

# 台塑企業四大公司—台灣塑膠工業股份有限公司、南亞塑膠工業股份有限公司、台灣化學纖維股份有限公司與台塑石化股份有限公司

## 主辦分析師：

許智清，CFA，台北(886) 2-2175-6827; raymond.hsu@taiwanratings.com.tw, raymond.hsu@spglobal.com

## 第二聯絡人：

許立德，台北(886) 2-2715-6828; david.hsu@taiwanratings.com.tw, david.hsu@spglobal.com

## 內容

信評焦點

評等展望

中華信評基本情境假設

公司簡述

同業比較

營運地位

財務體質

流動性

環境、社會與治理

集團影響

債務發行信用評等

評等評分摘要

相關準則

相關研究

## 信評焦點

### 概述

#### 主要優勢

台塑企業四大公司的多種石化產品在大中華區均具有良好的市場地位。

以合併基礎來看，在生產流程高度垂直整合的支持下，台塑企業四大公司享有良好的營運效率與產品分散性。

借款槓桿較低、自由營運現金流量強勁且借款擔保額度減少。

良好的財務彈性，因其帳上持有為數可觀且具流動性的非核心資產。

#### 主要風險

產能大幅增加以及需求轉弱，可能導致台塑企業四大公司 2022 年至 2023 年的獲利減少幅度超出中華信評的假設水準。

用於美國與中國產能擴充以及因應相關環保措施的高資本支出，可能會使借款槓桿升高。

台塑企業四大公司的績效表現仍易受到油價波動影響。

因主要的生產基地仍集中在台灣麥寮六輕廠區而持續面臨的資產集中風險。

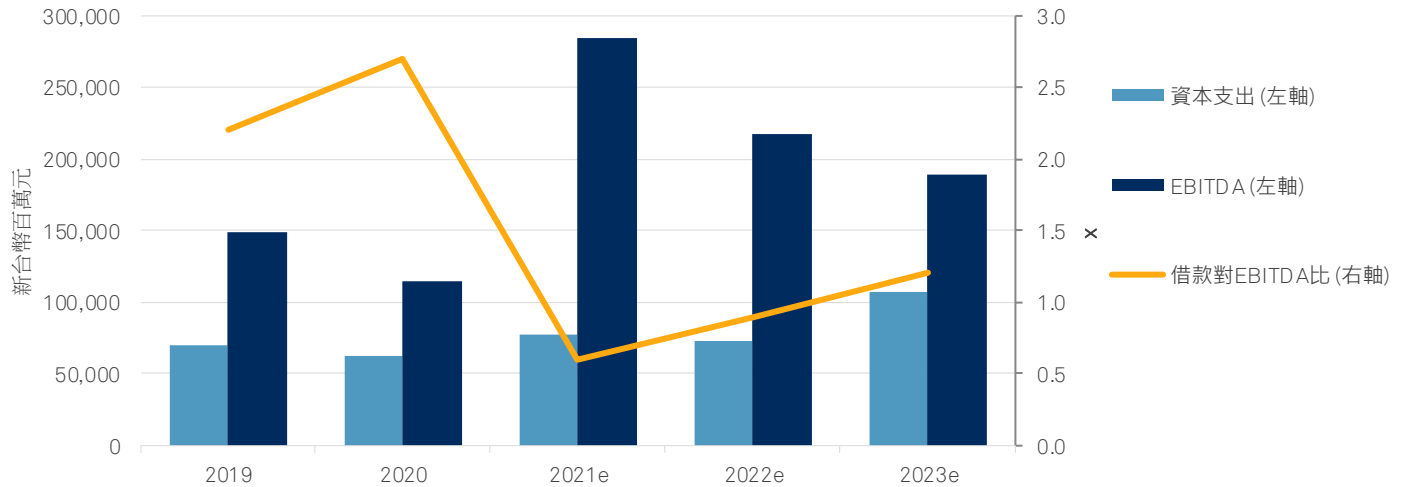
**四大公司強勁的自由營運現金流量以及有所降低的借款擔保額度，已使得其借款槓桿明顯降低至較中華信評之前預期更佳的水準。**台灣塑膠工業股份有限公司（台塑）、南亞塑膠工業股份有限公司、台灣化學纖維股份有限公司（台化）以及台塑石化股份有限公司強勁的現金流量、位於美國的一貫石化生產基地投資案持續延遲的狀況，以及四大公司加快降低其對越南鋼鐵廠借款擔保的速度，將可使四大公司的借款降低至較中華信評之前對該在未來兩年所做出之假設更佳的水準。這點應可增加四大公司在面對產業波動以及一旦其美國擴廠計畫重新恢復時所需的財務緩衝空間。中華信評預測，即使四大公司決定繼續推動其在美國的一貫石化生產基地的興建計畫，四大公司 2021 年至 2022 年合併的借款對 EBITDA 比仍將維持在 1 倍以下，2023 年亦仍將維持在 1.5 倍以下的水準。

**四大公司 2022 年與 2023 年的獲利能力可能會由 2021 年的高點略為轉弱，但仍可維持在過去循環週期中期的水準之上。**儘管產能大幅擴增與受到 2021 年上半年極端天氣干擾的產能將恢復生產，但由於對化學與煉油產品的需求因全球經濟加速復甦而依舊強勁，四大公司 2022 年至 2023 年的獲利能力應可維持在其循環週期中期的一般水準之上。此外，由於面臨來自 5G 通訊與電動車等新技術的強勁需求，南亞塑膠強大的市場地位應可繼續提升其來自電子材料的營收，同時大致維持強勁的利潤率。中國政府更嚴格的環境要求與推動碳中和的政策推動，將使排放較多污染物的化學品生產受到限制。這點應可略為緩解中國因積極新增化學品產能而為 EBITDA 利潤率帶來的負面影響。

**將投資重心轉移至電子材料與特殊應用領域的策略，應可防止未來超大型投資案帶來的槓桿衝擊。**中華信評認為，由於全球減少碳排放以及化學與塑膠產品污染的壓力驟升，一如台塑石化路州專案在美國所遭遇的困難，四大公司未來欲在大宗化學品領域推動超大型專案勢將面臨更大的挑戰。這些公司應會將其重心轉移到特殊產品上，特別是用於電動車等新興應用的電子材料方面。不過，由於四大公司對新成長動力仍有相當高的偏好，中華信評預期，四大公司的資本支出應不會從目前的水準明顯降低。此外，四大公司應會維持較高的資本支出以落實環境倡議，其中包括將其燃煤發電廠轉型為使用天然氣或其他環保燃料。

圖 1 | 圖表資料下載

未來一至二年台塑四大公司的合併槓桿應可維持在偏低的水準



Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

## 評等展望：穩定

「穩定」的評等展望係反映：中華信評認為，2021 年至 2022 年之間四大公司強勁的營運現金流量與延後的支出計畫應可使其維持較低水準的借款，並將借款對 EBITDA 比維持在 1 倍以下的水準，並在 2023 年略為增加，惟這些企業的獲利能力可能會由 2021 年全年的較高水準略微降低。中華信評的基本情境假設亦已將 2023 年可能用於路易斯安納州專案的資本支出納入考量。不過，該項投資案的進一步延遲應可將該四大公司的槓桿降低至中華信評目前預測的水準以下，並為四大公司的評等提供額外的財務緩衝空間。

### 評等下調情境

若台塑企業四大公司的合併借款對 EBITDA 比維持在 2 倍以上並持續一段較長的時間，則中華信評可能會調降該四大公司的長期評等。可能導致前述比率升高的情境包括：

- 因需求受到區域經濟疲弱影響或因產能增加（特別是中國）導致供過於求的狀況持續，以致市場處於疲軟狀況的時間拉長；或是
- 四大公司採取明顯超出中華信評基本情境假設的更為積極的現金股利配發策略、資本支出策略，或是其他投資策略。

### 評等上調情境

以四大公司較高的業務波動性、資本支出，以及股利配發率來看，中華信評認為，未來一至二年該公司評等獲得調升的可能性不高。不過，若發生下列情境，則中華信評可能會調升四大公司的評等：

- 四大公司提高其整體地理區域營收與資產的分散性、降低對於煉油事業的依賴程度，並提升產品差異化的程度，從而使四大公司的獲利能力與營運穩定性在面對景氣循環考驗時明顯提高；且與此同時，
- 四大公司的合併借款對 EBITDA 比維持在 1.5 倍以下。

## 中華信評基本情境假設

### 假設

- 標普全球評級預測，台灣 2021 年的 GDP 將成長 5.5%，2022 年將成長 2.9%；中國 2021 年的 GDP 將成長 8.0%，2022 年則成長 5.1%；亞太區 2021 年的 GDP 成長率為 6.7%，2022 年為 5.2%。台灣與中國的 GDP 成長表現，將因為對於新冠病毒疫情的管控較佳與強勁的出口，加上美國與歐洲經濟的強勁復甦而優於鄰近國家。全球供應鏈的恢復則可能使台灣與中國對於美國及歐洲的出口成長減緩。
- 標普全球評級對布蘭特原油價格的假設為：2021 年剩餘期間為每桶 75 美元，2022 年為 65 元，2023 年則為每桶 55 美元。
- 煉油事業利潤率可望小幅提升，煉油產能利用率則可望在需求於 2021 年下半年與 2022 年恢復期間明顯提高，特別是一些儘管仍飽受 Delta 變種病毒疫情肆虐，但加速進行疫苗接種計畫的已開發國家市場。
- 中華信評預期 2021 年下半年的化學品需求將維持強勁，然而供需情況則要等到 2022 年產能擴充恢復後方可能較趨於平衡。四大公司中的部份下游將可因產品價格較高與成本增長幅度較小，而持續在部分產品中享有較佳的利差。
- 四大公司 2021 年的營收可能會增長 50%至 55%。這主要係反映中華信評對於偏高的油價以及四大公司整體產品組合中的產品價格到 2021 年底之前將非常強健的假設（尤其是電子材料與相關的化學品）。中華信評預期，四大公司 2022 年的合併營收將因原油價格下跌且供需狀況的改善而有所下降的銷售價格，抵銷產能擴充後產量增加帶來的營收貢獻而大致持平。
- 需求復甦與台塑石化煉油產能的恢復將可使該公司 2021 年的煉油產能利用率提高至 73%，2022 年則將恢復至疫情前介於 85%至 90%的水準。為支持其他公司的下游產品，烯烴的產能利用率在 2021 年至 2022 年之間將維持在 95%至 98%之間的較高水準。
- 四大公司 2021 年的合併折舊及攤提前毛利率，將在產品價格飆漲的帶動下而由 2020 年時的 18.3%升高至 24%至 25%，但 2022 年時則可能回到 19%至 20%的水準。逐漸增加的特殊化學產品與電子材料業務的營收將無法完全抵銷化學品價格下滑的負面影響。
- 由於營收遽增，2021 年的營運資金流出為新台幣 400 億元至新台幣 500 億元。
- 2021 年的資本支出加上投資將略為增至新台幣 760 億元至新台幣 780 億元，部分係因為 2020 年的支出延後。中華信評假設，前述資本支出在 2022 年將降至新台幣 720 億元至新台幣 740 億元。中華信評亦假設，2022 年台塑石化的路易斯安那州專案的興建不會產生重大支出，即使是在該公司決定繼續啟動該項投資案的情況下亦然。
- 四大公司對其越南河靜鋼鐵廠計畫提供的借款擔保額度將由 2020 年底時的約新台幣 1,100 億元，逐漸降低至 2021 年的約新台幣 540 億元與 2022 年的新台幣 470 億元，主要係透過加快償還借款，以及無需股東擔保的再融資計畫。
- 2021 年與 2022 年的平均稅率將增至 18%至 20%。
- 未來幾年的現金股利配發率將維持在前一年淨利的 70%至 72%。

台塑企業四大公司 – 重要指標

	2019	2020	2021f	2022f	2023f
營收 (新台幣十億元)	1,187.4	914.6	1,350-1,450	1,330-1,430	1,300-1,400
EBITDA (新台幣十億元)	148.3	115.1	275-290	210-225	180-200
EBITDA 利潤率 (%)	12.5	12.6	19.0-21.0	14.7-16.7	13.0-15.0
借款/EBITDA (x)	2.2	2.7	0.4-0.8	0.6-1.2	1.0-1.5
FOCF/借款 (%)	31.2	23.2	60.0-70.0	50.0-60.0	20.0-30.0
資本支出 (新台幣百萬元)	70.6	63.1	70-85	68-75	100-115

f—中華信評預測值。FOCF—自由營運現金流量。

**儘管電子材料的前景強勁，但中國積極的產能擴張與累積需求消退將削弱四大公司2022年至2023年的獲利能力。**四大公司應維持其部分產品的優勢，特別是電子材料、再生能源與電動車相關化學品、以及與中國煤化工產業相互競爭的PVC 塑膠粉等產品。四大公司亦已將其聚酯纖維與塑膠（如PP）的大部分應用轉型為功能性和工業用途，以避免來自中國業者的競爭。不過中華信評認為，前述因素將無法完全抵銷主要大宗化學品價格與利潤下滑的負面影響。

由於產能大幅擴增，加上受到美國與歐洲極端天氣與營運事故影響的產能將恢復生產，2022年至2023年的全球供給應會明顯提升，再加上疫情後累積的需求消退，可能會大幅削弱四大公司2022年至2023年在大宗化學品銷售方面的獲利能力。不過，由於南亞塑膠的電子材料業務持續走強、經濟前景依然樂觀，加上四大公司將產品組合轉為差異化化學品的作法，應能使四大公司2022年至2023年的獲利能力維持在高於以往產業循環週期中期的水準。

**路易斯安納州一貫化石生產基地興建計畫的進一步延宕（若未被取消），可能會使四大公司2023年的資本支出因此增加。**

由於美國政治氛圍有所轉變，中華信評認為，該集團在路易斯安納州推動的超大型投資案持續進行的可能性已有所下降。2021年8月，美國相關官員表達將針對該項投資案進行環境影響報告評估的決定為該案的前景增添重大變數。由於美國政府在地方環保團體的抗議下暫停許可證效力，該項投資案自2020年11月以來即陷入停頓狀態。環境影響報告的進行、因建材價格與工資高漲而大幅飆升的營建成本、從中國進口之設備的高額關稅，以及美國因疫情缺工的情況，均有可能導致專案興建計畫進一步延宕，因此台塑石化計劃在2021年底前審視該項投資案的可行性。儘管如此，中華信評目前的基礎假設仍在2023年（較中華信評之前的假設延後一年）將與前述投資案相關的部分資本支出納入考量，並假設台塑石化能排除所有法規障礙並重新啟動該項投資案。

**2022年至2023年的可支配現金流量將因較高額的現金股利與資本支出而轉為負數。**中華信評預測，四大公司2022年至2023年合併的可支配現金流量，將因為獲利強勁且資本支出可能增加而轉為負數，導致同一期間內的借款水準略為升高。由於四大公司的借款槓桿較低且路易斯安納州的計畫進一步延宕，中華信評預測該四家公司將維持穩定但相對較高的股利配發率。不過，中華信評認為，借款增加應不會使四大公司的借款槓桿大幅升高。

## 公司簡述

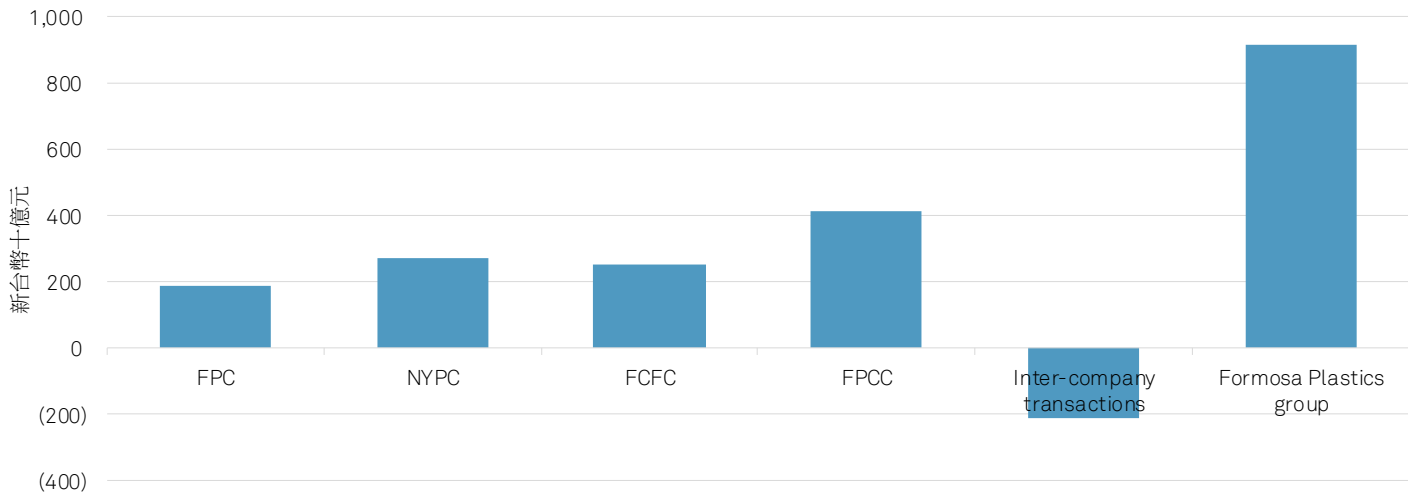
台塑企業四大公司——台灣塑膠工業股份有限公司（台塑）、南亞塑膠工業股份有限公司、台灣化學纖維股份有限公司（台化）與台塑石化股份有限公司所屬的台塑企業是台灣以資產排名最大的民營工業集團之一。四大公司在製造廠房方面高度整合，且產品涵蓋範圍從上游的煉油與輕油裂解，到下游的塑膠與聚酯纖維等（見表 1 與圖 1）。前述優勢特別反映在四大公司高度整合的麥寮六輕廠區，該廠區為其下游化學品生產提供穩定的基礎化學原料供應。

表 1 | 圖表下載

公司名稱	主要產品
台灣塑膠工業股份有限公司	氯乙烯、塑膠粉(PVC)、液鹼、聚乙烯(PE)、聚丙烯(PP)、聚乙烯醋酸乙烯酯(EVA)、丙烯酸酯、丙烯腈(AN)、甲基丙烯酸甲酯(MMA)、環氧氯丙烷(ECH)、甲基第三丁基醚(MTBE)、碳纖維、高吸水性樹脂(SAP)。
南亞塑膠工業股份有限公司	二次加工塑膠、聚酯、印刷電路板/電子材料、乙二醇(EG)、1,4-丁二醇(1,4 BG)和其它醇、固化劑、抗氧化劑、雙酚 A(BPA)、鄰苯二甲酸酐(PA)、可塑劑、環氧化大豆油(ESO)、2-乙基己醇(2EH)、過氧化氫、工程。
台灣化學纖維股份有限公司	芳烴及衍生物苯、鄰二甲苯(OX)、對二甲苯(PX)、苯酚、丙酮、苯乙烯單體(SM)、純化對苯二甲酸(PTA)、聚合物-丙烯腈-丁二烯-苯乙烯(ABS)樹脂、聚苯乙烯(PS)、聚丙烯(PP)、聚碳酸酯(PC)；紡織纖維、發電。
台塑石化股份有限公司	煉油、烯烴、發電

圖 2 | 圖表資料下載

### 台塑集團四家核心公司 -- 依公司別營收狀況 截至 2020 年 12 月底止



Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

## 同業比較

表 2 | 圖表下載

### 台塑企業四大公司-同業比較

產業別：大宗化學品

(美元百萬元)	台塑企業四大公司	PTT 全球化學公共有限公司	LG 化學公司	信實工業公司
評等截至 2020 年 11 月 9 日	twAA/穩定/twA-1+ ; BBB+/穩定	BBB/穩定/--	BBB+/穩定/--	BBB+/穩定/--
財務概要 (調整後)	--會計年度截至 2020 年 12 月 31 日--			--會計年度截至 2021 年 3 月 31 日--
營收	32,556.5	10,969.3	27,640.3	66,471.0
EBITDA	4,098.5	685.4	3,785.5	11,046.5
來自本業之現金流量 (FFO)	3,615.9	558.6	3,072.4	8,100.6
利息費用	171.5	153.6	229.6	3,094.8
已支付利息	173.6	112.1	241.6	2,506.7
來自營運之現金流量	4,826.5	729.2	5,320.6	2,223.9
資本支出	2,245.2	834.8	5,153.9	14,465.8
自由營運現金流量	2,581.3	(105.6)	166.8	(12,241.9)
可支配現金流量	(183.3)	(273.0)	3.5	(12,777.8)
現金與短期投資	8,586.7	2,020.7	3,531.7	23,185.7
借款	11,117.4	3,820.3	6,790.9	17,539.3
股東權益	33,471.7	9,627.0	17,268.4	109,266.4
調整後財務比率				
EBITDA 利潤率 (%)	12.6	6.2	13.7	16.6
資本報酬率 (%)	6.8	0.8	7.3	8.0
EBITDA 利息保障倍數 (x)	23.9	4.5	16.5	3.6
FFO 現金利息保障倍數 (x)	21.8	6.0	13.7	4.2
借款/EBITDA (x)	2.7	5.6	1.8	1.6
FFO/借款 (%)	32.5	14.6	45.2	46.2
來自營運的現金流量/借款 (%)	43.4	19.1	78.3	12.7
自由營運現金流量/借款 (%)	23.2	(2.8)	2.5	(69.8)
可支配現金流量/借款 (%)	(1.6)	(7.1)	0.1	(72.9)

中華信評挑選了亞太區中的幾家石油與化學同業，包括 Reliance Industries Ltd. (信實工業公司)、PTT Global Chemical Public Co. Ltd (PTT 全球化學公共有限公司)、以及 LG Chem Ltd. (LG 化學公司)，與台塑企業四大公司進行同業比較。

若以合併基礎來看，四大公司是亞太區中最大型的石化產品製造集團之一，且其廠房設備（特別是麥寮六輕）擁有強大的工程與技術能力、良好的規模經濟、高程度的垂直整合、以及非常高的複雜度等。四大公司在數個大宗標準化化學產品方面的產能已是具領導地位的全球性公司，且在國內石油市場中占有良好穩定的地位。不過中華信評認為，四大公司的競爭優勢略弱於信實工業公司，但仍領先於 LG 化學公司與 PTT 全球化學公共有限公司。

信實工業公司在亞太區煉油產業中因亦是從事高複雜度、且高度整合的大型石化作業而維持有穩健的地位。信實工業公司擁有龐大的乙烯與聚酯產能，是全球前十大化學品製造商之一，惟其業務對其所在國當地市場的集中度稍高。LG 化學公司則較專精於化學與電子材料方面的業務，其中主要是鋰電池，但其在石化業務方面的多元化程度則低於台塑集團四

## 台塑企業四大公司—台灣塑膠工業股份有限公司、南亞塑膠工業股份有限公司、台灣化學纖維股份有限公司與台塑石化股份有限公司

大公司。PTT 全球化學公共有限公司是其所屬集團在泰國的煉油與化學事業。與台塑集團四大公司與信實工業公司相比，PTT 全球化學公共有限公司的營運規模相對較小且多元化程度較低。

雖然這些大型石化集團均處於相同的石化產業景氣循環當中，但各家業者的財務風險結構仍會因公司不同而有差異。台塑四大公司、信實工業公司以 LG 化學公司在 2020 年至 2021 年的財務比率均較為接近，且其現金流量皆表現強勁。不過，台塑四大公司與其同業有持續的產能擴充計畫，因此當市況轉趨低迷之際，可能也會導致前述各公司在維持各項財務比率方面面臨壓力。

### 營運地位

台塑企業四大公司的營運地位評估結果係反映：中華信評認為，以合併基礎來看的四大公司在台灣大宗化學市場中占有的主導地位、良好的產品分散性、強大的經濟規模、以及其高度垂直整合的生產流程，應可繼續協助其維持令人滿意的競爭地位與獲利能力。

不過，台塑石化因其產品具有的大宗商品特性而極易受到油價波動與煉油利潤率波動影響的情況，將使其未來幾年的獲利能力持續面臨壓力。此外，積極的產能擴張（特別是在中國），加上精煉產品（如航空燃料與汽油）的全球需求復甦因新冠肺炎疫情所產生的不確定性，亦將影響該公司的獲利能力。根據中華信評的估計，過去 8 年間，台塑石化對該集團合併營業利益的貢獻度介於負 4%至 59%之間不等。基於此，中華信評認為，四大公司以合併基礎來看未來幾年的業務波動度仍將略為偏高。

四大公司轉為投資差異化化學品與電子材料的策略，應可略為降低四大公司因原油價格與大宗商品價格波動而受到的影響，並有助於提升在面對景氣循環考驗時維持獲利的能力。四大公司已將其聚酯纖維與塑膠的大部分應用轉型為功能性和工業用途，以避免來自中國業者的競爭。四大公司亦將大力投資環保產品，如再生聚對苯二甲酸乙二酯與纖維。此外，中華信評預測，由於面臨來自 5G 通訊與電動車等新技術的強勁需求，南亞塑膠強大的市場地位應可繼續提升其來自電子材料的營收，同時大致維持強勁的利潤率。中華信評預測，2021 年至 2023 年南亞塑膠來自電子材料銷售的營業利益對台塑集團總營業利益的占比可能會介於 14%至 20%。

由於四大公司的總營收中，來自麥寮六輕的貢獻即占 70%以上，因此中華信評預期未來幾年，四大公司仍將持續面臨資產集中性風險。而前述資產集中性，也使麥寮六輕的營運若出現任何明顯的中斷情況時，都有可能對該四家公司的營運績效與現金流量造成重大影響，而 2020 年 7 月台塑石化一座煉油廠發生的重大火災即為例證。不過中華信評認為，四大公司持續強化安全措施的大額投資以及較高的機器設備維護支出等，應能在未來兩年間改善麥寮六輕的績效表現。此外，就長期而言，若路易斯安那州的投資計畫能持續進行，則前述的專案計畫亦將能協助四大公司降低前述集中性風險。



## 財務體質

強勁的現金流量產生能力、位於美國的一貫石化生產基地投資案持續延遲的狀況，以及四大公司加快降低其對越南鋼鐵廠借款擔保的速度，將可使四大公司的借款大幅降低至較中華信評之前所做假設更佳的水準。基於此，中華信評預測，2021年至2022年四大公司合併的借款對EBITDA比將降至1倍以下。這點應可增加四大公司在面對產業波動以及一旦其美國擴廠計畫重新恢復時所需的財務緩衝空間。若四大公司決定繼續推動其在美國路易斯安納州的一貫石化生產基地的興建，則四大公司的合併借款對EBITDA比可能會在2023年略為上升至1.2倍至1.4倍之間。若強勁的獲利能力可協助越南鋼鐵廠的營運公司（台塑河靜鋼鐵公司）在無擔保的情況下，以更快的速度償還借款並進行再融資，則未來兩年四大公司的合併借款水準應可進一步降低。此外，四大公司已將其投資重心轉移至電子材料與特殊應用領域的策略，這點應可防止未來超大型投資案帶來的槓桿衝擊。

中華信評也認為，四大公司擁有的財務彈性將可強化其整體信用結構，因為該些公司對其他台塑集團成員擁有大量持股，其中包括台塑美國公司（FPC USA）與南亞科技股份有限公司（南亞科技）等公司；而這些持股應可在合理的期間內完成處分。截至2021年6月底，四大公司的長期投資部位合計為新台幣3,950億元。

## 財務概要

表 3 | [圖表下載](#)

### 台塑企業四大公司—財務概要

--年度截至 12 月 31 日止--

(新台幣百萬元)	2020*	2019	2018	2017	2016
營收	914,610	1,187,399	1,371,874	1,186,864	1,058,828
EBITDA	115,138	148,288	225,690	250,337	227,635
來自本業之現金流量 (FFO)	101,583	112,696	181,819	212,088	199,788
利息費用	4,817	6,236	6,723	6,886	7,076
已支付利息	4,876	5,400	6,895	7,009	8,446
來自營運之現金流量	135,592	171,195	201,823	198,066	181,503
資本支出	63,076	70,608	67,486	36,761	26,906
自由營運現金流量	72,516	100,587	134,338	161,304	154,596
可支配現金流量	(5,148)	(28,542)	(2,606)	45,312	74,954
現金與短期投資	241,227	213,006	215,904	260,530	265,450
調整後可用現金	241,227	213,006	215,904	260,530	265,450
借款	312,322	322,681	369,059	320,399	440,891
股東權益	940,322	969,420	1,020,935	994,899	900,944
<b>調整後財務比率</b>					
折舊及攤提前營業利益率(%)	12.6	12.5	16.5	21.1	21.5
資本報酬率(%)	6.8	9.6	16.1	17.0	14.4
EBITDA 利息保障倍數(x)	23.9	23.8	33.6	36.4	32.2
FFO 現金利息保障倍數(x)	21.8	21.9	27.4	31.3	24.7
借款/EBITDA (x)	2.7	2.2	1.6	1.3	1.9
FFO/借款(%)	32.5	34.9	49.3	66.2	45.3
來自營運之現金流量/借款(%)	43.4	53.1	54.7	61.8	41.2
自由營運現金流量/借款(%)	23.2	31.2	36.4	50.3	35.1
可支配現金流量/借款(%)	(1.6)	(8.8)	(0.7)	14.1	17.0

註：以上資料係來自公司財務報表數據，但可能包括標普全球評級分析師所做的調整。

## 調節表

表 4 | 圖表下載

### 經中華信評調整之台塑企業四大公司帳列數調節表

--年度截至 2020 年 12 月 31 日止--							
(新台幣百萬元)	借款	EBITDA	營業利益	利息費用	調整後 EBITDA	來自營運的現金流量	資本支出
台塑集團四家核心公司帳列數	385,379.9	112,309.8	56,411.7	4,234.0	115,138.0	133,879.9	63,658.2
<b>中華信用評等公司調整項目</b>							
已支付所得稅	--	--	--	--	(8,679.5)	--	--
已支付利息	--	--	--	--	(4,293.1)	--	--
帳列租賃負債	7,506.7	--	--	--	--	--	--
可自由支配之現金與短投	(204,319.3)	--	--	--	--	--	--
資本化利息	--	--	--	582.7	(582.7)	(582.7)	(582.7)
來自股權投資的股利收入	--	2,828.3	--	--	--	--	--
非營業利益(費用)	--	--	30,269.6	--	--	--	--
借款：保證	123,754.3	--	--	--	--	--	--
營運現金流量：其它	--	--	--	--	--	2,294.5	--
總調整	(73,058.4)	2,828.3	30,269.6	582.7	(13,555.3)	1,711.8	(582.7)
	借款	EBITDA	EBIT	利息費用	來自本業之現金流量	來自營運的現金流量	資本支出
中華信用評等公司調整後數據	312,321.5	115,138.0	86,681.3	4,816.7	101,582.7	135,591.7	63,075.5

註：以上資料係來自公司財務報表數據，但可能包括中華信評分析師所做的調整。

## 流動性：允當

台塑企業四大公司的短期評等為「twA-1+」。中華信評認為，四大公司的流動性允當，足以支應其在未來 12 個月的流動性需求。該集團未來 12 個月的流動性來源對流動性用途比將在 1.5 倍左右的水準。

中華信評估計，四大公司即便在其 EBITDA 預估值下滑 15% 的情況下，其流動性來源仍將超過其流動性用途而為正值。四大公司持續因其與國內銀行間穩健的往來關係與整體較高的信用地位（可為其財務彈性提供支持）而受惠，而這點可由在 2021 年 9 月部份公司發行的七年期新台幣公司債享有介於 0.52% 至 0.53% 的非常低借款利率得到印證。中華信評認為，四大公司將能輕易符合對於與海外子公司相關借貸之銀行借款合同，以及四大公司對於河靜鋼鐵廠提供之借款擔保等較偏寬鬆的財務限制條款規定。

主要流動性來源：

- 現金與短期投資：2021 年 6 月底時為新台幣 2,660 億元。
- 來自本業的現金流量：截至 2022 年 6 月 30 日之前 12 個月期間為新台幣 2,000 億元至新台幣 2,100 億元。
- 2022 年 6 月 30 日後到期之未動用長期信用額度：截至 2020 年 6 月底止約為新台幣 710 億元。

主要流動性用途：

- 到期借款加償還短期借款：在 2022 年 6 月 30 日之前 12 個月期間約為新台幣 1,390 億元。
- 資本支出：在 2022 年 6 月底止之前的 12 個月期間介於新台幣 740 億元至 760 億元間。
- 現金股利配發率：為前一年淨利的 70%至 72%。

## 環境、社會與治理

過去幾年間，政府政策和輿論已成為在中國和台灣地區之化工企業面臨的較具挑戰性的因素。在中華信評在對台塑企業四大公司進行評等分析時，社會因素與環境因素均是重要考量。

已有升高的監管風險和日益升高的環保壓力，過去以來已對四大公司的信用品質造成影響。2011 年，麥寮廠區發生的兩起大火，以及隨後進行的調查和補救，曾導致該廠區部分關閉，以進行安全檢查和安全強化措施。四大公司目前仍面臨來自當地社區和地方政府持續的壓力，要求其以不斷提高的監管標準控管其對空氣、水和土地造成的污染，以及用水與二氧化碳排放，而這都需要持續的資本支出。

不過，治理因素對四大公司評等的影響性則屬中性，因為在這些企業經驗豐富的管理團隊支持下，該些公司擁有令人滿意的企業管理與治理。另外，四大公司亦與各監管機構維持穩定的關係，且並無重大的內控、法律或透明度等方面的缺失。

## 集團影響

中華信評認為，由四大公司所組成的擬制性集團中，四大公司的集團地位為高度策略重要性。基於此，前述四家公司的評等結果較其擬制性集團信用結構（group credit profile；GCP）低一個級距。中華信評持續依據合併四大公司財務報表的擬制性財務數據來產生四大公司的擬制性 GCP，以允當衡量四大公司的信用品質。這是基於該些公司相近的主要股東結構、統合共同事務作業、營運高度關聯、策略方向的協調，以及共同使用台塑企業名稱的情況來看，中華信評認為，四大公司在面臨財務壓力時將互相對彼此提供支持。不過，四大公司之間的連結程度較一般集團為低，這是因為四大公司彼此之間並無集團母公司存在或任何約束機制（如交互擔保或是共通現金池），以確保前述支持形式在財務壓力期間將可持續及於該些公司。基於此，中華信評認為，在任何可預見的情況下，四大公司在是否相互提供財務支援方面仍具有不確定性。

## 債務發行信用評等一次順位風險分析

### 資本結構

台灣塑膠工業股份有限公司 2020 年底時的資本結構組成包括：新台幣 1,036 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 23 億元的無擔保債務（由該公司之各子公司發行）。母公司層級的無擔保債務包括對其他相關機構的擔保借款。

南亞塑膠工業股份有限公司 2020 年底時的資本結構組成包括：新台幣 1,518 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 250 億元的無擔保債務（由該公司之各子公司發行）。母公司層級的無擔保債務包括對其他相關機構的擔保借款。

台灣化學纖維股份有限公司 2020 年底時的資本結構組成包括：新台幣 1,070 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 221 億元的無擔保債務（由該公司之各子公司發行）。母公司層級的無擔保債務包括對其他相關機構的擔保借款。

台塑石化股份有限公司 2020 年底時的資本結構組成包括：新台幣 594 億元的無擔保債務。母公司層級的無擔保債務包括對其他相關機構的擔保借款。

## 分析結論

中華信評評估認為，四大公司發行之無擔保普通公司債的債務發行信用評等，與這些公司為「twAA」之發行體信用評等在相同等級。由於該四大公司的合併借款槓桿水準較低，該些公司的債務發行信用評等與其發行體信用評等相同，因為在其資本結構中並無顯著的次順位風險成分。

## 評等評分摘要

發行體信用評等：twAA/穩定/twA-1+

註：以下評等評分摘要係以全球債務人為比較基礎。

營運地位：令人滿意

- 國家風險：中等風險
- 產業風險：略高風險
- 競爭地位：令人滿意

財務體質：強健

- 現金流量／槓桿比：強健

評等基準：twaa

調整因子

- 分散性／組合效果：中性（無影響）
- 資本結構：正向（+1 個級距）
- 財務政策：中性（無影響）
- 流動性：允當（無影響）
- 管理與治理：令人滿意（無影響）
- 比較評等分析：中性（無影響）

個別基礎信用結構（SACP）：台塑企業四大公司未被授予個別基礎信用結構。

- 集團信用結構：twaa+
- 集團內地位：高度策略性

## 相關準則

- General Criteria: Group Rating Methodology - July 01, 2019
- General Criteria: Methodology For National And Regional Scale Credit Ratings - June 25, 2018
- Criteria | Corporates | General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings - March 28, 2018
- Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Oil Refining And Marketing Industry - March 27, 2014
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments - April 01, 2019
- General Criteria: Guarantee Criteria - October 21, 2016
- Criteria | Corporates | General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers - December 16, 2014
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions - November 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Industry Risk - November 19, 2013
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology - November 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities - November 13, 2012
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings - February 16, 2011

## 相關研究

- 中華信評信用評等等級定義 - August 10, 2020

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於 [www.taiwanratings.com](http://www.taiwanratings.com) 網站。)

## 評等表 (截至 November 18, 2021)

台塑企業四大公司—台灣塑膠工業股份有限公司（台塑）、南亞塑膠工業股份有限公司（南亞塑膠）、台灣化學纖維股份有限公司（台化）與台塑石化股份有限公司（台塑石化） 發行體信用評等	twAA/穩定/twA-1+
發行體信用評等歷史	
2021/10/7	twAA/穩定/twA-1+
2020/10/16	twAA-/穩定/twA-1+
2019/10/22	twAA/負向/twA-1+
2018/10/15	twAA/穩定/twA-1+
2017/10/17	twAA-/正向/twA-1+

(中文版本係根據英文版本翻譯，若與原英文版本有任何分歧，概以英文版本為準。)

著作權 © 2021 中華信用評等公司（中華信評）。保留所有權利。

嚴禁以任何手段、任何形式修改、逆向工程探究、複製或散佈內容（包括評等、信用相關分析與數據、價值評估、模型、軟體或其它應用或由其產生之結果）或相關之任何部分（本內容），或將其儲存於資料庫或存取系統中，除非事先取得中華信評的書面同意。本內容不得用於任何非法或未經授權之目的。中華信評與任何第三方提供者，以及其董事、主管、股東、員工或代理人（統稱中華信評方），不保證本內容之正確性、完整性、時效性或可利用性。對於任何錯誤、遺漏（疏忽或其他原因，不論原因為何）、或是任何使用本內容而導致之結果，或是對使用者輸入之任何數據的安全性或維護，中華信評方概不負責。本內容是以「現況」基礎提供。中華信評否認任何及所有明示或默示的保證，包括，但不限於，不保證適售性或適用於特定目的或使用、不保證沒有錯誤、軟體錯誤或缺失，以使本內容之功能不被中斷或本內容可在任何軟體或硬體架構上運作。對於任何使用本內容導致之任何直接、間接、附帶、示範、補償、懲罰、特殊或衍生之損害、費用、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或獲利損失與機會成本，或因疏失造成的損失），即使是在已告知這類損失的可能性情況下，中華信評概不負責。

本內容中之信用相關與其它分析與陳述，係為截至發表日為止之意見陳述而非事實陳述。中華信評的意見、分析與評等承認決定（說明如下）並非購買、持有或出售任何證券，或是進行任何投資決定之建議，且非任何證券是否適合投資之表示。本內容在以任何格式或形式發佈後，中華信評並不承擔更新之義務。本內容不應為使用者、其經理部門、員工、顧問或客戶在進行投資與其它業務決策時的依賴根據，且非其本身技術、判斷與經驗的替代品。中華信評並不擔任受託人或投資顧問的角色，除非已經登記註冊。雖然中華信評係自其認為可靠之來源取得資訊，但中華信評並不會對所收到之任何資訊進行稽核，且不負有對其執行實地查核或獨立驗證的責任。評等相關出版物可能因各種原因而出版，未必一定為評等委員會採取之評等行動，包括但不限於對一評等結果之定期更新與相關分析。

在一司法管轄區內之主管機關基於某些管理目的，允許評等機構承認在另一司法管轄區內發佈之評等的情况下，中華信評保留可隨時自行授予、撤銷或中止這類評等承認的權利。中華信評對任何因評等承認之授予、撤銷或中止產生的情況並不承擔任何責任，且不負有任何聲稱之損失賠償責任。

中華信評將其業務單位之某些業務活動運作予以隔離，以保護這些業務活動進行的獨立性與客觀性。基於此，中華信評某些業務單位可能擁有中華信評其它業務單位無法取得之資訊。中華信評已制訂政策與程序，維護各分析過程中所取得之某些非公開資訊的機密性。

中華信評就其承辦的委託評等與相關分析收取報酬，且通常是來自發行體、創始機構、安排機構、或證券承銷商或是來自債務人。中華信評保留散播其意見與分析的權利。中華信評發佈之評等與分析可於其網站上取得，包括 [www.taiwanratings.com](http://www.taiwanratings.com)（免費）與 [rs.taiwanratings.com.tw](http://rs.taiwanratings.com.tw)（訂閱），並可透過其它方式，包括中華信評出版物與擔任第三方之轉送服務提供商傳送發佈。其他可能影響評等之利益衝突情形，僅依主管機關要求揭露於此。