

Rating Research Services

評等報告：

台灣塑膠工業股份有限公司

主辦分析師：

許立德; (886) 2 8722-5828; david.hsu@taiwanratings.com.tw

第二聯絡人：

許智清, CFA; (886) 2 8722-5827; raymond.hsu@taiwanratings.com.tw

目錄

評等理由

評等展望

中華信評基本情境假設

公司簡述

營運地位

財務體質

流動性

其它信用考量因素

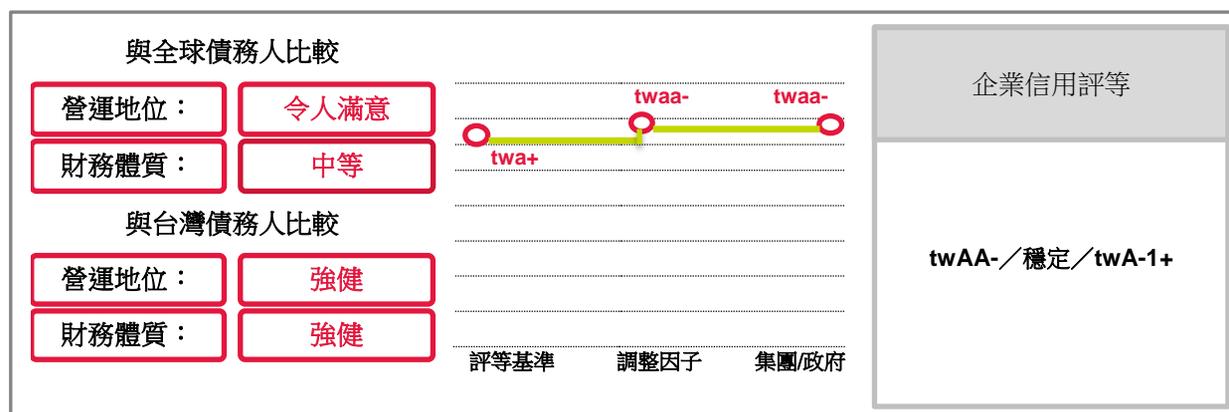
集團支持

評等評分摘要

調節表

相關準則與研究

台灣塑膠工業股份有限公司



評等理由

營運地位：強健	財務體質：強健
<ul style="list-style-type: none"> 強健的營運效率與產品分散性。 在國內石化與煉油產業中強健的市場地位。 非核心事業投資的風險偏高。 大宗化學品產業的高景氣循環波動性。 資產集中性以及在環境保護方面逐漸提高的法規風險。 	<ul style="list-style-type: none"> 預期台塑集團四家核心公司2016至2017年的財務槓桿比率與現金流量適足率將可得到改善。 在降低對台塑河靜鋼鐵公司的持股比率之後逐漸降低對該公司借款提供的擔保金額。 可處分的投資部位有助提升該四家核心公司的財務彈性。

評等展望：穩定

「穩定」的評等展望係基於：中華信評評估認為，台塑集團四家核心公司應可藉由改善其營運現金流量，持續降低該集團的借款水準。相對較低的資本支出、以及台塑集團逐漸降低其對台塑河靜鋼鐵公司借款提供的擔保金額，亦使得該集團來自本業之現金流量（FFO）對借款比將有所提升。中華信評預期，台塑集團2016年的FFO對借款比將介於40%至45%間，且2017年可能上升至略高於50%的水準。

評等下調情境

若台塑集團四家核心公司的FFO對借款比長期維持在25%以下，則中華信評可能會調降該集團四家核心公司的長期信用評等。可能導致前述低於預期之表現的情況包括：(1) 市場情勢因區域內的經濟景氣較預期為弱而明顯轉差；或是(2) 台塑集團採取更為積極且遠超出中華信評基本假設情境設想的現金股利配發政策或資本支出規模。

評等上調情境

若台塑集團四家核心公司能在景氣循環中持續將其FFO對借款比維持在45%以上，則中華信評便可能調升其評等。可能導致前述評等調升的情況包括：(1) 採行更保守的財務政策，將該集團的借款水準維持在較目前明顯為低的水準；或(2) 藉由調整產品組合，增加具高附加價值產品的營收占比，或是提高其營運地理分散性，進而使該集團的獲利及獲利穩定度提升；或(3) 持續改善成本

競爭力，例如該集團在其主要出口市場面臨的關稅障礙下降。

中華信評基本情境假設

假設	重要指標			
<ul style="list-style-type: none"> 標普全球評級預估，中國2016年與2017年的GDP成長率將分別達6.6%與6.4%；台灣2016年與2017年的GDP成長率則為0.9%與2.0%；亞太地區2016年與2017年的GDP成長率則均為5.4%。 主要大宗化學產品訂價仍將因低油價而維持在較低水準。不過進料成本的降低，應可使化學品的終端需求與產品價差獲得改善。 台塑集團四家核心公司2016年至2017年的產能利用率應可維持。 2016年至2017年資本支出規模將維持在較低水準。 在該集團現金流量產生能力逐漸改善與2016年至2017年間資本支出有限的支應下，借款槓桿比將進一步下降。 				
		2015A	2016E	2017E
	EBITDA利潤率	15.2%	18%- 22%	16%- 20%
	FFO/借款	31.6%	40%- 45%	49%- 53%
	FOCF/借款	44.3%	40%- 45%	35%- 40%
A—實際值；E—估計值；FFO—來自本業之現金流量； FOCF—自由營運現金流量。				

公司簡述

台灣塑膠工業股份有限公司（台塑）為台灣以總資產排名最大的民營工業集團。另三家台塑集團核心公司分別為：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）。台塑集團四家核心公司的營運高度垂直整合，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）。高度整合的麥寮六輕廠為台塑集團四家核心成員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)、乙烯乙酸乙酯(EVA)、亞克力棉、丙烯酸酯、丙烯腈(AN)、甲醛丙烯酸甲酯(MMA)、環氧氯丙烷(ECH)、甲基第三丁基醚(MTBE)、碳纖維、超強吸水聚合物(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、抗氧化劑和改性劑、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

營運地位：強健

台塑集團四家核心公司的營運地位評估結果係反映：中華信評認為，台塑集團四家核心公司在台灣大宗化學市場中占有的主導地位、良好的產品分散性與強大的規模經濟、加上其高度整合的生產流程，應可繼續協助其維持強健的競爭地位與令人滿意的獲利率表現。不過，該四家核心公司因生產設備高度集中於同一地點而持續面臨資產集中性風險，以及亞太地區化學品市場供給過剩情況的持續，將部分抵銷該集團四家核心公司的前述評等優勢。

在中國鋼鐵股份有限公司（中鋼）以及JFE鋼鐵公司入股台塑河靜鋼鐵公司後，台塑集團四家核心公司對越南台塑河靜鋼鐵公司的持股比率已經下降。台塑對河靜鋼廠的持股比率，已由2013年時的近90%，下降至2016年6月底時的49.575%。不過，中華信評認為，該項投資計畫因投資地點而面臨較高的國家風險，且以台塑集團四家核心公司在鋼鐵業方面的營運經驗有限來看，該計畫的執行風險亦偏高，且將會持續對該集團營運績效造成額外的風險。再者，儘管東協國家市場中仍有供給不足的現象存在，但就整體亞洲鋼鐵業來看，未來二至三年中可能仍將供給過剩。

此外，美商美光科技股份有限公司（美光科技）完成對華亞科技股份有限公司（華亞科技）的收購行動後，台塑集團對波動的 DRAM（動態隨機存取記憶體）市場的投入程度將進一步減少。中華信評並不預期台塑集團在未來幾年內將對其另一家高科技子公司——南亞科技股份有限公司（南亞科技）進行注資，因為該公司已退出主流 DRAM 市場，並使用美光科技所授權的製程技術。

中華信評認為，未來幾年，台塑集團四家核心公司仍將因生產設備高度集中於同一地點而持續面臨資產集中性風險。台塑集團四家核心公司的總營收中，來自麥寮六輕的貢獻即占 70% 以上。由此可見，麥寮六輕的營運若出現任何明顯的中斷情況，將可能對該四家核心公司的營運績效與現金流量造成重大影響。不過，中華信評認為，台塑集團四家核心公司 2012 年至 2013 年期間在強化安全措施方面的大幅投資以及提高設備維護資本支出的計畫，已經大幅降低未來二至三年麥寮六輕廠區面臨的營運風險。

中華信評認為，相對於來自於煤化工的化學產品，目前偏低以及相對穩定的全球原油價格，將可在 2016 至 2017 年，持續支撐石油相關化學品之成本結構，並縮窄其相對於以油井伴生天然氣與頁岩氣為原料所生產化學品的成本劣勢。此外，中華信評認為，投入成本的下降將可增加產品的利潤空間，並能部分抵銷亞太地區化學品需求在中國 GDP 成長減緩之際持續疲弱不振對石化業者造成的負面影響。另外，中華信評也預期，較低的油價應可在未來一至二年中帶動化學品消費量的提高，且將有助於維持台塑集團的整體利潤空間。

中華信評基本情境下的營運狀況假設

中華信評對台塑集團四家核心公司的基本營運情境假設為：2016年的營收將衰退約10%，2017年則有低至中個位數的成長幅度；另外預估該四家核心公司2016年至2017年的EBITDA利潤率將在16%至22%間。中華信評對台塑集團四家核心公司的基本營運情境有以下幾項假設：

- 標普全球評級預估，中國2016年與2017年的GDP成長率將分別達6.6%與6.4%；台灣2016年與2017年的GDP成長率則為0.9%與2.0%；亞太地區2016年與2017年的GDP成長率均為5.4%。
- 根據標普全球評級預估，目前至2016年底布蘭特原油均價在每桶42.5美元，2017年為每桶45美元。
- 主要大宗化學產品的產品訂價在2016年至2017年間仍將維持在較低水準，主要為預期原油將維持低價。不過，中華信評預期，石油相關化學產品的產品價差將會擴大，主要的支持因素在於投入成本的下降，且附加價值較高的產品銷量正逐漸提升。此外，儘管中國GDP成長較為緩慢，但較低的產品價格仍將刺激需求。
- 台塑石化2016年至2017年的煉油設備利用率將維持在88%至90%之間，該公司2015年時的煉油設備利用率為88%，較2013年至2014年時的85%為佳；同時未來兩年烯烴設備的利用率應可維持在95%至96.5%的偏高水準。

財務體質：強健

中華信評預期，台塑集團四家核心公司將會利用其營運現金流量以及逐漸降低其對台塑越南河靜鋼鐵公司借款提供的擔保金額等方式，持續降低該集團的借款水準。另外，中華信評預期，該集團應可在低資本支出需求以及獲利能力提升的支應下，產生較強健的自由營運現金流量。然而，中華信評認為，台塑集團四家核心公司在績效表現提升與資本支出計劃規模下降後，預料該集團2016年與2017年的現金股利配發率，可能會由2015年的53%左右，提高至70%。不過，中華信評預估，台塑集團四家核心公司2016至2017年的FFO對借款比，將從2015年的31.6%提高至40%至50%間。不過，以台塑集團較為積極的成長偏好（例如其位於美國的潛在投資案）來看，中華信評並不預期該集團的借款槓桿比之後將會進一步下降。

中華信評基本情境下的現金流量與資本結構假設

中華信評對台塑集團四家核心公司基本情境下的現金流量與資本結構係基於以下幾項假設：

- 台塑集團四家核心公司將在2016年時收到之前為台塑河靜鋼鐵公司採購設備之預付款的還款，金額為新台幣158億元；同時，在台塑河靜鋼鐵公司的銀行借款進行再融資作業後，台塑四家核心公司對河靜鋼鐵廠提供擔保的規模在2016年將增加新台幣80至90億元，但預計在2017年應可減少新台幣550至600億元。
- 台塑集團四家核心公司收到來自南亞科技對公司間往來的還款，在2016年的金額約為新台幣35億元。
- 2016年及2017年的資本支出將維持在介於新台幣370億元至新台幣420億元之間的較低水準。另外，中華信評認為，在前述中華信評對台塑集團四家核心公司資本支出規模的預估期間，該集團應不會對台塑河靜鋼鐵公司額外注入資本。
- 台塑集團四家核心公司2016年與2017年的現金轉換週期大致維持不變，並與其營運資金管理政策一致。
- 2016年至2017年，現金股利配發率將提高至前一年淨利的約70%，2016年至2017年平均稅率則將維持在與2015年時相同的水準。

財務概要

表 2 | 圖表下載

台塑集團四家核心公司 -- 財務概要

產業別：大宗化學品

--年度截至12月31日止--					
(新台幣百萬元)	2015	2014	2013	2012	2011
營業收入	1,139,093	1,439,399	1,449,370	1,276,292	1,292,664
EBITDA	173,458	97,602	141,753	95,887	193,328
來自本業之現金流量(FFO)	160,856	93,522	126,242	92,599	186,283
來自繼續營運部門的淨利	110,015	66,962	78,354	27,100	99,797
營運現金流量	271,921	90,696	110,712	83,236	123,797
資本支出	46,724	38,757	97,568	71,089	55,420
自由營運現金流量	225,198	51,940	13,144	12,147	68,377
自由運用現金流量	189,390	5,036	-676	-55,731	-60,810
現金與短期投資	227,726	168,490	73,435	76,595	82,875
借款	508,661	574,369	627,715	612,438	513,890
股東權益	839,961	816,512	725,995	633,416	680,671
調整後財務比率					
EBITDA利潤率 (%)	15.2	6.8	9.8	7.5	15.0
資本報酬率 (%)	10.0	5.9	8.0	3.4	11.1
EBITDA 利息保障倍數 (x)	20.2	9.8	14.1	9.1	22.3
FFO 現金利息保障倍數 (x)	17.8	10.2	13.2	9.9	24.0
借款/EBITDA (x)	2.9	5.9	4.4	6.4	2.7
FFO/借款 (%)	31.6	16.3	20.1	15.1	36.2
營運現金流量/借款 (%)	53.5	15.8	17.6	13.6	24.1
自由營運現金流量/借款 (%)	44.3	9.0	2.1	2.0	13.3
自由運用現金流量/借款 (%)	37.2	0.9	(0.1)	(9.1)	(11.8)

流動性：強健

中華信評認為，以台塑集團四家核心公司2016年至2017年的流動性來源對流動性用途比應可維持在1.7倍至1.8倍之間來看，台塑集團四家核心公司的流動性在強健等級，足以支應其未來24個月的營運調度需求。中華信評認為，即便在台塑集團的EBITDA減少30%的情況下，該集團同一期間的流動性來源仍將超過其流動性用途而有餘。另外，中華信評認為，台塑集團四家核心公司與銀行間穩健的往來關係以及整體而言較高的信用地位應可為其財務彈性提供支持，而這點可由該集團享有非常低的借款利率獲得印證。此外，中華信評預期，由於台塑集團四家核心公司借款部位的財務限制條款較寬鬆，因此預料該集團四家核心公司應可很容易地達到相關條款中對該集團流動比率、負債對股東權益比、利息保障倍數以及淨值等方面的規定。

主要流動性來源	主要流動性用途
<ul style="list-style-type: none"> 現金與短期投資：2016年6月底時為新台幣2,680億元。 FFO：2016年至2017年間為每年新台幣1,700億元至新台幣1,800億元。 	<ul style="list-style-type: none"> 到期借款加上需償還之短期借款：未來12個月內約為新台幣1,430億元。 資本支出：2016年約為新台幣370億元，2017年約為新台幣420億元。 現金股利配發率：約為前一年淨利的70%。

其它信用考量因素

中華信評對台塑集團四家核心公司資本結構品質的評估看法為正向，此項評估結果可為台塑集團四家核心公司的集團信用結構（group credit profile；簡稱GCP）提供向上1個級距的調整空間。中華信評前述正向看法係基於：台塑集團四家核心公司對其他台塑集團成員有大量持股，其中包括台塑美國公司（FPC USA；標普全球評級評等：BBB+／穩定／--）以及麥寮汽電股份有限公司（麥寮汽電）等獲利亮眼的公司，而對這些獲利良好公司的持股可在合理的期間內完成處分。2015年底時，該四家核心公司的長期投資部位合計約為新台幣3,260億元。台塑美國公司與麥寮汽電2015年為該四家核心公司帶進的投資收益即達新台幣113億元，而其它投資在同期間內為該四家核心公司帶進的投資收益則約為新台幣58億元。至於其它調整因子項目的評估結果則並不影響該四家核心公司的評等。

集團支持

台塑、南亞塑膠、台化及台塑石化的評等結果係反映其在台塑企業集團中的核心成員地位。中華信評認為，就該四家核心成員間的營運高度整合，且策略規劃與財務管理均統籌由總管理處負責，以及具有相同的經營控制權股東結構的情況來看，該四家核心公司的營運業務實具有不可分割性，因此不論在營運或財務方面，該四家核心公司都將會互相支援。基於此，中華信評在分析台塑集團四家核心成員的信用品質時，係將該四家營運公司視為一個單一合併個體。同時，中華信評採取合併該四家核心公司財報的方式來評估其GCP；在此基礎上，台塑集團四家核心公司的個別長期企業信用評等等級均與其目前為「twaa-」的GCP等級相同。

評等評分摘要

企業信用評等：twAA-／穩定／twA-1+

註：此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
- 產業風險：略高
- 競爭地位：強健

財務體質：中等

- 現金流量／槓桿比：中等

評等基準：twa+

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）
- 流動性：強健（無影響）
- 財務政策：中性（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（Stand-alone credit profile；簡稱SACP）：中華信評並未分別對台塑集團四家核心公司授予其SACP。

- 集團信用結構：twaa-
- 集團地位：核心

調節表

表 3 | 圖表下載

經中華信評調整之台塑集團四家核心公司帳列數調節表

--會計年度截至2015年12月31日止--

(新台幣百萬元)	借款	EBITDA	營業利益	利息費用	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	492,137.8	164,562.2	93,954.0	7,679.4	164,562.2	272,837.2	47,639.5
中華信評調整項目							
利息支出(帳列數)	--	--	--	--	(7,679.4)	--	--
利息收入(帳列數)	--	--	--	--	11,176.3	--	--
當期租稅費用(帳列數)	--	--	--	--	(15,182.6)	--	--
剩餘現金	(170,794.2)	--	--	--	--	--	--
資本化利息	--	--	--	916.0	(916.0)	(916.0)	(916.0)
來自股權投資之股利	--	8,895.9	--	--	8,895.9	--	--
非營運利益(費用)	--	--	45,297.9	--	--	--	--
借款 - 保證	187,317.4	--	--	--	--	--	--
總調整	16,523.2	8,895.9	45,297.9	916.0	(3,705.7)	(916.0)	(916.0)
	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
中華信評調整後數據	508,661.0	173,458.0	139,251.9	8,595.3	160,856.4	271,921.2	46,723.5

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。

相關準則與研究

相關準則

- **General Criteria: Methodology: Timeliness Of Payments: Grace Periods, Guarantees, And Use Of 'D' And 'SD' Ratings - October 24, 2013**
- **General Criteria: Guarantee Criteria - October 21, 2016**
- **General Criteria: Methodology For Linking Short-Term And Long-Term Ratings For Corporate, Insurance, And Sovereign Issuers - May 7, 2013**
- **General Criteria: Use Of CreditWatch And Outlooks - September 14, 2009**
- **General Criteria: National And Regional Scale Credit Ratings - September 22, 2014**
- **General Criteria: S&P Global Ratings' National And Regional Scale Mapping Tables - June 1, 2016**
- **認識中華信評評等定義, www.taiwanratings.com - November 18, 2014**
- **TRC Corporate Sector Issue Rating Criteria, www.taiwanratings.com - November 25, 2014**
- **Criteria - Corporates - General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers - December 16, 2014**
- **Criteria - Corporates - Industrials: Key Credit Factors For The Oil Refining And Marketing Industry - March 27, 2014**

- **Criteria - Corporates - Industrials: Key Credit Factors For The Commodity Chemicals Industry** - December 31, 2013
- **General Criteria: Methodology For Crude Oil And Natural Gas Price Assumptions For Corporates And Sovereigns** - November 19, 2013
- **Criteria - Corporates - General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments** - November 19, 2013
- **General Criteria: Methodology: Industry Risk** - November 19, 2013
- **General Criteria: Group Rating Methodology** - November 19, 2013
- **Criteria - Corporates - General: Corporate Methodology** - November 19, 2013
- **General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities And Insurers** - November 13, 2012
- **Criteria - Corporates - General: 2008 Corporate Criteria: Rating Each Issue** - April 15, 2008
- **General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions** - November 19, 2013

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於www.standardandpoors.com，欲進入該網站需註冊申請帳號。)

評等表

目前評等	企業信用評等	twAA- / 穩定 / twA-1+
評等歷史	2014/10/29 2011/08/02	twAA- / 穩定 / twA-1+ twAA- / 負向 / twA-1+

著作權 © 2016 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、時效性或是可利用性。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、顧問與／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。

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開，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（免費）與 rs.taiwanratings.com.tw（訂閱），並可透過其它方式，包括中華信評出版品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。