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：

賴冠伃，台北 (886) 2-2715-6825; irene.lai@taiwanratings.com.tw, irene.lai@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	主要風險
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。	更嚴重的產業下挫形勢，可能導致四大公司 2024 年至 2025 年的獲利衰退幅度超出中華信評的預期水準。
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。	台塑企業四大公司的績效表現與現金流量，仍易因原油與大宗化學品價格波動而受影響。
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。	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。
暢通的融資管道以及與銀行間的穩固關係，為允當的流動性提供支撐。	借款槓桿比相對於目前評等偏高，導致其因應產業衰退期延長的財務緩衝空間縮小。

獲利能力疲弱的時間可能將持續至 2024 年底。持續低迷的中國不動產市場可能會延遲需求成長顯著反彈的時間。同時，中國產能大幅增加以及需求疲弱可能導致產能利用率維持在較低水準。再加上油價居高不下，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）、**台塑石化股份有限公司**的所面臨的產品價格壓力可能因此升高。中華信評預測，2024 年四大公司的獲利能力仍將處於低谷。

儘管如此，中華信評認為，中國政府更為積極的財政與貨幣刺激措施將使 2025 年的需求成長增強。此外，中國政府應會採取行動來抑制中國過度生產與價格競爭，進而支持產品價格。再加上油價可能下跌，投入原料成本應可因此降低，產品價差亦可因而獲得支撐。不過中華信評預期，未來兩年產能仍將嚴重過剩，並將四大公司的獲利能力限制在明顯低於過去產業循環週期中期的水準。

中國產能長期過剩導致信用風險升高。未來二至三年，中國在從基礎化學品至中間化學品，以及下游塑膠與纖維的增產上將持續領先全球。中華信評認為，並無跡象顯示中國在 2026 年將乙烯總產能提升至每年約 7,000 萬噸的進程將明顯減緩。由於中國的需求成長緩慢，因此就產能而言，中國大多數大宗化學品將因而實現需求自給自足。因油價長期偏高而衍生的高投入原料成本壓力將因此加劇，並延續一段較長時間。

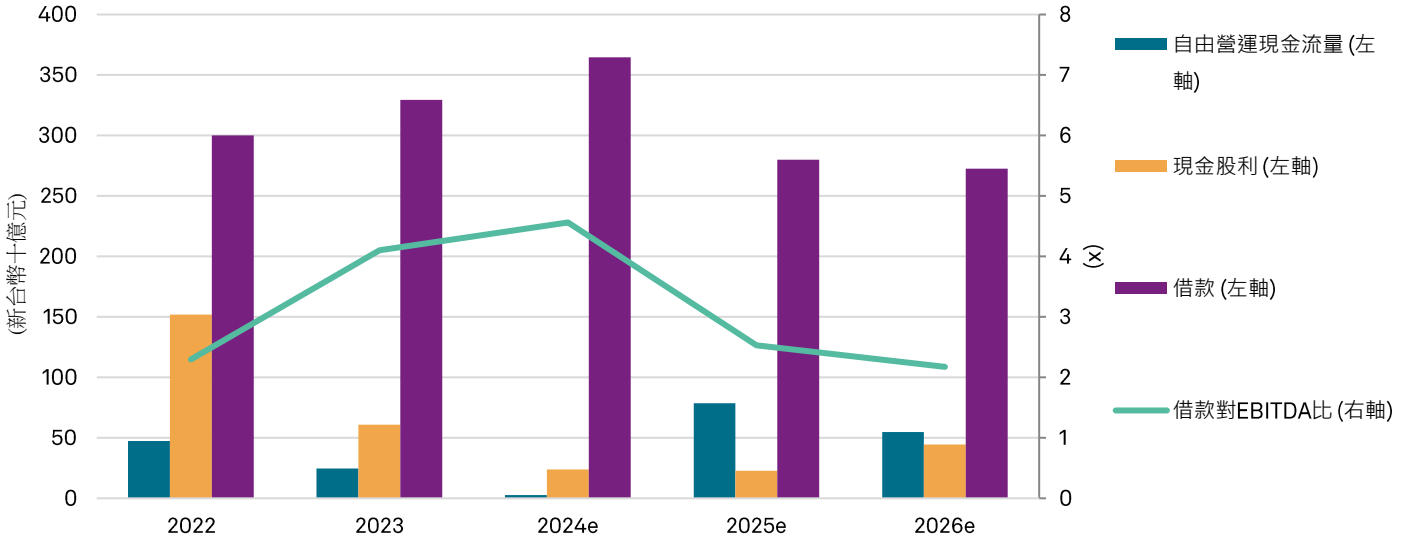
此外，由於新建的大型一貫化煉油與化學品生產基地因採用最先進技術使成本結構具競爭力，來自前述生產基地的成本競爭可能會對四大公司造成壓力。長期而言，前述因素恐削弱四大公司的成本競爭力並提高其營運風險。四大公司正持續將業務轉向特用與環境友善化學品，如用於半導體的精細化學品以及再生塑膠與纖維。儘管如此，中華信評認為，前述策略仍需時間方能帶來明顯的差異化。

儘管中華信評的基本情境假設存在重大下行風險，但在整個景氣循環週期中，四大公司的借款槓桿比將維持在 2.5 倍以下。中華信評預測，由於獲利能力疲弱，且營運資金流出導致借款增加，四大公司 2024 年的借款槓桿比仍將維持在偏高水準。不過，未來兩年四大公司應可藉由提升獲利能力與現金流量降低借款水準，並將合併借款對 EBITDA 比改善至 2.5 倍以下。

儘管中華信評認為，由於亞洲化學品業出現結構性的轉變，加上中國化學品的自給自足率快速提升，同時需求成長有所減緩，未來三至四年四大公司的獲利能力不太可能恢復至過去產業循環週期的水準。中華信評亦認為，四大公司向特用精細化學品與材料轉型的策略，就長期而言將會限制其資本支出，再加上中華信評預期四大公司將會採取穩定的股利政策並維持有限的財務風險偏好，四大公司應仍可在整個景氣循環週期中將合併借款對 EBITDA 比維持在 2.5 倍以下。

圖 1 | 圖表資料下載

四大公司的合併槓桿應於2024年達到高峰



資料來源：公司資料與中華信評估計值 (e)。

評等展望：負向

「負向」的評等展望係反映存在顯著的風險，亞洲化學品市場的長期供給過剩現象可能會使台塑企業四大公司未來 12 至 24 個月內的獲利水準難以回升，且其借款對 EBITDA 比亦難以恢復至 2.5 倍以下的水準。中華信評預期，由於中國政府刺激不動產市場與消費的措施使需求成長加速，四大公司獲利能力將在同一期間逐步恢復，且現金股利配發與資本支出金額將維持穩定。基於前述預期，中華信評在其基本情境中假設四大公司的槓桿比仍將逐漸降低。不過，由於四大公司的評等緩衝空間有限，產能持續增加與經濟成長速度趨緩（特別是中國）對四大公司的評等構成顯著風險。

評等下調情境

若未來 12 至 24 個月台塑企業四大公司的合併借款對 EBITDA 比未能降低至 2.5 倍以下的水準，則中華信評可能會調降該四大公司的長期評等。可能導致前述比率未能降低的情境包括：

- 在大宗化學品業高度競爭且來自美國與中東天然氣化學品業者的競爭亦加劇的情況下，若四大公司無法維持其成本優勢或分散其業務，則產能大幅增加與中國需求成長速度趨緩將導致供給持續過剩，進而使產品價格與產品價差受限；或
- 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

若台塑四大公司能夠改善並維持其合併借款對 EBITDA 比在接近 2.5 倍的水準，則中華信評可能會將四大公司的評等展望調回「穩定」。可能導致前述情況的情境包括：

- 未來一至二年四大公司能夠透過維持成本與產品差異化方面的優勢來應對來自新產能的競爭，進而在市場吸收大幅增加的產能（特別是中國）之際顯著提升其獲利能力。亞洲（特別是中國）的化學品需求持續強勁成長，或原料成本明顯下跌亦可能有助於四大公司提升其獲利能力；或
- 四大公司將借款降至低於中華信評目前的假設，可能方法為大幅減少資本支出或降低股利配發率或處分投資。不過中華信評認為，前述情境發生的可能性較低。

中華信評基本情境假設

假設

- 標普全球評級預測，隨著出口復甦且與人工智慧應用相關的需求激增，台灣 2024 年的經濟成長率為 4.2%，2025 年為 2.1%。由於消費力道疲軟，加上中國不動產市場長時間處於低迷狀態導致 GDP 成長減緩，中國 2024 年的經濟成長率為 4.6%，2025 年為 4.3%。亞太區 2024 年與 2025 年的 GDP 成長率為 4.4%。
- 標普全球評級對布蘭特原油價格的假設為：2024 年年底前為每桶 80 美元，2024 年至 2025 年為每桶 75 美元。
- 煉油事業利潤率在 2024 年第二季降至每桶 6.5 美元，但由於需求逐漸復甦，未來幾季的煉油事業利潤率將有所提升。
- 在中國政府對消費與不動產市場推出的新一輪刺激措施下，亞洲的化學品需求與產品價差可望於 2024 年第四季與 2025 年逐漸恢復。不過，進一步的改善仍將因產能大幅擴增而受限。基礎化學品與通用塑膠（例如 PE、PP 以及 PVC）2024 年至 2025 年的產品價差將顯著低於產業循環週期中期的水準。
- 由於大多數產品類別（特別是烯烴與衍生品）的需求仍然較低， 2024 年四大公司的合併營收在於 2023 年下滑 18%後應可大致持平。由於基礎化學品、聚合物以及電子材料略為提升的利用率抵銷了原油價格下跌造成的影響，2025 年營收可望略為改善。由於人工智慧與物聯網等新應用帶動需求成長，南亞塑膠電子材料業務可望加速成長。
- 台塑石化 2024 年的煉油產能利用率將從 2023 年的約 81.8%降至近 80%，並於 2025 年大致持平。由於需求疲軟，加之以 2024 年中國產能大幅擴增，且亞洲來自美國的進口同時增加，2024 年烯烴的利用率將從 2023 年的約 60.5%降至約 52%，但 2025 年將提升至約 60%。
- 考量到四大公司之間已高度整合，且在下游化學品需求持續疲軟，同時其他三家核心公司生產設施利用率普遍較低的情況下，台塑石化輕油裂解產能利用率的回升幅度有限。
- 由於產品價格趨於穩定、銷售量增加、產能利用率略為提升高且油價走低使單位成本降低，四大公司 2024 年的合併折舊與攤提前毛利率將從 2023 年的 11.0%降至約 10.7%，而後在 2025 年恢復至約 13.5%的水準。
- 2024 年至 2026 年四大公司的合併費用率將穩定維持在 4.8%至 5.0%。
- 2024 年營運資金流出為新台幣 200 億元至 300 億元，用於支應較高的庫存水位與應收帳款，部分係用於提高該集團終端市場的分散性。
- 由於四大公司將投資重心轉至特用產品與脫碳，四大公司 2024 年至 2025 年的資本支出加上投資將略為降至新台幣 500 億元至 600 億元。
- 四大公司為越南河靜鋼鐵廠提供的 10 億美元債券擔保將在債券於 2025 年 4 月到期後解除。
- 2024 年至 2025 年的平均利率將持平。
- 未來二至三年的平均稅率將維持在 12%至 15%之間。
- 2024 年至 2025 年現金股利配發率將維持在前一年淨利的 80%至 85%。

重要指標

台塑企業四大公司—中華信評預測概要

產業別：大宗化學品

(新台幣百萬元)	2021a	2022a	2023a	2024e	2025f	2026f
營收	1,334,536.2	1,466,660.4	1,201,496.2	1,218,526.0	1,243,375.4	1,321,707.1
EBITDA (帳列數)	291,395.2	122,683.0	75,448.5	75,007.2	105,666.1	120,445.2
加/(減): 其他	4,776.2	7,836.8	4,914.5	4,914.5	4,914.5	4,914.5
EBITDA	296,171.4	130,519.8	80,363.0	79,921.7	110,580.7	125,359.7
減：已支付利息	(3,715.0)	(5,242.6)	(9,693.1)	(11,238.6)	(10,998.4)	(10,403.3)
減：已支付所得稅	(17,711.6)	(41,277.1)	(18,339.9)	(3,178.6)	(4,338.8)	(9,606.8)
來自本業之現金流量 (FFO)	274,744.8	84,000.1	52,330.0	65,504.6	95,243.4	105,349.6
來自營運的現金流量 (CFO)	208,453.8	132,405.9	99,536.4	53,449.8	126,777.3	108,380.3
資本支出	73,707.3	75,914.0	65,712.6	50,870.5	48,252.0	53,618.5
自由營運現金流量 (FOCF)	134,746.5	56,491.9	33,823.9	2,579.4	78,525.4	54,761.8
借款 (帳列數)	363,095.7	474,131.0	502,729.2	531,210.1	478,480.1	471,109.9
加：租賃負債	6,988.9	7,098.7	7,107.0	7,115.4	7,123.8	7,132.1
減：可自由支配之現金與短投	(236,937.3)	(211,961.5)	(211,047.6)	(205,750.0)	(205,750.0)	(205,750.0)
加/(減): 其他	56,420.4	30,708.0	30,735.0	32,000.0	--	--
借款	189,567.7	299,976.2	329,523.6	364,575.5	279,853.9	272,492.0
現金與短期投資 (帳列數)	281,064.4	246,753.8	245,689.9	250,000.0	250,000.0	250,000.0
調整後財務比率						
借款/EBITDA (x)	0.6	2.3	4.1	4.6	2.5	2.2
FFO/借款 (%)	144.9	28.0	15.9	18.0	34.0	38.7
年度營收成長 (%)	45.9	9.9	(18.1)	1.4	2.0	6.3
EBITDA 利潤率 (%)	22.2	8.9	6.7	6.6	8.9	9.5

除非報告中另有說明，所有數據均經過中華信評調整。預測期間的數據係基於中華信評的基本情境計算。a—實際值。e—估計值。f—預測值。

3.1

中國主要大宗化學品的產能持續擴增恐限縮四大公司 2024 年至 2025 年的業務前景。由於中國經濟成長乏力且不動產市場表現疲軟，化學業的需求成長依然低迷，價格亦欲振乏力。此外，儘管中國於 2024 年 10 月宣布的更積極刺激計劃應可提振 2025 年的需求，但中國進一步增加的產能將限制化學品業的復甦。中華信評預測，2024 年至 2025 年四大公司化學業務的復甦速度將明顯慢於中華信評先前的預期，且利用率在同一期間將普遍低於產業循環週期中期的水準。台塑石化輕油裂解裝置利用率的復甦程度將因此較為有限，而四大公司之間非常高的整合程度亦為原因之一。

中華信評認為，由於需求成長超過 2025 年產能增幅，可為台塑石化更高的利用率與煉油利潤率提供支撐，台塑石化的煉油利潤率可望在未來幾季出現較為強勁的反彈。南亞塑膠的電子材料業務尚未從 2024 年 IT 需求衰退與庫存嚴重過剩的情況中完全復甦。不過中華信評認為，全球科技產業去庫存已接近尾聲，且電子材料業務在 2025 年的反彈力道將較 2024 年更為強勁，尤其是 IC 載板生產。以人工智慧、電動車與自動化為首的新應用將帶動電子材料的需求成長，特別是

南亞塑膠的晶片載板。此外，中華信評預期，該公司增加先進產品（例如用於人工智慧伺服器之銅箔基板）產能的行動將提升其整體績效表現。

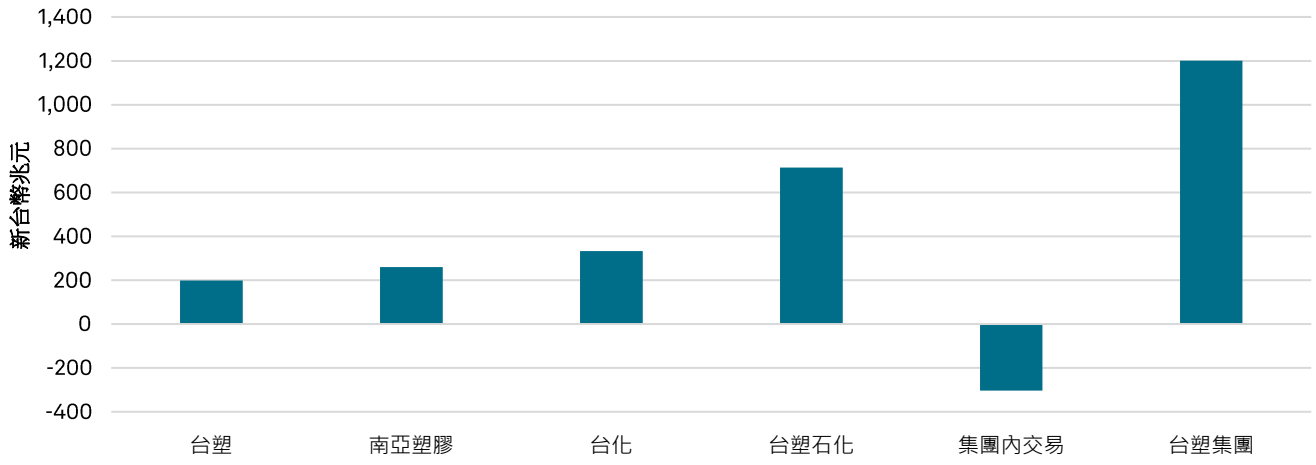
向特用與差異化產品轉型的策略將可抑制資本支出與投資。中華信評認為，由於亞洲長期產能過剩，且主管機關的限制因政治不確定性升高而增多，該集團在全球開展大型化學品專案的可能性非常低。儘管如此，中華信評認為，四大公司未來的投資焦點將放在特用與精細化學品，例如用於製造半導體、再生塑膠與纖維，以及先進電子材料的化學品。該集團的資本支出應可因此低於前幾年的平均水準。不過，用於提高能源效率並降低溫室氣體及其他污染物排放的資本支出可能會增加。基於此，中華信評預測，未來二至三年四大公司的資本支出將維持在約新台幣 500 億元左右。

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 2023 年的營收約新台幣 1.2 兆元，產生的 EBITDA 則為新台幣 804 億元（參閱圖 2）。

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（2023年）



資料來源：公司公開資料。

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（參閱表 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)、乙烯醋酸乙烯酯共聚物(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、丙二酚(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。

四大公司終端市場的分散度日益提升。四大公司 2023 年的營收合計約有 42%來自台灣，約 22%來自中國，3%來自美國，33%則來自其他國家。四大公司的固定資產主要位於台灣（在 2023 年合計總資產中的占比為 54%），中國（29%）、美國（11%），以及其他地區（約 6%）。

四大公司有顯著的交叉持股，亦擁有共同的主要股東（參閱表 2）。

表 2 | 圖表下載

四大公司有大量的交叉持股以及共同股東

公司名稱	長庚醫療財團法人	王家與相關投資公司	長庚大學與明志科技大學	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	台塑石化股份有限公司	福懋興業股份有限公司	合計比例
台灣塑膠工業股份有限公司	9.4%	13.5%	1.4%		4.6%	7.7%	2.1%		41.6%
南亞塑膠工業股份有限公司	11.1%	7.2%	4.0%	9.9%		5.2%	2.3%		40.8%
台灣化學纖維股份有限公司	18.6%	16.9%		3.4%	2.4%				42.4%
台塑石化股份有限公司	5.8%	2.1%		28.6%	23.1%	24.2%		3.8%	88.0%

註：王家持股資料係以該公司年報中數據推估。資料截至 2023 年 6 月 30 日資料來源：公司資料。

同業比較

表 3 | 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	長春集團	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 2024 年 10 月 1 日	BBB+/負向/--; twAA/負向/twA-1+	BBB+/穩定/-- twAA/穩定/twA-1+	BBB/穩定/--	BBB+/負向/--	BBB+/穩定/--
財務概要 (調整後)	**--會計年度截至 2023 年 12 月 31 日--**				**--會計年度截至 2023 年 3 月 31 日--**
營收	39,216.8	6,530.4	18,082.6	42,597.6	109,754.9
EBITDA	2,623.0	752.0	971.7	4,980.0	19,527.5
來自本業之現金流量 (FFO)	1,708.1	495.2	613.6	3,371.6	11,803.5
利息費用	348.4	12.1	352.5	569.3	4,619.8
已支付利息	316.4	12.8	315.9	568.7	6,288.4
來自營運之現金流量	3,248.9	1,141.2	1,190.0	5,739.9	14,056.3
資本支出	2,144.9	525.6	569.7	10,039.3	16,522.1
自由營運現金流量	1,104.0	615.6	620.2	(4,299.3)	(2,465.8)
可支配現金流量	(882.3)	117.6	583.3	(5,150.6)	(3,196.6)
現金與短期投資	8,019.3	2,849.0	1,345.3	7,043.1	24,390.8
借款	10,755.7	0.0	7,504.9	12,105.3	33,795.7
股東權益	32,727.8	8,376.2	8,615.6	31,563.3	111,113.1
調整後財務比率					
EBITDA 利潤率 (%)	6.7	11.5	5.4	11.7	17.8
資本報酬率 (%)	3.1	3.5	1.6	5.4	10.9
EBITDA 利息保障倍數 (x)	7.5	62.1	2.8	8.7	4.2
FFO 現金利息保障倍數 (x)	6.4	39.7	2.9	6.9	2.9
借款/EBITDA (x)	4.1	0.0	7.7	2.4	1.7
FFO/借款 (%)	15.9	N.M.	8.2	27.9	34.9
來自營運的現金流量/借款 (%)	30.2	N.M.	15.9	47.4	41.6
自由營運現金流量/借款 (%)	10.3	N.M.	8.3	(35.5)	(7.3)
可支配現金流量/借款 (%)	(8.2)	N.M.	7.8	(42.5)	(9.5)

N.M.—Not meaningful.

中華信評挑選了亞太區中的幾家石油與化學同業，包括長春集團、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位居全球前列，且在國內石油市場中占有良好穩定的地位。中華信評認為，四大公司的競爭優勢略弱於信實工業公司且與長春集團相當，但領先 LG 化學公司與 PTT 全球化學公共有限公司。

印度的信實工業公司在亞太區煉油產業中因營運大規模且高度整合的煉油與化學品生產基地而享有穩健的地位。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，惟其業務對印度市場的集中度稍高。此外，信實工業公司業務組合的分散性也日益提升，目前煉油與化學品業務在該公司整體 EBITDA 中的占比低於 50%。

與此同時，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企業四大公司。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。與台塑企業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。

中華信評認為，台塑四大公司的競爭地位與長春集團相當。長春集團因特用化學品業務的占比較高，其規模與整合程度均不若台塑四大公司造成的影響因而抵銷。由於中國大宗化學品供應商擁有大型的煉油與化學品一貫化生產基地，因此來自前述供應商的競爭，以及較為波動的煉油業務，均為四大公司更容易受到影響的原因。與此同時，長春集團下游產品差異化程度較高，且應用範圍更廣，因此較能抵禦上游基礎化學品價格的波動。

與此同時，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。由於台塑企業四大公司的獲利能力因較為仰賴大宗化學品與煉油業務而大幅下滑，故其信用指標在 2023 年至 2024 年間均弱於長春集團、信實工業公司與 LG 化學公司。儘管台塑四大公司努力將業務自較具波動性的大宗化學品分散，其現金流量的波動程度可能仍高於同業。

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，應可持續為令人滿意的競爭地位與獲利能力提供支撐。

不過，許多大宗化學品供應商持續積極擴增產能，加上中國需求結構性放緩，產能可能因此長期過剩，並從結構上削弱四大公司的獲利能力。未來二至三年，中國在從基礎化學品至中間化學品，以及下游塑膠與纖維的增產上將持續領先全球，且並無跡象顯示中華信評將會明顯延後或取消之前做出的預測，亦即中國會在 2025 年將乙烯總產能提升至每年約 7,000 萬噸。中國的乙烯產能將因此而從 2021 年約 64%的自給率至 2025 年完全實現需求自給自足。

此外，來自採用最先進技術之大型一貫化煉油與化學品生產基地的成本競爭壓力可能加劇，並持續限制四大公司的獲利能力。不過，該產業目前較低的獲利能力應會使小型且低效率的生產設施遭到淘汰，特別是在中國，這是因為中國政府為實現其氣候目標正持續提高對能源效率的要求。中華信評亦預期，四大公司將透過垂直整合並針對流程改善持續進行投資，以憑藉強健成本地位維持競爭力。

另外，台塑石化獲利能力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。中國對一貫化煉油以及輕油裂解設施積極投資，加上全球對基礎化學品與精煉產品的需求波動，亦將持續為該公司的獲利能力帶來壓力。

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。該集團亦將在未來幾年大舉投資精細化學品與先進電子材料，以用於半導體以及人工智慧伺服器生產等應用。不過，由於這類業務的發展仍處於早期階段，相關投資不太可能快速產生效益。

中華信評預測，南亞塑膠強健的市場地位應可繼續提升其來自電子材料的營收與獲利能力。中華信評認為，未來二至三年南亞塑膠的營收與獲利能力將在幾項因素的支持下回升，包括來自 5G 通訊與電動車等新技術的強勁需求，以及該公司為提高用於人工智慧伺服器之銅箔基板（copper clad laminate）等先進材料的營收所進行的投資。中華信評亦預測，由於台塑集團化學品業務的獲利能力可能持續減弱，南亞塑膠來自電子材料銷售的營業利益對該集團總營業利益的占比可能有所提升。

由於四大公司的總營收中，來自麥寮六輕的貢獻即占 60%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。

財務體質

中華信評預期， 2025 年至 2026 年台塑企業四大公司的借款對 EBITDA 比將因 EBITDA 提高且借款降低，而從 2024 年的 4.6 倍左右逐漸改善至低於 2.5 倍的水準。中華信評預測，由於獲利能力可望逐漸改善、現金股利配發率將維持相對穩定且資本支出降低，2025 年至 2026 年台塑企業四大公司應可產生正數的現金流量以降低借款。中華信評亦假設，在現存的 10 億美元借款擔保於 2025 年到期之後，四大公司將不再為該集團的河靜鋼廠提供財務擔保，四大公司的調整後借款可望因此進一步降低。因此，中華信評預測，台塑企業四大公司的調整後借款在 2024 年升大幅增加後，將可望在 2025 年至 2026 年逐漸降低。

此外，中華信評認為，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 2024 年 6 月 30 日，四大公司的長期投資部位合計為新台幣 4,650 億元。

財務概要

表 4 | 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)	**2023**	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**
營收	1,201,496	1,466,660	1,334,536	914,610	1,187,399
EBITDA	80,363	130,520	296,171	115,138	148,288
來自本業之現金流量 (FFO)	52,330	84,000	274,745	101,583	112,696
利息費用	10,673	6,419	4,092	4,817	6,236
已支付利息	9,693	5,243	3,715	4,876	5,400
來自營運之現金流量	99,536	132,406	208,454	135,592	171,195
資本支出	65,713	75,914	73,707	63,076	70,608
自由營運現金流量	33,824	56,492	134,746	72,516	100,587
可支配現金流量	(27,030)	(95,339)	81,851	(5,148)	(28,542)
現金與短期投資	245,690	246,754	281,064	241,227	213,006
調整後可用現金	245,690	246,754	281,064	241,227	213,006
借款	329,524	299,976	189,568	312,321	322,681
股東權益	1,002,688	997,529	1,119,531	940,322	969,420
調整後財務比率					
折舊及攤提前營業利益率(%)	6.7	8.9	22.2	12.6	12.5
資本報酬率(%)	3.1	8.6	20.8	6.8	9.6
EBITDA 利息保障倍數(x)	7.5	20.3	72.4	23.9	23.8
FFO 現金利息保障倍數(x)	6.4	17.0	75.0	21.8	21.9
借款/EBITDA (x)	4.1	2.3	0.6	2.7	2.2
FFO/借款(%)	15.9	28.0	144.9	32.5	34.9
來自營運之現金流量/借款(%)	30.2	44.1	110.0	43.4	53.1
自由營運現金流量/借款 (%)	10.3	18.8	71.1	23.2	31.2

可支配現金流量/借款 (%)	(8.2)	(31.8)	43.2	(1.6)	(8.8)

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 5 | 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 2023 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	502,729.2	75,448.5	10,309.6	9,673.0	80,363.0	97,637.6	66,712.9
中華信用評等公司調整項目							
已支付所得稅	--	--	--	--	(18,339.9)	--	--
已支付利息	--	--	--	--	(8,692.8)	--	--
帳列租賃負債	7,107.0	--	--	--	--	--	--
可自由支配之現金與短投	(211,047.6)	--	--	--	--	--	--
資本化利息	--	--	--	1,000.3	(1,000.3)	(1,000.3)	(1,000.3)
來自股權投資的股利收入	--	4,914.5	--	--	--	--	--
非營業利益(費用)	--	--	30,988.6	--	--	--	--
借款： 保證	30,735.0	--	--	--	--	--	--
營運現金流量：其它	--	--	--	--	--	2,899.2	--
總調整	(173,205.5)	4,914.5	30,988.6	1,000.3	(28,033.0)	1,898.9	(1,000.3)
	Debt	**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	329,523.6	80,363.0	41,298.2	10,673.4	52,330.0	99,536.4	65,712.6

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。

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 2025 年 6 月之前 12 個月期間的流動性需求。中華信評預期，四大公司同一期間的流動性來源對流動性用途比將在約 1.3 倍的水準，且中華信評預估，四大公司的流動性來源應能持續支應其流動性用途而有餘，即使是在其 EBITDA 預估值下滑 15%的情況下亦然。

四大公司與國內銀行間的往來關係穩健，且擁有整體較高的信用地位（可為其財務彈性提供支持），而這點可由四大公司享有非常低的利率（台塑於 2024 年 5 月發行的 10 年期新台幣公司債的利率為 1.9%）得到印證。四大公司亦享有相當高的未動用信用額度。此外，中華信評預期，四大公司將可順利滿足對於流動性比率、負債對權益比、利息保障倍數與淨值等較偏寬鬆的財務限制條款規定。相關財務條款係為部份轉投資公司之借款而設定。

主要流動性來源

- 現金與短期投資：2024 年 6 月底時為新台幣 2,410 億元。
- 來自本業的現金流量：截至 2025 年 6 月 30 日之前 12 個月期間為新台幣 1,000 億元至 1,100 億元。
- 2025 年 6 月 30 日後到期之未動用長期信用額度：截至 2024 年 6 月底止約為新台幣 708 億元。

主要流動性用途

- 到期借款加償還短期借款：截至 2025 年 6 月 30 日之前 12 個月期間約為新台幣 2,460 億元。
- 維護性資本支出：截至 2025 年 6 月 30 日之前 12 個月期間約為新台幣 200 億元。
- 營運資金流出：截至 2025 年 6 月 30 日之前 12 個月期間約為新台幣 60 億元至 70 億元。

- 現金股利配發率：為前一年淨利的 80%至 85%。

環境、社會與治理

在中華信評對包括台塑在內的四家台塑集團公司的信用評等分析中，環境與社會因素為負向的因素。長期來看，四大公司需降低內部燃煤發電碳排放量的壓力應會使其成本升高。在安全、污染以及用水等方面偏高的法規風險亦可能對四大公司的信用保護措施造成影響。這部份是因為四大公司的資產高度集中在麥寮工業園區。不過，過去幾年間四大公司已採取措施將安全與污染風險降到最低，惟零星事故仍持續發生。

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為相關考量。

為回應當地社區與政府的訴求，四大公司已設立了具體目標，以達到更高的空氣、水與土地污染管理標準，以及用水與二氧化碳排放標準。前述目標包括四大公司的二氧化碳減排目標（台塑 2025 年與 2030 年分別較 2020 年基準年減少 20%與 40%；南亞 2025 年與 2030 年分別較 2007 年基準年減少 20%與 35%；台化 2025 年與 2030 年分別較 2020 年基準年減少 10%與 25%；台塑石化 2025 年與 2030 年分別較 2007 年基準年減少 22%與 28%）。

中華信評認為，四大公司均應可實現其目標。2023 年台塑、南亞、台化與台塑石化已分別將其碳排放量較其各自的基準年降低 7.3%、45.2%、4.6% 與 24% 。雖然前述目標需要進一步的資本支出，但中華信評預期，前述支出不會對信用產生立即性的影響。此外，業已升高的環境風險亦可能顯著提高四大公司在化工相關專案方面的投資成本，即使不會完全阻止此類投資。

治理因素對四大公司的評等而言為中性因素，且無跡象顯示四大公司的治理有任何重大缺陷。

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，且並未授予四大公司 SACP。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—次順位風險分析

資本結構

台灣塑膠工業股份有限公司 2023 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 1,025 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 129 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 2023 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 1,656 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 279 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 2023 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 1,455 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 553 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 2023 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 280 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以及由台塑集團（開曼）有限公司發行、四大公司按比例擔保之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。由於該四大公司優先債務對其借款的占比通常遠低於 50%，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/負向/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：中等

- 現金流量／槓桿比：中等

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：中性（無影響）
- 比較評等分析：正向（+1 個級距）

集團個別基礎信用結構（Group SACP）：twaa+（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: National And Regional Scale Credit Ratings Methodology - June 08, 2023
- Criteria | Corporates | General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings - March 28, 2018
- General Criteria: Guarantee Criteria - October 21, 2016
- Criteria | Corporates | General: Sector-Specific Corporate Methodology - April 04, 2024
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology - January 07, 2024
- Criteria | Corporates | General: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities - January 07, 2024
- General Criteria: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings - October 10, 2021
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments - April 01, 2019
- 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
- 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 – November 11, 2021

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

評等表（截至 November 7, 2024）

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/負向/twA-1+
發行體信用評等歷史	
2023/10/30	twAA/負向/twA-1+
2021/10/07	twAA/穩定/twA-1+
2020/10/16	twAA-/穩定/twA-1+
2019/10/22	twAA/負向/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 © 2024 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。評等相關出版品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況下，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 rrs.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。