budi集团以及其最终控制人Widarto先生和Santoso Winata先生持有。Sungai Budi集团是TBLA在印尼的食用油、肥皂、人造黄油、以及白糖的独家经销商，分销费用约为零售价格的1%-2%（显著低于最少5%的行规）。TBLA在过去的5年半都没有关联方的坏账。Sungai Budi集团和实际控制人也对TBLA的银行担保提供了机构和个人担保。截至2021年上半年，Sungai Budi集团以及实际控制人为TBLA提供了约3.4亿美元的担保，而TBLA的总负债余额仅为6.57亿美元。

低资本开支将支持信用指标的持续提升

我们预计TBLA的营业收入和EBITDA在未来3年会保持10%的复合增长率，营业收入和EBITDA在2023年会分别增至14.5万亿印尼盾和3万亿印尼盾。主要增长动力为22年4季度的新增生物柴油产能和更低的原料成本。我们同时预计TBLA的资本支出会在22年后逐步下降。受益于EBITDA增长以及更低的资本开支，我们预计TBLA的EBITDA利息覆盖率和净负债/EBITDA比率将会逐步从目前的2.8倍和3.9倍改善至3倍和3倍。在未来的2-3年，净负债/股权率也将从目前的1.4倍小幅改善至1.3倍，并显著低于其贷款条款中规定的2倍。

Glenn Ko, CFA 高志和
(852) 3657 6235
glennko@cmbi.com.hk

Wilson Lu 路伟同
(852) 3761 8918
wilsonlu@cmbi.com.hk

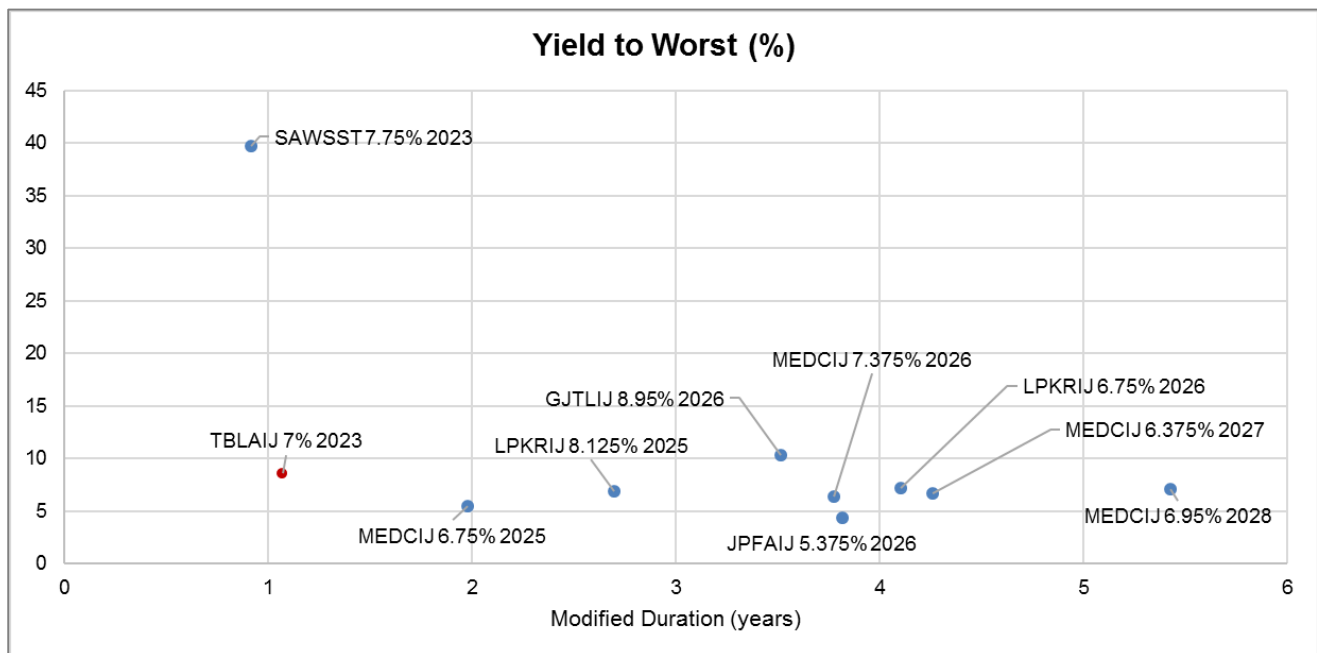
James Wen 温展俊
(852) 3757 6291
jameswen@cmbi.com.hk

Polly Ng 吴宝玲
(852) 3657 6234
pollyng@cmbi.com.hk

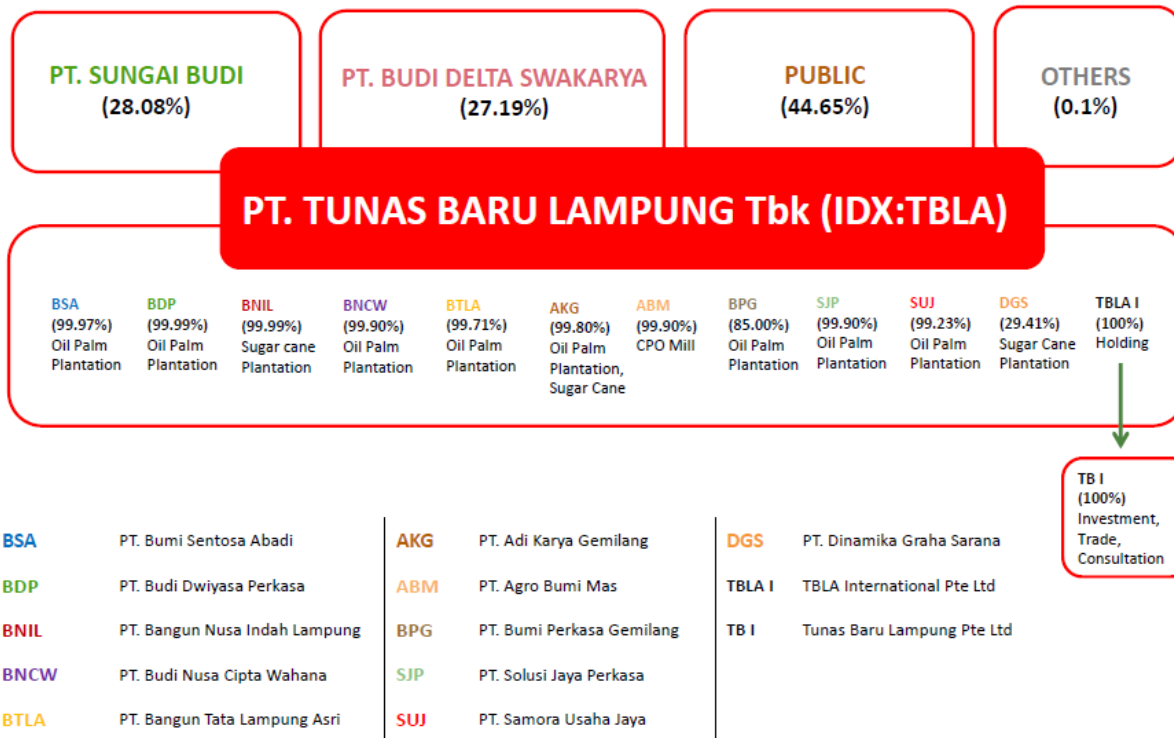
CMBI Fixed Income
fis@cmbi.com.hk

给予 TBLAIJ'23 买入评级

我们首次覆盖 TBLA 美元债，并给予 TBLAIJ'23（现价 98.2，收益率 8.6%）买入评级。在印尼非不良债券领域，我们认为 TBLAIJ'23 提供了良好的风险回报比。我们也认为 TBLAIJ'23 的波幅较低，为投资人提供了中国高收益美元债之外的分散化投资选择。在过去几个月，TBLA 正在积极管理 TBLAIJ'23（TBLA 唯一的境外债）的再融资，以延长债务久期，并避免由于再融资的不确定导致的潜在评级下调。TBLA 在 21 年 6 月提前赎回了 8,200 万美元本金债券，因此 TBLAIJ'23 目前余额仅为 1.68 亿美元，TBLAIJ'23 亦从低反弹 13 点。TBLA 正在与银行商谈利用一笔 5+2 年的银团对其存续债券进行再融资，包括 TBLAIJ'23（23 年 1 月到期）以及 2 笔总额为 8,420 万美元的印尼盾债券（23 年 3 月到期）。如果这笔再融资能够顺利敲定，可以显著拉长 TBLA 的债务久期，并缓解再融资压力，为正面的信用评级行动铺路，尤其可舒缓把 TBLA 放入下调评级观察名单的穆迪对再融资的顾虑。



公司背景

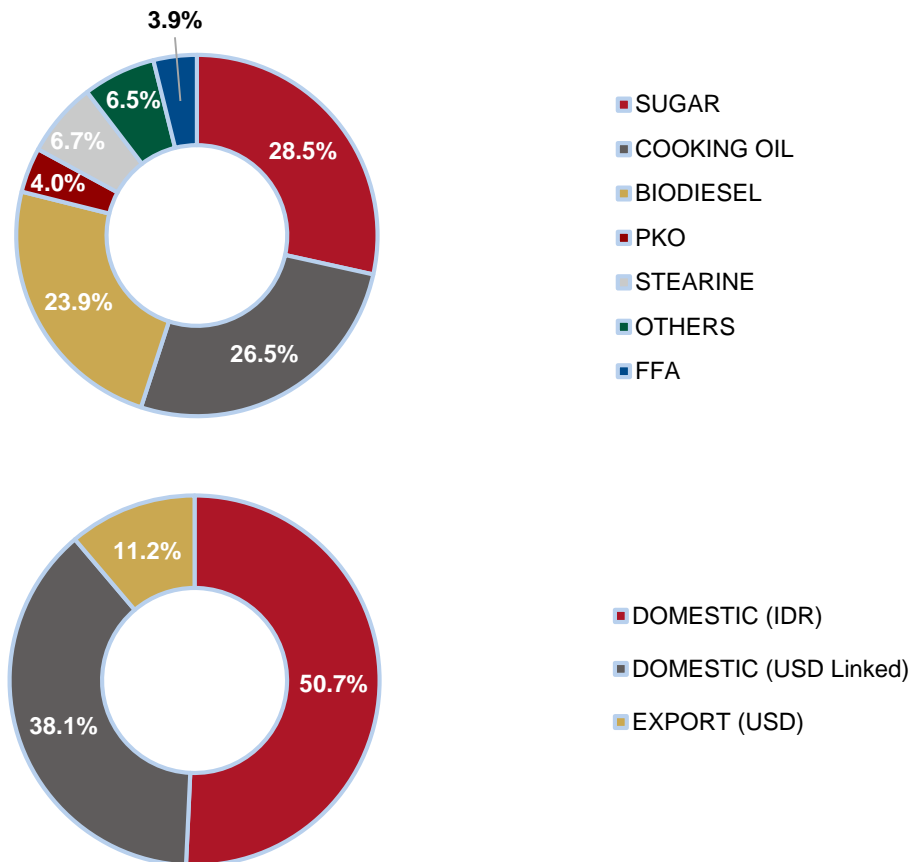


来源: TBLA

TBLA成立于1975年，总部位于雅加达，是一家纵向整合的油棕产品制造商，在油棕行业拥有超过40年的经验。其上游业务包括油棕种植园的所有、种植和收获权，将新鲜棕榈果(FFB)加工榨成粗棕榈油(CPO)，并将棕榈仁(PK)榨成棕榈仁油(PKO)。下游业务包括将CPO精炼成品牌工业产品和消费品，如食用油、肥皂和人造黄油。从2016年开始，TBLA开始生产基于CPO的生物柴油。

TBLA进入糖业务是为了多样化其业务，借助印尼对糖需求的增长。2012年开始甘蔗种植项目，2017年糖厂开始运营。此外，其糖提炼厂于2013年开始运营，加工从泰国和巴西进口的原糖。TBLA是印尼政府允许进口原糖用于精炼国内市场的九家提炼厂之一。它是印尼少数有能力加工甘蔗和提炼原糖的企业。

TBLA营收分析(1H21)



来源: TBLA

2021年上半年, 食用油和糖等基本食用消费品以及生物柴油贡献了公司78.9%的营收。88.8%的销售额来自印尼, 11.2%来自出口市场(包括新加坡、马来西亚、中国、迪拜、埃及等)。该公司49.3%的销售额与美元挂钩, 包括38.1%的出口销售和11.2%的与美元挂钩的本土销售。基本上所有的出口销售都来自油棕业务。

TBLA自2020年2月14日在雅加达证券交易所上市以来, 截至2021年11月26日收盘时, 其市值为4.4万亿印尼盾(3.1亿美元)。Sungai Budi和Budi Delta Swakarya分别持有该公司28.08%和27.18%的股份。Sungai Budi和Budi Delta Swakarya都由Widarto先生和Santoso Winata先生控制。Widarto先生和Santoso Winata先生在TBLA总共拥有55.3%的投票权。

TBLA是Sungai Budi集团的油棕和糖加工的重要平台

Sungai Budi集团成立于1947年, 现已逐步发展成为印尼最大的农产品生产企业之一。除了TBLA的食用油、人造黄油、生物柴油和糖, 该集团的主要产品包括木薯粉、甜味剂、大米和糯米粉、橡胶、椰子干、椰奶/奶油和椰子汁等椰子产品。Sungai Budi是集团的控股公司, 负责包括TBLA在内的子公司产品的分销。Budi Delta Swakarya是Sungai Budi的附属公司, 是集团的物业管理公司。Sungai Budi和Budi Delta Swakarya均为非上市公司, 其财务状况不得而知。

根据我们与TBLA的讨论，它是集团中唯一一家经营油棕和糖业务的公司。它也是集团仅有的两个上市平台之一。集团的另一个上市平台是Budi Starch & Sweetener (印尼股票代码：BUDI)，这是一家食品添加剂(淀粉、甜味剂等)制造商，Sungai Budi和Budi Delta Swakarya分别拥有26.7%和31.2%的股份。截至21年11月26日收盘，Budi淀粉和甜味剂的市值为7,963亿印尼盾(5,600万美元)。TBLA是Sungai Budi集团内唯一拥有贷款、在岸债券市场、离岸债券市场等多种融资渠道的平台。

Sungai Budi集团的强劲运营和财务支持....

在运营方面，Sungai Budi是TBLA油棕、肥皂、人造黄油和白糖在印尼的独家经销商。该分销协议允许TBLA通过Sungai Budi的广泛营销网络(23个营销办事处和4.8万个销售网点)在印尼销售其油棕和糖产品。

根据分销协议，Sungai Budi向TBLA收取产品销售价格的1%-2%的销售费用。费用从应付给TBLA的销售收入中扣除。对于TBLA，1%-2%的分销费用远低于行业标准。如果TBLA更换Sungai Budi为外部分销商，销售费用将至少为5%。Sungai Budi公司只经销集团公司的产品。未经Sungai Budi的批准，TBLA不得通过其他分销商在印尼销售其产品。分销协议已多次延期，分销费用维持为1-2%，目前的协议将于2028年12月续签。

此外，TBLA利用Rose品牌销售其产品，此合作是非排他并且免收版权费用。Rose品牌在印尼有50多年的历史，由Sungai Budi集团成员CV Bumi Waras所拥有。Rose品牌销售的主要产品是中高档食用油和人造黄油。

在财务方面，Sungai Budi以及控股股东为TBLA的银行贷款提供担保(公司和个人)。截至21年6月，Sungai Budi和控股股东为TBLA的一笔贷款提供了总计3.4亿美元(目前存续1.56亿美元)的公司和/或个人担保，而TBLA的总债务为6.57亿美元。

...减轻我们对经销商模式和联营风险的担忧

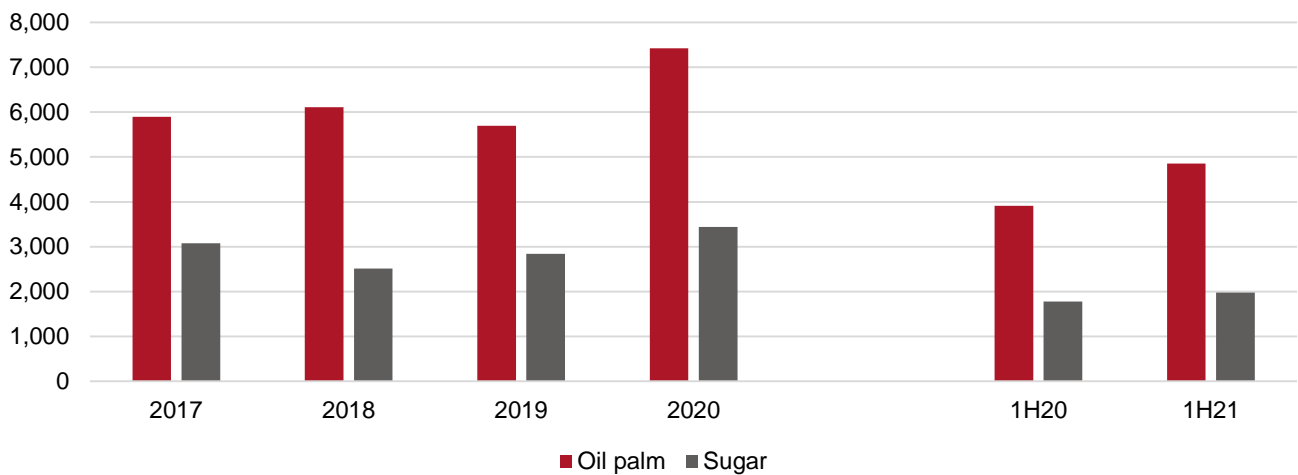
TBLA在产品交付给分销商时确认销售。我们感到放心的是，Sungai Budi是其品牌零售产品的唯一分销商，并一直支持TBLA的运营。而且，截至21年6月，该公司的应收账款中只有3%逾期，过去的5年半里，没有关联方的逾期和减值应收账款。

商业模式

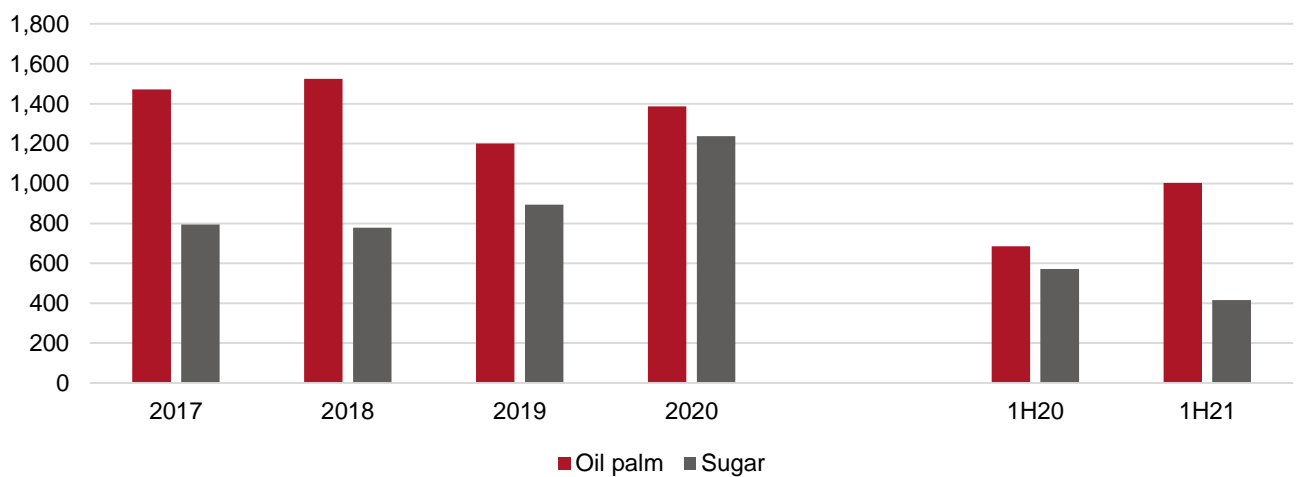
油棕运营

棕榈油仍将收入和现金流的主要来源

TBLA 营收 (万亿印尼盾)



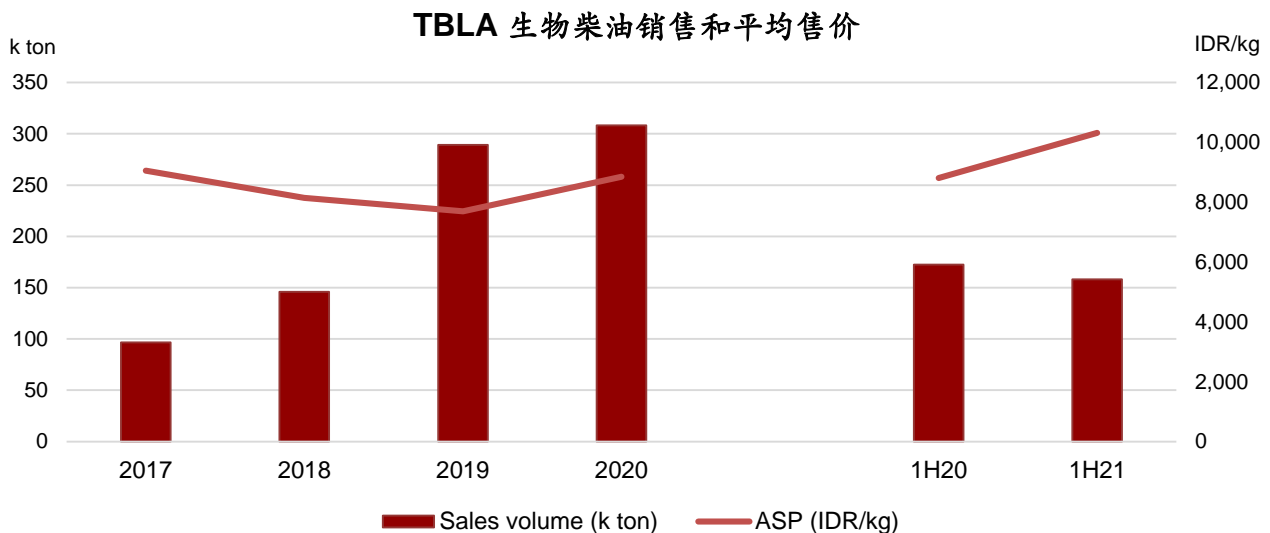
TBLA毛利润 (万亿印尼盾)



来源: TBLA和CMBI

棕榈油业务占 TBLA2021 年上半年收入和毛利润的 71%，毛利率为 20.7%。今年上半年，公司 88.1% 的收入来自印尼。TBLA 的主要产品是食用油、人造黄油和肥皂等基本消费品。这支持了业务的稳定表现，即使在新冠疫情带来严峻的经济环境下，TBLA 的销售和利润增长依然稳定。

生物柴油的贡献越来越大，有助于支撑增长和利润率



来源: TBLA

自2016年投产以来，生物柴油对TBLA的贡献越来越大。在2021年上半年，生物柴油的销售额占其总收入达到了25.4%。公司表示，生物柴油产品的毛利率为17%-19%，比其他棕榈油下游产品的毛利率高了1-2个百分点。Pertamina是TBLA生物柴油生产的最大买家。在今年上半年，Pertamina占TBLA生物柴油销售额的95%。

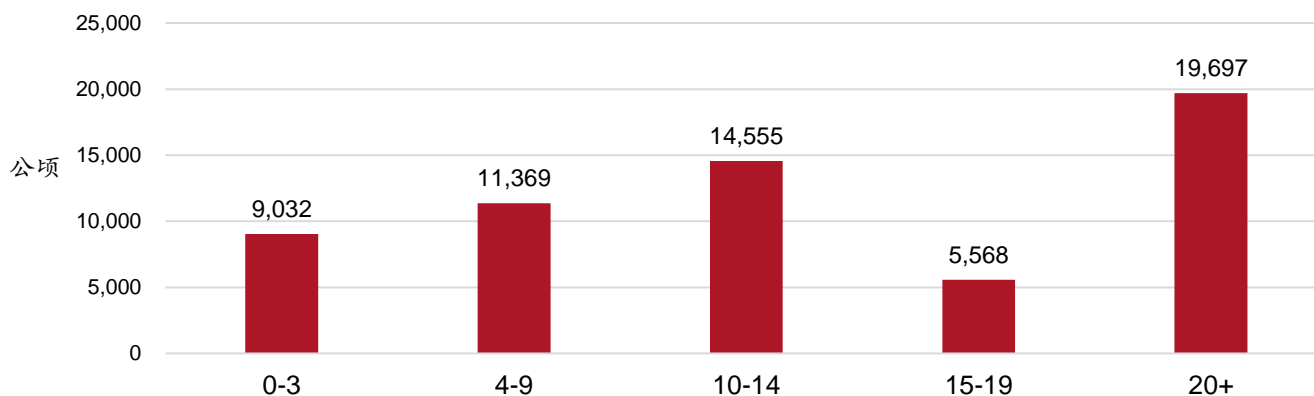
在过去的几年里，生物柴油的需求一直在增长，这是受政府的政策的推动 - 从20年1月起，印尼所有柴油消费必须混合30% (B30)的生物柴油。从16财年到20财年，TBLA的生物柴油销量从6.1万吨增加到30.8万吨。1H21年销售额为15.8万吨。TBLA生产的绝大多数生物柴油都通过年度合同卖给了印尼国家石油公司。销售价格固定在CPO+85美元/吨，柴油价格和生物柴油价格之间的差额由CPO出口关税资助的印尼CPO基金补贴。

TBLA 目前 31.5 万吨生物柴油产能已经被充分利用。TBLA 预计在 22 年上半年建成新的生物柴油生产和 CPO 炼油厂。这将使其生物柴油产能增加 143%，达到每年 76.5 万吨。

政府也在考虑将生物柴油混合料增加到B40，尽管时间表尚未确定，部分原因是CPO价格高企。鉴于产能的增加和印尼政府对生物柴油使用的推动，我们预计油棕业务将继续贡献TBLA的大部分收入和现金流。

增加使用内部原料有助于降低成本和保护利润稳定

TBLA种植的棕榈树年龄



TBLA 总棕榈种植面积为 76,721 公顷，包括 64,249 公顷的油棕核、TBLA 所有的油棕种植园和 12,544 公顷的油棕等离子种植园，这些油棕种植园位于 TBLA 生产设施附近的小地主所有。种植和生产设施详见附件 1 和附件 2。

其种植园的土地使用权(HGU)为25-35年，将于2025年至2056年到期。只有约19%的HGU (以公顷计算)在2028年之前到期。根据TBLA，只要UGH的持有人履行了纳税义务，HGU的续期通常是自动的，续期一般不会有大量的额外成本。

在21年上半年，由于恢复正常的降雨水平，内部CPO产量同比增长18.4%。这使得TBLA可以减少下游生产所需的外部CPO采购。TBLA在21年上半年采购了214,466吨外部CPO，占其CPO原料的65%，而在20年上半年采购了70%。内部采购的CPO现金成本为约250美元/吨，而目前国际CPO价格为约1,250美元/吨。

	未成熟		成熟	
	0-3	4-6	7-18	18+
年龄(年)	0-3	4-6	7-18	18+
FFB 收益率(吨每公顷)	不适用	8-19	20-33	20-30

来源: TBLA

按照行业标准，TBLA 的油棕种植年龄相对较年轻。它的油棕平均年龄为 13 岁。一般来说，油棕树需要三到四年的时间成熟，然后在种植后的第 7 到 18 年达到产量最高的阶段。截至 21 年上半年，TBLA 的油棕种植面积的 19.0%种植了 4 - 9 岁的油棕，这将使未来几年的 FFB 产量显著提高。此外，其 15%的油棕种植面积是未成熟的油棕，这表明 TBLA 有一个健康的幼树群体，以支持可持续增长。此外，TBLA 计划在未来几年种植 2000-3000 公顷的新棕榈面积。新种植区的资金投入为每年 1,200-2,100 万美元。

展望未来，成熟种植和新增种植面积将提高TBLA内部的CPO产量，缓解干旱天气对生产的不利影响。我们预计TBLA将在未来几年内逐步将其内部CPO原料使用从今年上半年的35%增加到45%。这将有助于降低混合CPO成本，减少对更昂贵的外部CPO的依赖，并保护利润的稳定性。在过去的3年里，国际CPO价格(KO1)从470美元/MT上升到目前的1256美元/MT。

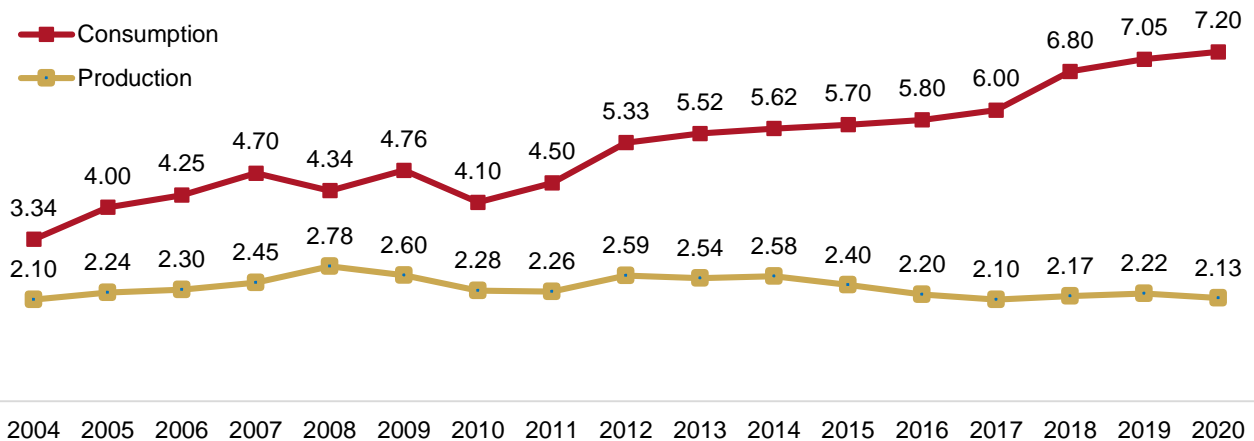
ESG: 遵守ISPO准则

根据我们与TBLA的讨论，其种植园和生产设施完全遵守印尼可持续棕榈油(ISPO)的指导方针。TBLA 80%的种植园和生产设施已经获得ISPO认证，其余20%正在获得ISPO认证的过程中。出于商业考虑（大部分为本土销售），TBLA暂不申请可持续棕榈油圆桌会议（RSPO）认证。尽管如此，TBLA还是有可能考虑在未来应用(RSPO)认证。

制糖业务

需求日益增长的食品材料

印尼的糖消耗量和产量（百万吨）



来源: Kontan, Kemendag, Agroindonesia, 2020 consumption based on USDA estimates

印尼一直是糖的净进口国，因为消费量的增长超过了国内产量的增长。2020年，印尼的食糖消费量为720万吨，而产量仅为213万吨，它是世界上最大的食糖进口国。印尼政府对国内炼油厂实行原糖进口配额。截至2020年的过去4年里，印尼人均糖消费量的复合年增长率为6.3%。与邻国相比，印尼的人均糖消费量相对较低。2019/20年度，印尼的人均消费量为26.9公斤，而马来西亚为57.4公斤，泰国为33.8公斤。

TBLA于2014年开始制糖业务，2017年开始磨糖业务。在1H21年，糖业务分别贡献了TBLA收入和毛利润的29%。制糖业务有助于使TBLA的业务多样化，并减少对油棕榈产品的依赖。

垂直整合的磨糖业务具有更高的利润

TBLA的制糖业务分为两个部分：磨砂糖和精制砂糖。磨砂糖占这部分销量的30%。

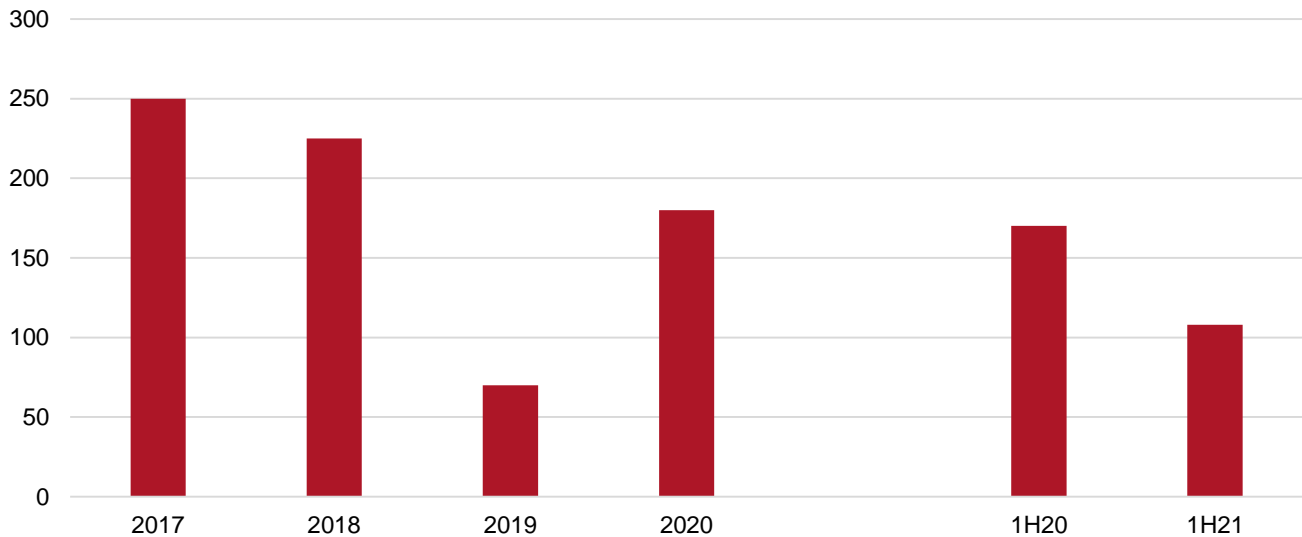
磨糖业务垂直整合。TBLA的所有原料都来自自己的甘蔗种植园，并将甘蔗加工成磨碎的糖。截至6月21日，TBLA拥有13,707公顷的甘蔗种植园和8k吨/天的磨糖产能，提取率为8%(甘蔗种植园和生产设施详情见附录1和附录2)。全年利用率在70-80%之间。2020年的磨糖销量为约8万吨。

一般来说，甘蔗种植有4年的种植周期:1年种植，3年连续收获。从第4年开始，糖含量将开始下降，因此作物将重新种植，开始一个新的周期。与FFB和CPO相比，甘蔗生产相对稳定，对气候条件的敏感性较低。

它的磨砂糖通过与Sungai Budi的分销协议销售给零售客户。在1H21，磨砂糖的均价和现金成本分别为1.1万印尼盾/千克和7,000印尼盾/千克，毛利率为38%。较高的平均售价反映了其磨砂糖业务的零售性质，而不是批发性质。

精制糖的贡献取决于食糖进口配额的时机和规模

糖进口配额(千吨)



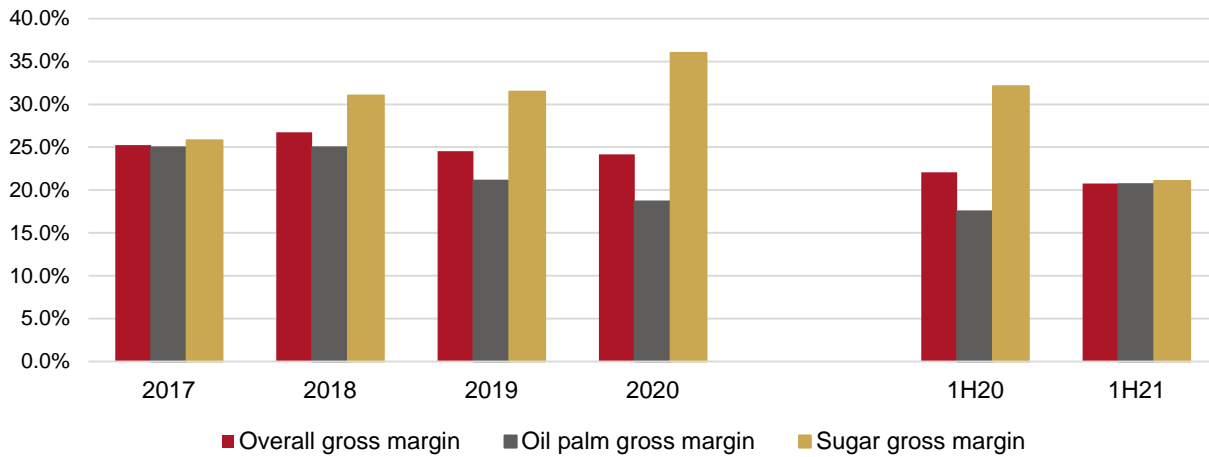
来源: TBLA

TBLA是印尼9家进口原糖加工成精制糖并以批发价销售给餐饮行业的炼糖厂之一。考虑到该行业的批发性质，精制糖的毛利率较低，在20-25%的范围内，但其数量明显大于磨砂糖。TBLA的炼糖能力为每年32.4万吨，12个月的利用率为60%。20财年精糖销售额28万吨。

然而，由于进口配额公告的时间和进口配额的大小不同，精糖业务的贡献和营运资金要求的可预测性较低。印尼政府为制糖企业提供原糖进口配额。一般来说，分配时间和原糖进口配额的总量是根据一系列因素确定的，包括国内市场对糖的预期需求和印尼糖厂的预期产量。制糖厂进口原糖配额的确定依据制糖厂所在地、制糖厂开发种植甘蔗的投资金额、炼糖企业持有的未利用原糖进口配额数量及炼糖企业的炼糖能力。

利润率较高的制糖业可以缓冲利润率波动

TBLA 毛利率分析



来源: TBLA和CMBI

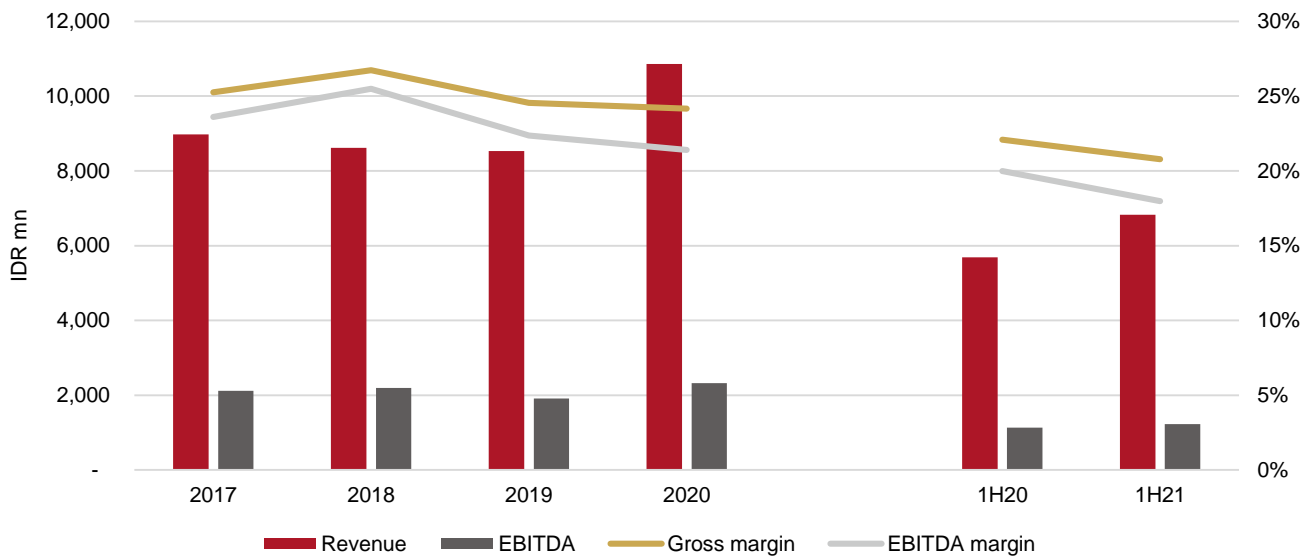
TBLA全年糖业的毛利率一直在30%以上，相比约20%的油棕榈业务高上不少。制糖业务的较高利润率有助于缓冲油棕生产因CPO价格和FFB生产波动而产生的利润率波动。

对于TBLA的糖业务，上半年的利润率通常较低，因为该公司蔗糖在收成季节(4月至9月)后的下半年内销售大部分利润率较高的磨砂糖(毛利率接近40%)。因此，其制糖业务在上半年的毛利率一般更接近精制糖，为20-25%。值得注意的是，其制糖业务的毛利率在1H20是异常高的。这反映了COVID-19疫情爆发初期，由于供应枯竭，食糖价格上涨。

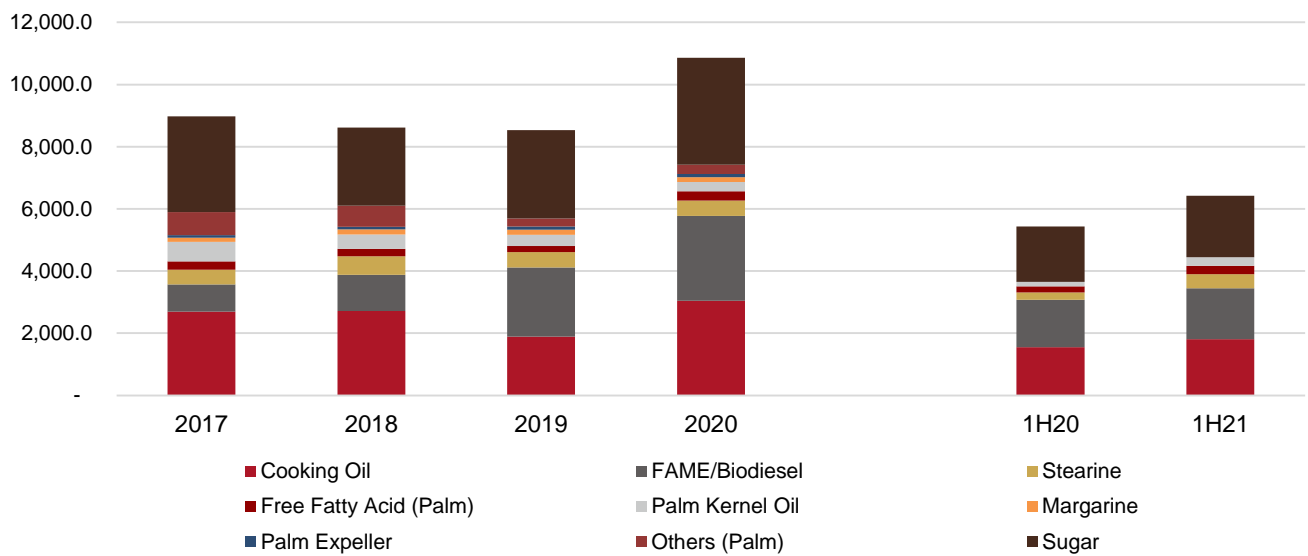
财务分析

生物石油业务将持续为增长的来源

TBLA 营收、EBITDA和利润率



TBLA 利润分析(十亿印尼盾)



来源: TBLA和CMBI

从2017年到2020年，TBLA的收入和EBITDA增长到10.8万亿印尼盾和2.3万亿印尼盾，年复合增长率分别为6.6%和3.1%。这一增长主要是由生物柴油销量的增长推动的。较低利润率的油棕业务(包括生物柴油)和较高的CPO成本的贡献不断增加，导致毛利率和EBITDA微降。

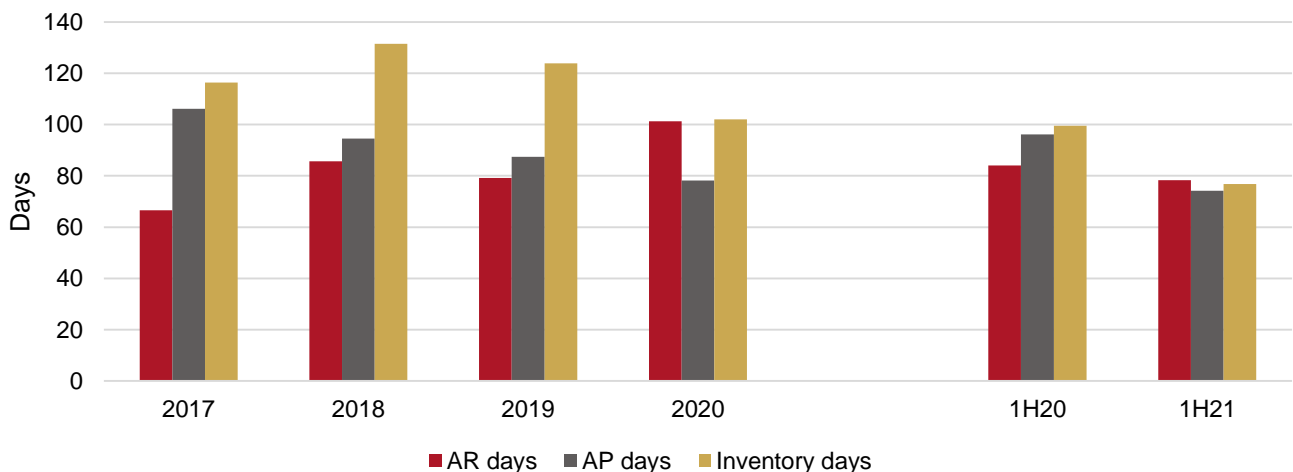
在1H21，其收入和EBITDA分别同比增长20.1%和8.0%，主要由于食用油销售均价增长19.3%。事实上，油棕业务的毛利率从第一季度的17.5%提高到第一季度的20.7%，同期平均国际CPO价格上涨了66.2%，达到978美元/MT。这反映了TBLA将成本增加转嫁给客户的能力，以及其波动较小的原料成本。TBLA内部采购了35%的CPO，内部采购CPO的现金成本基本稳定在250美元/吨。此外，该公司在印尼的炼油厂附近采购所有剩余的CPO需求，那里的CPO价格远低于国际价格。根据我们与TBLA的讨论，在FOB的基础上，假设国际CPO价格为1,000美元/MT，国内采购的成本是650美元/MT，考虑目前的出口关税为250美元/MT，运输和保险成本。

在第21年上半年，TBLA的总体利润率受到其制糖业务利润率较低的不利影响。如前所述，由于季节性因素，上半年糖的利润率一般较低，因大部分销售来自利润率较低的精制糖。此外，1H21糖的平均销售价格同比下降15.7%，主要是由于今年进口配额的提前公布和库存水平上升。

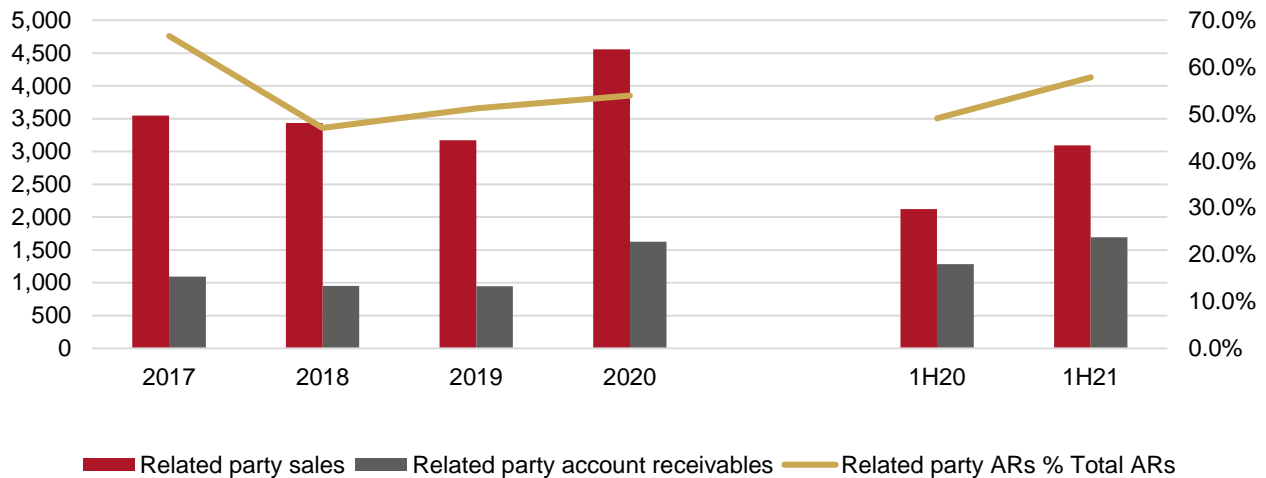
展望未来，我们预计生物柴油销量将从22年第四季度开始大幅增长，因为新的生物柴油产能将会投产。我们还预计产品价格将相对稳定，原料成本将适度下降，因为TBLA将在生产中使用更多的低成本内部原料，而外部原料价格将从目前的高水平下降。这将推动其收入和EBITDA在截至2023年的3年里达到10%的复合增长率，达到14.5万亿印尼盾和3万亿印尼盾。低原料成本带来的好处将被较低利润率的生物柴油业务的增长所抵消，因此，其利润率将大致保持稳定。

现金营运周期大致保持稳定

TBLA 现金营运周期



TBLA 关联方应收款(十亿印尼盾)



来源: TBLA以及CMBI

一般来说, TBLA的应收帐款和存货周期约为90天, 而应付条款有从交付现金到180天的信用期限。总的来说, 现金转换周期约为3个月。关联方应收账款在20财年显著增加, 部分反映了销售额的增加, 部分反映了因COVID-19导致的营运资金周期延长。也就是说, 营运资金周期在21年上半年恢复正常。

前文提到关联方销售包括通过与Sungai Budi的分销协议进行的销售。在过去的4-5年中, 关联方销售额占TBLA总收入的40-45%, 关联方应收款占其应收账款总额的47%-67%。如前所述, 鉴于Sungai Budi和控股股东所表现出的运营和财务支持, 我们不认为关联方交易和应收账款是主要问题。令我们感到放心的是, 截至1H21, 该公司的未偿应收账款只有3%的逾期, 并且在过去的5年半里, 没有关联方的逾期和减值应收账款。

展望未来, 我们预计其营运资金周期将基本稳定。关联方交易与应收款占总收入和总应收款的百分比将会减少, 因为生物柴油占TBLA销售的比例增加, 而生物柴油是直接卖给客户(大部分卖给Pertamina), 没有关联方的参与。

资本支出减少将改善信用指标

TBLA在2021和2022年预算1.2万亿印尼盾(约合8,500万美元)和1万亿印尼盾(约合7,000万美元)的资本支出。资本支出包括将于22年第三季度投入生产的新生物柴油产能的3,550亿印尼盾(约合2,500万美元), 以及两个较小的新增产能, 即甘油工厂的1,420亿印尼盾(约合1,000万美元)和FFA酯化工厂的1,420亿印尼盾(1,000万美元)。这两个设施将在22年第一季度投入使用(见附录2)。增加产能的资本支出将在22财年完成, 年度维护资本支出将基本稳定在8,770亿至9,240亿印尼盾(6,000-6,500万美元), 包括油棕和甘蔗种植成本2,840亿至3,550亿印尼盾(2,000-2,500万美元)。每年我们预计TBLA的EBITDA利息覆盖率和净债务/EBITDA比率将在未来2-3年内逐步改善, 从截至1H21的12个月的2.8倍和3.9倍分别改善到3倍和3倍。未来2-3年内, 该公司净债务/股本比率也将从1H21小幅改善至1.3倍, 远低于贷款条款约定的2倍水平。

如果能顺利签下银团贷款, 将降低美元债的再融资风险

TBLA一直在积极管理其在岸和离岸债券期限。21年6月和21年10月, 该公司提前赎回了8,200万美元美元23年1月到期的美元债券, 将未偿还金额从2.5亿美元降至1.68亿美元。该公司正在安排5年期(可再延期2年)2亿美元的银团贷款, 用于再融资于3月23日到期的美元债券和2个印尼卢比债券(总计1.2万亿印尼盾或8,420万印尼盾)。银团贷款如果按计划完成, 将有助于显著延长其债务期限, 并降低其再融资风险。穆迪

正在评估TBLA的评级是否下调，如果银团可以如期完成，我们预计TBLA可避免评级下调，而评级展望将重回稳定。

截至1H21，该公司有4,808亿印尼盾(3,300万美元)的现金，相当于其短期债务的18%。我们理解，公司的政策是保持3,000万印尼盾的现金储备，TBLA认为这一水平足以满足公司的日常运营。截至1H21，TBLA的银行贷款额度为4.3万亿印尼盾(3亿美元)，其中2.3万亿印尼盾(1.65亿美元)尚未提取。这确保公司有足够的流动性。我们对公司较分散的融资渠道也比较放心。TBLA可以利用国内贷款市场和债券市场进行融资，也可以进入离岸美元债券市场。TBLA利用执行价在在15,000-17,500印尼盾/美元的货币互换和期权对冲了1.68亿美元的风险敞口。它的外汇敞口有限。

Financial summary

PT TBLA TBK

Consolidated, Figures IDR mn

FY ended 31 December	2017	2018	2019	2020	1H20	1H21
INCOME STATEMENT						
Revenue	8,974,708	8,614,889	8,533,183	10,863,256	5,686,581	6,830,818
Cost of sales	(6,709,085)	(6,312,129)	(6,438,390)	(8,239,389)	(4,430,933)	(5,411,359)
Gross profit	2,265,623	2,302,760	2,094,793	2,623,867	1,255,648	1,419,459
General and administrative expenses	(338,455)	(367,312)	(422,635)	(465,508)	(207,360)	(228,330)
Selling expenses	(257,459)	(241,262)	(247,362)	(333,337)	(152,229)	(216,278)
Gain (Loss) on foreign exchange - net	(24,591)	(52,859)	41,545	(48,802)	(54,502)	(46,188)
Interest income	8,811	4,070	2,083	10,215	6,030	1,443
Gain on change in fair value of biological assets	-	87,047	149,615	23,947	12,305	17,839
Gain/Loss on sale of property, plant and equipment	12,840	(12,056)	-	-	-	-
Others - net	10,706	(829)	(18,532)	(81,755)	(52,569)	(47,928)
Interest Expense and Other Financial Charges	(432,879)	(676,514)	(694,349)	(827,293)	(402,154)	(419,134)
<i>Bank loans</i>	395,287	355,229	341,726	395,999	184,140	227,635
<i>Bonds</i>	24,786	260,654	288,635	377,935	183,806	189,016
<i>Medium term notes</i>	7,455	56,820	60,316	47,583	29,990	-
<i>Borrowings</i>	1,494	1,515	2,052	3,440	2,261	791
<i>Finance lease liabilities</i>	3,857	2,296	1,620	2,336	1,957	1,692
Profit before tax	1,244,596	1,043,045	905,158	901,334	405,169	480,883
Income tax expense (Benefit)	(290,239.0)	(278,665)	(244,124)	(220,604.0)	(89,759)	(99,303)
Profit for the year	954,357	764,380	661,034	680,730	315,410	381,580
BALANCE SHEET						
Non-current Assets:						
Due from related parties	18,377	10,737	11,830	11,751	23,907	12,952
Due from plasma - net	129,771	160,779	154,756	54,871	181,718	127,412
Deferred tax assets	5,353	3,041	1,117	1,063	996	1,802
Bearer Plants						
Mature plantations	1,435,313	2,022,128	2,298,180	2,852,448	2,778,067	3,344,346
Immature plantations	1,019,635	1,384,346	1,717,731	1,827,876	1,505,842	1,567,211
Property, plant and equipment	6,192,524	6,428,456	6,491,794	6,515,193	6,675,490	6,489,717
Other noncurrent assets	79,619	127,094	135,835	140,912	139,580	134,667
Total non-current assets	8,880,592	10,136,581	10,811,243	11,404,114	11,305,600	11,678,107

	2017	2018	2019	2020	1H20	1H21
Current Assets:						
Cash and cash equivalents	125,992	224,334	400,674	479,577	1,000,185	353,980
Restricted cash	106,502	101,367	121,633	123,419	125,143	126,840
Short-term investments						
Trade accounts receivable						
Related party	1,091,369	950,789	946,433	1,624,444	1,285,212	1,695,180
Third parties	546,494	1,072,224	903,195	1,388,413	1,332,754	1,237,019
Other accounts receivable - net	15,370	12,980	7,576	10,718	15,456	10,801
Inventories	2,140,137	2,273,320	2,184,021	2,301,868	2,415,403	2,277,927
Biological assets		271,775	421,390	445,337	421,390	463,176
Prepaid taxes	301,767	399,351	581,613	624,196	496,028	828,021
Prepaid expenses	28,058	22,879	17,943	12,769	32,620	27,180
Other current assets	788,205	874,316	967,282	1,016,438	912,033	1,031,777
Total current assets	5,143,894	6,203,335	6,551,760	8,027,179	8,036,224	8,051,901
Total assets	14,024,486	16,339,916	17,363,003	19,431,293	19,341,824	19,730,008
Current Liabilities:						
Short-term bank loans	1,027,167	409,703	442,663	1,851,674	1,383,726	1,973,606
Trade accounts payable - third parties	1,950,315	1,635,206	1,541,000	1,765,286	2,334,778	2,199,011
Taxes payable	51,574	32,416	27,989	36,782	14,762	39,969
Accrued expenses	105,352	168,701	193,786	183,089	161,860	165,743
Current portion of long-term liabilities:						
Long-term bank loans	792,294	480,597	647,924	760,714	704,740	677,829
Advances received	505,804	488,009	736,390	741,238	635,943	623,039
Borrowings	8,400	9,509	14,522	12,848	12,188	12,857
Finance lease liabilities	27,384	19,283	10,922	25,298	9,658	30,153
Medium term notes	-	-	410,136	-	649,220	
Bond Payable						
Other current liabilities	169,689	57,220	2,037	8,096	1,972	1,323
Total current liabilities	4,637,979	3,300,644	4,027,369	5,385,025	5,908,847	5,723,530

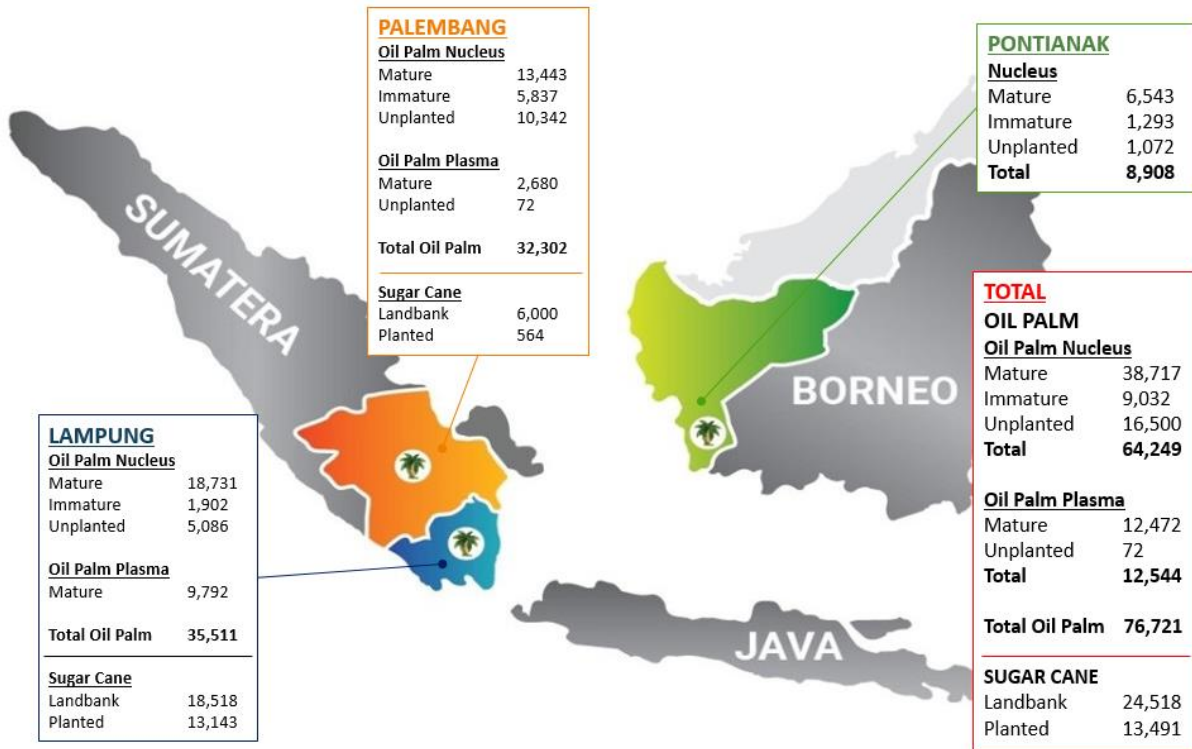
	2017	2018	2019	2020	1H20	1H21
Non-current Liabilities:						
Due to related parties	19,517	25,813	9,965	18,604	9,152	18,409
Long-term employee benefits liability	218,041	253,398	205,173	199,571	205,091	195,000
Deferred tax liabilities	247,068	433,255	549,055	624,853	574,580	650,304
Long-term liabilities - net of current portion:						
Long-term bank loans	3,478,036	2,273,133	1,960,716	2,226,363	1,882,313	2,550,231
Advances received	984,653	976,319	691,608	277,412	289,023	173,520
Borrowings	12,107	3,983	18,327	7,392	13,870	3,583
Finance lease liabilities	18,506	6,365	13,172	4,849	8,526	26,077
Medium term notes	408,565	647,238	238,395	-	-	-
Bonds payable - net	-	3,636,096	4,286,223	4,798,368	4,795,951	4,116,184
Other noncurrent liabilities	68	56	76	-	36	-
Total non-current liabilities	5,386,561	8,255,656	7,972,710	8,157,412	7,778,542	7,733,308
Total liabilities	10,024,540	11,556,300	12,000,079	13,542,437	13,687,389	13,456,838
Equity:						
Capital stock	667,762	667,762	667,762	667,762	667,762	667,762
Treasury stocks	-	-	-	(8,157)	(6,967)	(8,157)
Additional paid-in capital - net	514,679	514,679	514,679	487,030	491,848	487,030
Difference in value arising from transactions with non-cc	16,978	16,978	15,772	15,772	15,772	15,772
Revaluation increment in value of property, plant and equ	358,006	358,006	358,006	278,090	358,006	278,090
Fair value adjustment on cash flow hedging instruments	-	5,651	1,537	72,861	1,537	66,561
Unrealized gain on increase in value of available for sale investments	-	-	-	-	-	-
Retained earnings						
Appropriated	8,000	8,500	9,000	9,500	9,000	9,500
Unappropriated	2,421,887	3,192,096	3,786,560	4,355,189	4,107,677	4,743,737
Non-controlling interests	12,634	19,944	9,608	10,809.0	9,800	12,875
Total equity	3,999,946	4,783,616	5,362,924	5,888,856	5,654,435	6,273,170
Total liabilities and equity	14,024,486	16,339,916	17,363,003	19,431,293	19,341,824	19,730,008

	2017	2018	2019	2020	1H20	1H21
CASH FLOW - RE-ARRANGED						
Profit before tax	1,244,596	1,043,045	905,158	901,334	405,169	480,883
Depreciation and amortisation	448,356	500,895	484,176	499,048	240,054	252,659
Others	224,948	(858,984)	(469,369)	(300,311)	(414,381)	(515,353)
Funds from operations (FFO)	1,917,900	684,956	919,965	1,100,071	230,842	218,189
Net changes in working capital		(786,861)	194,540	(1,061,836)	(258,975)	524,082
Cash flow from operations (CFFO)	1,917,900	(101,905)	1,114,505	38,235	(28,133)	742,271
Gross capex	(1,114,498)	(689,929)	(640,184)	(556,878)	(423,750)	(216,004)
Disposals	12,859	71,169	14,485	-	-	-
Investments	(941,656)	(462,140)	(730,742)	(825,338)	(315,076)	(270,568)
Others	319,152	4,070	2,083	10,215	6,030	1,443
Free operating cash flow (FOCF)	193,757	(1,178,735)	(239,853)	(1,333,766)	(760,929)	257,142
Dividends paid to the equity holders of the company	(160,263)	(400,655)	(133,552)	(131,941)	-	-
Free cash flow (FCF)	33,494	(1,579,390)	(373,405)	(1,465,707)	(760,929)	257,142
Debt Raised	1,540,541	3,869,715	1,227,035	2,956,107	1,734,763	874,745
Repayments	(1,573,583)	(2,192,141)	(676,858)	(1,376,420)	(354,548)	(1,257,958)
Equity						
Others	(861)	-	-	(35,806)	(29,798)	-
Change in cash	(409)	98,184	176,772	78,174	589,488	(126,071)

	2017	2018	2019	2020	1H20	1H21
CREDIT STATISTICS						
Gross margin (%)	25%	27%	25%	24%	22%	21%
Operating margin (%)	19%	20%	17%	17%	16%	14%
EBITDA margin (%)	24%	25%	22%	21%	20%	18%
EBIT/total gross interest (x)	3.9	2.5	2.1	2.2	2.2	2.3
Net profit margin (%)	11%	9%	8%	6%	6%	6%
Debt/EBITDA (x)	2.7	3.4	4.0	4.2	3.9	3.8
Net debt/EBITDA (x)	2.6	3.3	3.7	3.9	3.4	3.6
Net debt/EBITDA (x) - incl share of profit of associates and JV and attributable debts						
FFO/debt (%)	33%	9%	12%	11%	5%	5%
FFO/net debt (%)	35%	10%	13%	12%	6%	5%
Debt/CFFO (x)	3.0	(73.2)	6.8	252.6	(156.3)	6.3
Net debt/CFFO (x)	2.9	(70.0)	6.4	236.8	(136.3)	6.0
CFFO/ Gross Interest (x)	4.4	(0.2)	1.6	0.0	(0.1)	1.8
Debt/equity (%)	143.2%	156.0%	141.9%	164.0%	155.5%	148.8%
Net debt /equity (%)	137.4%	149.1%	132.1%	153.8%	135.6%	141.1%
Debt/total capitalisation (%)	58.9%	60.9%	58.7%	62.1%	60.9%	59.8%
Net debt (debt - unrestricted cash)/net total capitalisation	57.9%	59.9%	56.9%	60.6%	57.6%	58.5%
Cash excl restricted cash /total assets (%)	0.9%	1.4%	2.3%	2.5%	5.2%	1.8%
Cash excl restricted cash / Total debt (%)	2.2%	3.0%	5.3%	5.0%	11.4%	3.8%
Cash/ST debts	12.7%	36.2%	47.3%	23.0%	53.6%	18.0%
Working capital cycles:						
AR days	66.6	85.7	79.1	101.2	84.0	78.3
AP days	106.1	94.6	87.4	78.2	96.2	74.2
Inventory days	116.4	131.5	123.8	102.0	99.5	76.8
Cash conversion cycle	76.9	122.6	115.6	125.0	87.3	81.0

来源: TBLA and CMBI

附件 1: 种植细节分布



来源: TBLA

附件 2: 产能分布

Margarine		
Location	Tons/annum	Tons/hour
East Java	36,000	6

Biodiesel		
Location	Tons/annum	Tons/day
Lampung	315,000	1,050
Lampung*	450,000	1,500
TOTAL	765,000	2,550

*Under construction (Exp completion 2Q2022)

CPO Mills		
Location	Tons/annum	Tons/hour
Lampung	1,125,000	225
Palembang	450,000	90
Pontianak	225,000	45
TOTAL	1,800,000	360

PKO Mills		
Location	Tons/annum	Tons/day
Lampung	210,000	700
Palembang	60,000	200
TOTAL	270,000	900

FFA Esterification Plant		
Location	Tons/annum	Tons/day
Lampung*	30,000	100

*Under construction (Exp completion 3Q2021)

Palm Oil Refinery		
Location	Tons/annum	Tons/day
Lampung	510,000	1,700
Lampung*	750,000	2,500
Palembang	300,000	1,000
East Java	300,000	1,000
TOTAL	1,860,000	6,200

*Under construction (Exp completion 4Q2021)

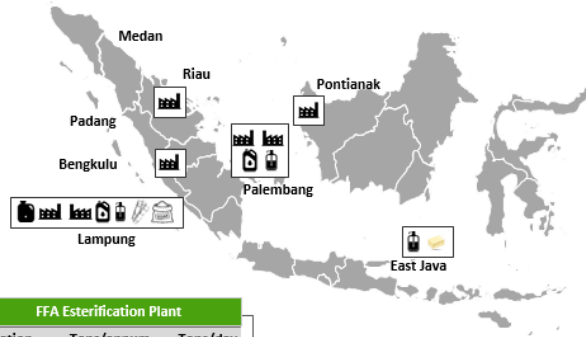
Soap		
Location	Tons/annum	Tons/hour
Lampung	13,750	2.25
Palembang	13,750	2.25
TOTAL	27,500	4.5

Refined Glycerin Plant		
Location	Tons/annum	Tons/day
Lampung*	36,000	120

*Under construction (Exp completion 3Q2021)

Sugar Refinery	
Location	Tons of cane /day
Lampung	900

Sugar Mill	
Location	Tons of cane /day
Lampung	8,000



	CPO Mill
	PKO Mill
	Palm Cooking Oil, Stearin & PFAD Facility
	Soap Factory
	Margarine Factory
	Sugar Mill
	Sugar Refinery
	Biodiesel Plant

来源: TBLA

CMB International Securities Limited

Fixed Income Department

Tel: 852 3761 8867/ 852 3657 6291

fis@cmbi.com.hk

CMB International Securities Limited ("CMBIS") is a wholly owned subsidiary of CMB International Capital Corporation Limited (a wholly owned subsidiary of China Merchants Bank)

Author Certification

The author who is primary responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to the securities or issuer that the author covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about the subject securities or issuer; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific views expressed by that author in this report.

Besides, the author confirms that neither the author nor his/her associates (as defined in the code of conduct issued by The Hong Kong Securities and Futures Commission) (1) have dealt in or traded in the stock(s) covered in this research report within 30 calendar days prior to the date of issue of this report; (2) will deal in or trade in the stock(s) covered in this research report 3 business days after the date of issue of this report; (3) serve as an officer of any of the Hong Kong listed companies covered in this report; and (4) have any financial interests in the Hong Kong listed companies covered in this report.

Important Disclosures

There are risks involved in transacting in any securities. The information contained in this report may not be suitable for the purposes of all investors. CMBIS does not provide individually tailored investment advice. This report has been prepared without regard to the individual investment objectives, financial position or special requirements. Past performance has no indication of future performance, and actual events may differ materially from that which is contained in the report. The value of, and returns from, any investments are uncertain and are not guaranteed and may fluctuate as a result of their dependence on the performance of underlying assets or other variable market factors. CMBIS recommends that investors should independently evaluate particular investments and strategies, and encourages investors to consult with a professional financial advisor in order to make their own investment decisions.

This report or any information contained herein, have been prepared by the CMBIS, solely for the purpose of supplying information to the clients of CMBIS and/or its affiliate(s) to whom it is distributed. This report is not and should not be construed as an offer or solicitation to buy or sell any security or any interest in securities or enter into any transaction. Neither CMBIS nor any of its affiliates, shareholders, agents, consultants, directors, officers or employees shall be liable for any loss, damage or expense whatsoever, whether direct or consequential, incurred in relying on the information contained in this report. Anyone making use of the information contained in this report does so entirely at their own risk.

The information and contents contained in this report are based on the analyses and interpretations of information believed to be publicly available and reliable. CMBIS has exerted every effort in its capacity to ensure, but not to guarantee, their accuracy, completeness, timeliness or correctness. CMBIS provides the information, advices and forecasts on an "AS IS" basis. The information and contents are subject to change without notice. CMBIS may issue other publications having information and/or conclusions different from this report. These publications reflect different assumption, point-of-view and analytical methods when compiling. CMBIS may make investment decisions or take proprietary positions that are inconsistent with the recommendations or views in this report.

CMBIS may have a position, make markets or act as principal or engage in transactions in securities of companies referred to in this report for itself and/or on behalf of its clients from time to time. Investors should assume that CMBIS does or seeks to have investment banking or other business relationships with the companies in this report. As a result, recipients should be aware that CMBIS may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report and CMBIS will not assume any responsibility in respect thereof. This report is for the use of intended recipients only and this publication, may not be reproduced, reprinted, sold, redistributed or published in whole or in part for any purpose without prior written consent of CMBIS.

Additional information on recommended securities is available upon request.

Disclaimer

For recipients of this document in the United Kingdom

This report has been provided only to persons (I) falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended from time to time) ("The Order") or (II) are persons falling within Article 49(2) (a) to (d) ("High Net Worth Companies, Unincorporated Associations, etc.") of the Order, and may not be provided to any other person without the prior written consent of CMBIS.

For recipients of this document in the United States

CMBIS is not a registered broker-dealer in the United States. As a result, CMBIS is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. The research analyst who is primary responsible for the content of this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA"). The analyst is not subject to applicable restrictions under FINRA Rules intended to ensure that the analyst is not affected by potential conflicts of interest that could bear upon the reliability of the research report. This report is intended for distribution in the United States solely to "major US institutional investors", as defined in Rule 15a-6 under the US, Securities Exchange Act of 1934, as amended, and may not be furnished to any other person in the United States. Each major US institutional investor that receives a copy of this report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this report to any other person. Any U.S. recipient of this report wishing to effect any transaction to buy or sell securities based on the information provided in this report should do so only through a U.S.-registered broker-dealer.

For recipients of this document in Singapore

This report is distributed in Singapore by CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (Company Regn. No. 201731928D), an Exempt Financial Adviser as defined in the Financial Advisers Act (Cap. 110) of Singapore and regulated by the Monetary Authority of Singapore. CMBISG may distribute reports produced by its respective foreign entities, affiliates or other foreign research houses pursuant to an arrangement under Regulation 32C of the Financial Advisers Regulations. Where the report is distributed in Singapore to a person who is not an Accredited Investor, Expert Investor or an Institutional Investor, as defined in the Securities and Futures Act (Cap. 289) of Singapore, CMBISG accepts legal responsibility for the contents of the report to such persons only to the extent required by law. Singapore recipients should contact CMBISG at +65 6350 4400 for matters arising from, or in connection with the report.