

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 / david.hsu@spglobal.com

第二聯絡人：

許智清, CFA; (886) 2 8722-5827;

raymond.hsu@taiwanratings.com.tw / raymond.hsu@spglobal.com

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

集團影響

評等評分摘要

債務發行信用評等

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	財務體質
- 在國內石化與煉油產業中強健的市場地位。 - 強健的營運效率與產品分散性。 - 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。 - 資產集中性風險。	- 由於營運現金流量仍維持強健，且2017年至2018年基本情境假設下的資本支出規模相對較低，借款槓桿比將逐步下降。 - 台塑河靜鋼鐵公司的擔保金額逐漸降低。 - 流動性在強健等級。

評等展望：正向

「正向」的評等展望係反映：中華信評認為，台塑集團應可在未來的一至二年期間繼續維持其獲利能力與現金流量表現，進而協助其進一步降低借款水準。而前述情況的發展也將明顯增加該集團的財務緩衝空間，協助其因應核心事業與非核心投資事業方面可能面臨的潛在市場波動，以及該集團在美國新增的龐大支出所需。基於此，中華信評在考量產業波動與台塑集團的投資需求後，預估該集團的FFO對借款比應可維持在45%以上的水準。

評等上調情境

若中華信評認為，在考量產業波動性以及台塑集團即將在美國進行大規模投資等因素下，該集團仍能持續降低其借款水準，並將其FFO對借款比持續保持在45%以上，則中華信評可能會調升該集團四家核心公司的評等。可能導致前述評等調升的情況為：若該集團能在未來一至二年期間藉由調整產品組合，增加具高利潤率產品的營收占比，使該集團目前已有所提升的獲利能力與現金流量表現持續維持。且該集團也必須要能維持其財務紀律（包括現金股利發放、借款偏好、以及成長策略），使其即將進行的路易斯安那州投資計畫不致於在興建期間大幅增加該集團的借款槓桿比。

評等下調情境

若台塑集團無法明顯降低其借款水準並大幅提升其現金流量比，致使中華信評評估認為該集團將無法在景氣循環期間將其FFO對借款比維持在45%以上，則中華信評可能會將該集團四家核心公司的評等展望調回「穩定」。可能導致前述表現的情況包括：(1)市場情勢因區域內的經濟景氣較中華信評原先的預期為弱而明顯轉差；或是(2)台塑集團採取更為積極且明顯超出中華信評基本假設情境設想的現金股利配發水準或資本支出規模。

中華信評基本情境假設

假設

- 2017年與2018年布蘭特原油價格為每桶50美元，自2019年則為每桶55美元。
- 在2016年的強勁表現之後，石油相關化學產品的產品價差應可在2017年回歸正常，而且標普全球評級也預期，不同系列的產品價差可能會出現明顯的差異。然而儘管亞太區各化學產品的供需平衡狀態明顯不同，不過標普全球評級認為，整體而言應該會有與亞太區GDP成長幅度相當、約在中間個位數百分比的成長表現。此外，標普全球評級認為，西歐、印度以及中國GDP成長率的逐步提高，亦將對全球石化產品的需求形成支撐。
- 台塑集團四家核心公司2017年的營收應可在產品價格上漲與需求小幅回升的帶動下出現增長，幅度將在7%至10%間。而2018年與2019年的營收則可望有低至中間個位數的成長。
- 台塑石化2017年至2018年的煉油設備利用率將維持在86%至88%之間，較該公司2016年時的煉油設備利用率89.5%略低；未來兩年烯烴設備的利用率應可維持在95%至96%的較高水準。
- 台塑集團2017年的EBITDA利潤率應可維持在約20%的水準，2018年至2019年則可望維持在17%至18%間，主要的支持因素在於：預期市場情況將可維持相對穩定、該集團來自具較高附加價格產品的營收將會逐步增加、而且生產效率應可更為提高。
- 2017年至2018年的資本支出規模將小幅提高至新台幣500億元至新台幣600億元間。至於美國路易斯安那廠的主要投資支出則將自2019年開始。
- 台塑集團2017年與2018年對其越南鋼鐵廠借款提供的擔保金額將每年減少約台幣250億元。同時，中華信評並假設該集團將在2017年2018年對台塑河靜鋼鐵廠進行二次現金增資（每次為新台幣75億元）。
- 台塑集團將在2017年期間收到來自其關係企業南亞科技對公司間往來的還款，金額為新台幣125億元。
- 未來兩年的現金股利配發率將維持在前一年淨利的約70%；2017年至2018年平均稅率則將維持在與2016年時相同的水準。
- 2017年至2018年的利率將持平。

重要指標

	2016A	2017E	2018E
EBITDA利潤率	21.5%	20.5%-21.5%	17.5%-18.5%
FFO/借款	46%	50%-55%	50%-55%
FOCF/借款	31.5%	35%-45%	30%-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、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

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。

中華信評預期，在目前油價持續偏低，且市場供需情況亦可望隨全球經濟景氣回升而漸獲改善的支持之下，台塑集團的獲利能力與現金流量表現應可在未來一至二年期間繼續保持在相對強健的水準。標普全球評級認為，在頁岩油的產出量持續成長下，2017年至2019年的全球原油價格可望維持在較低水準，預估每桶油價將在50美元至55美元間。相對於以煤與頁岩氣為原料的化學廠而言，低油價情勢已在過去幾季中提升了輕油裂解化學廠的成本競爭優勢，並擴大了台塑集團的產品價差幅度。此外，中國實施更為嚴格的環保法規標準已經使不具效率的產能減少，並適度減輕了亞太地區的供給過剩問題。

中華信評預期，未來一至二年期間，較低的油價將可持續促進石化產品的消費，並對台塑集團維持其整體產能利用率與獲利空間形成支撐。另外，中華信評預期，台塑集團將繼續強化其產品組合結構，提高其中高附加價值產品的占比，以因應亞太地區多數大宗化學品仍然面臨供給過剩的情勢。但是，主要的產業風險，包括油價的大幅波動、亞太區多數大宗化學品所處的持續供給過剩情勢、以及中國經濟面臨的下行風險等，都可能會在未來的二至三年期間測試台塑集團目前在獲利能力與現金流量方面維持的強度。

中華信評預期，台塑集團的四家核心公司與越南鋼鐵廠的業務及財務風險應能維持在（或低於）目前49.575%股權的水準。然而，中華信評認為，雖然市場狀況持續改善且東協國家的供給不足，但由於台塑集團在經營鋼鐵業方面的經驗有限，越南鋼鐵廠將持續為該集團帶來額外的風險，因為該項計畫所面臨的國家風險與執行風險較高。

中華信評認為，未來幾年，台塑集團四家核心公司仍將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。

然而，中華信評認為，台塑集團在強化安全措施方面的大幅投資以及提高維持性資本開支的作

法，將在未來兩年間持續為麥寮六輕穩定的績效表現提供支持。此外，中華信評亦預期，路易斯安那州的投資計畫將可在中期內協助台塑集團降低前述集中性風險。

財務體質：

中華信評預期，台塑集團應可持續降其借款水準；支持此看法的理由在於：該集團的營運現金流量仍相當強勁、且其對越南台塑河靜鋼鐵廠借款提供的擔保金額業在逐步降低、另外則是中華信評預期該集團2017年至2018的資本支出規模將相對較低，台塑集團四家核心公司將持續降低該集團的借款水準。再者，台塑河靜鋼鐵廠已經順利量產，且此時亞太區鋼鐵市場出現的需求逐步復甦趨勢，則將降低該越南鋼鐵廠在未來一至二年期間面臨的現金流量風險。基於此，中華信評預估，台塑集團2017年至2018年的FFO對借款比應可提升至50%至55%間。

財務概要

表 2 | 圖表下載

台塑集團四家核心公司 -- 財務概要					
--年度截至12月31日止--					
(新台幣百萬元)	2016	2015	2014	2013	2012
營業收入	1,058,828	1,139,093	1,439,399	1,449,370	1,276,292
EBITDA	227,635	173,458	97,602	141,753	95,887
來自本業之現金流量(FFO)	214,434	160,856	93,522	126,242	92,599
來自繼續營運部門的淨利	156,515	110,015	66,962	78,354	27,100
營運現金流量	181,503	271,921	90,696	110,712	83,236
資本支出	34,301	46,724	38,757	97,568	71,089
自由營運現金流量	147,202	225,198	51,940	13,144	12,147
自由運用現金流量	67,559	189,390	5,036	(676)	(55,731)
現金與短期投資	265,450	227,726	168,490	73,435	76,595
借款	466,640	508,661	574,369	627,715	612,438
股東權益	900,944	839,961	816,512	725,995	633,416
調整後財務比率					
EBITDA利潤率(%)	21.5	15.2	6.8	9.8	7.5
資本報酬率(%)	13.9	10.0	5.9	8.0	3.4
EBITDA 利息保障倍數(x)	32.2	20.2	9.8	14.1	9.1
FFO 現金利息保障倍數(x)	26.2	17.8	10.2	13.2	9.9
借款/EBITDA(x)	2.0	2.9	5.9	4.4	6.4
FFO/借款(%)	46.0	31.6	16.3	20.1	15.1
營運現金流量/借款(%)	38.9	53.5	15.8	17.6	13.6
自由營運現金流量/借款(%)	31.5	44.3	9.0	2.1	2.0
自由運用現金流量/借款(%)	14.5	37.2	0.9	(0.1)	(9.1)

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：強健

中華信評認為，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。中華信評預期，台塑集團四家核心公司在前述預估期間內的流動性來源對流動性用途比應可維持在1.5倍至1.6倍的水準，而且即便在台塑集團的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，該集團應可很容易地達到其借款部位中的財務限制條款規定。

主要流動性來源	主要流動性用途
- 現金與短期投資：2017年6月底時為新台幣2,990億元。 - FFO：2017年至2018年間為每年新台幣1,800億元至新台幣1,950億元。	- 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1,480億元。 - 資本支出：2017年約為新台幣570億元，2018年約為新台幣640億元。 - 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）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。2016年底時，該四家核心公司的長期投資部位合計約為新台幣3,340億元。台塑美國公司與麥寮汽電2016年為該四家核心公司帶進的投資收益即達新台幣106億元，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84億元。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。

集團影響

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「bbb+」的GCP等級相同。

評等評分摘要

企業信用評等：twAA-／正向／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

債務發行信用評等

資本結構

台灣塑膠工業股份有限公司：該公司2016年底時的資本結構組成包括：新台幣128億元的擔保債務、新台幣1,090億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣171億元的無擔保債務（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（例如越南鋼鐵廠）的擔保借款。

南亞塑膠工業股份有限公司：該公司2016年底時的資本結構組成包括：新台幣61億元的擔保債務、新台幣1,452億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣228億元的無擔保債務（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（例如越南鋼鐵廠）的擔保借款。

台灣化學纖維股份有限公司：該公司2016年底時的資本結構組成包括：新台幣126億元的擔保債務、新台幣1,130億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣500億元的無擔保債務（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（例如越南鋼鐵廠）的擔保借款。

台塑石化股份有限公司：該公司2017年6月底時的資本結構組成包括：新台幣165億元的擔保債務、新台幣830億元的無擔保債務。母公司層級的無擔保債務包括對其他相關機構（例如越南鋼鐵廠）的擔保借款。

分析結論

中華信評對台塑四家核心公司無擔保普通公司債的債務發行信用評等與台塑集團四家核心公司為「twAA-」之發行體信用評等在相同等級。中華信評評估認為台塑四家核心公司的債務發行信用評等與其發行體信用評等在相同等級，主要是因為該四家公司的資本結構並未包含明顯的次順位風險。

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2016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	463,833.1	216,349.4	145,944.4	6,716.8	216,349.4	181,862.0	34,660.3
中華信評調整項目							
利息支出 (帳列數)	--	--	--	--	(6,716.8)	--	--
利息收入 (帳列數)	--	--	--	--	17,870.8	--	--
當期租稅費用 (帳列數)	--	--	--	--	(23,995.1)	--	--
剩餘現金	(199,087.1)	--	--	--	--	--	--
資本化利息	--	--	--	359.4	(359.4)	(359.4)	(359.4)
來自股權投資之股利	--	11,285.5	--	--	11,285.5	--	--
非營運利益 (費用)	--	--	46,338.9	--	--	--	--
借款 - 保證	201,893.7	--	--	--	--	--	--
總調整	2,806.5	11,285.5	46,338.9	359.4	(1,915.0)	(359.4)	(359.4)
	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	466,640	227,635	192,283	7,076	214,434	181,503	34,301

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

- Criteria - Corporates - General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings - September 21, 2017
- Criteria - Corporates - General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers - December 16, 2014
- General Criteria: Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings - April 07, 2017
- 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
- 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
- General Criteria: National And Regional Scale Credit Ratings - September 22, 2014
- General Criteria: Methodology: Timeliness Of Payments: Grace Periods, Guarantees, And Use Of 'D' And 'SD' Ratings - October 24, 2013
- General Criteria: Use Of CreditWatch And Outlooks - September 14, 2009
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions - November 19, 2013
- 認識中華信評評等定義 - November 18, 2014
- General Criteria: Guarantee Criteria - October 21, 2016
- General Criteria: S&P Global Ratings' National And Regional Scale Mapping Tables - June 01, 2016

相關研究

- 新聞稿：借款槓桿比逐漸下降，台塑集團四家核心公司評等展望調為「正向」，「twAA-/twA-1+」評等獲確認, www.taiwanratings.com – October 18, 2017

(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-/正向/twA-1+
評等歷史	2017/10/18 2014/10/29	twAA-/正向/twA-1+ twAA-/穩定/twA-1+

著作權 © 2017 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况並不承擔任何責任，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。