

# 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：

賴冠仔，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

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。

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。

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。

#### 主要風險

更嚴重的產業下挫形勢可能導致四大公司 2023 年至 2024 年的獲利衰退幅度超出中華信評的預期水準。

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。

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。

借款槓桿比升高導致因應產業衰退期延長的財務緩衝空間縮小。

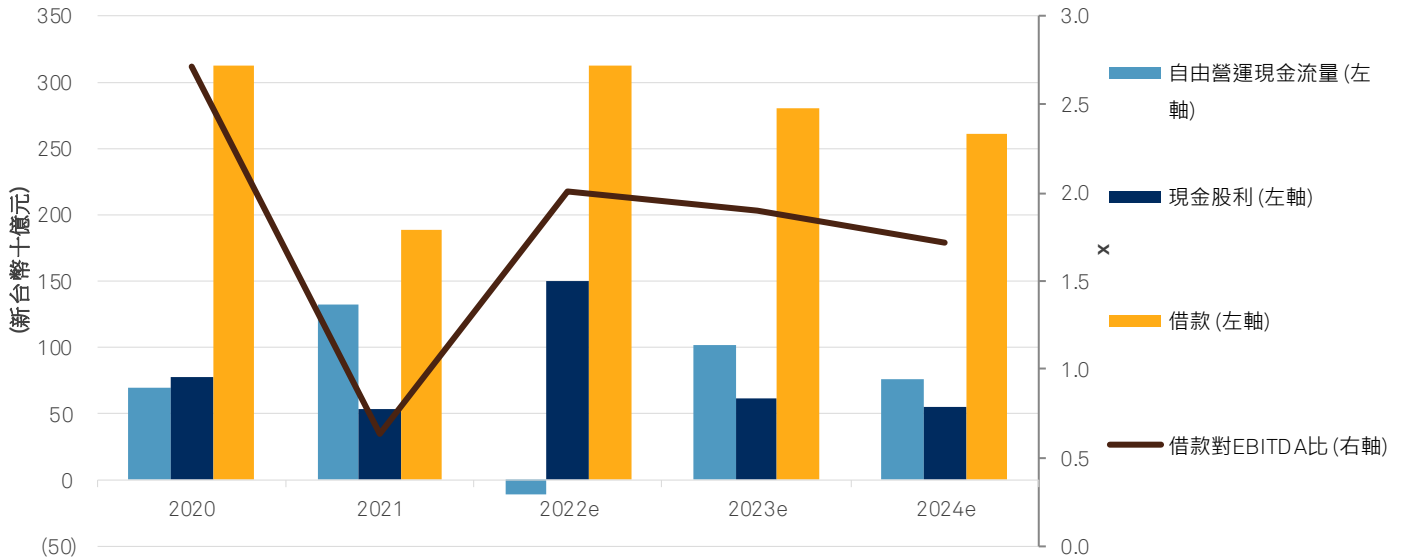
**2022 年至 2023 年台灣塑膠工業股份有限公司（台塑）、南亞塑膠工業股份有限公司、台灣化學纖維股份有限公司（台化）以及台塑石化股份有限公司四大公司的獲利衰退幅度可能會超出中華信評之前的評估水準。**中華信評預期，中國的清零政策與不動產市場持續低迷的現象，將使 2022 年年底前的中國國內需求復甦速度減緩。此外，較高的通膨率與利率將對出口造成衝擊並進一步削弱亞洲的化學品需求。前述因素加上原油價格仍居高不下，可能會使台塑企業四大公司 2022 年底前的獲利能力難以顯著回升。由於四大公司在 2022 年第三季因庫存損失與產品價差微薄而產生新台幣 183 億元的營業損失，中華信評預期，2022 年四大公司的 EBITDA 總額將降至新台幣 1,500 億元至新台幣 1,600 億元。四大公司的營運績效表現可能會在 2023 年逐步改善。不過，由於全球經濟前景因較高的通膨率與利率而較不樂觀，需求疲弱與高油價將對營運績效表現的改善形成限制。

**儘管四大公司的財務緩衝空間減少，但四大公司在 2022 年至 2023 年的評等應不會受到借款槓桿升高的影響。**由於營運資金大量流出、股利配發金額與資本支出增加，且獲利能力減弱，四大公司 2022 年的借款成長速度可能高於中華信評之前的預測。前述因素加上獲利能力減弱可能會使四大公司 2022 年至 2023 年的借款對 EBITDA 比從 2021 年的 0.6 倍升至約 2.0 倍。未來兩年四大公司可用來因應經濟持續衰退以及大量非預期之資本支出的財務緩衝空間將較為有限。

**將投資重心轉移至電子材料與特殊應用化學品等資本支出較低之領域的策略，應可防止四大公司的資本結構惡化。**中華信評認為，台塑石化於美國路易斯安那州的石化專案計畫延遲動工、現金股利配發金額減少，加上獲利能力與營運現金流量趨於穩定等因素，應可避免四大公司的信用指標進一步惡化。四大公司主要營運地區（特別是美國）對環保的要求趨嚴，加上這些地區的營運成本大幅上漲，導致大規模的化工專案難以開展。中華信評認為，即使台塑石化克服所有法規相關障礙並決定重啟在美國路易斯安那州的石化專案計畫，該計畫亦不太可能於 2025 年之前啟動。由於中華信評認為四大公司將維持穩定的現金股利配發率，因此中華信評預期，四大公司的現金股利配發金額將隨著獲利能力下降而大幅減少。

圖 1 | 圖表資料下載

四大公司的合併槓桿將因產業衰退而升高



e--中華信評估計值。

評等展望：穩定

「穩定」的評等展望係反映：中華信評認為，儘管經濟衰退的情況較中華信評先前的預測更為嚴峻，四大公司的資本結構應仍可在獲利能力減弱、營運資金大量流出與現金股利配發金額較高的情況下吸收借款增加所造成的影響，同時在未來一至二年內將該公司的借款對 EBITDA 比維持在 2 倍左右的水準。「穩定」的評等展望亦反映：中華信評認為，四大公司 2022 年至 2023 年的資本支出將維持在相對較低的水準，因為台塑石化於美國路易斯安納州的石化專案計畫將至少延遲至 2025 年，且中華信評預期，四大公司在未來一至二年內應不會開展其他大規模的石化專案計畫。四大公司的借款槓桿應可因此而避免進一步惡化。

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以及較高的借款槓桿來看，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 2022 年的經濟成長率為 2.2%，2023 年為 1.5%；中國 2022 年的經濟成長率為 2.7%，2023 年為 4.7%，因為新冠肺炎疫情的清零措施使中國 2022 年的經濟成長受到影響。亞太區 2022 年的 GDP 將成長 3.8%，2023 年則成長 4.5%。
- 標普全球評級對布蘭特原油價格的假設為：2022 年剩餘期間為每桶 100 美元，2023 年為 85 元，2024 年則為每桶 55 美元。
- 儘管需求前景普遍疲弱，但煉油事業利潤率因產能增加有限而在 2022 年第三季大幅下滑後，應可維持穩定。
- 在針對新冠肺炎疫情的大規模封城導致化學產品鏈的需求大幅下滑、衝擊產品價差之後，亞洲的化學品需求與產品價差可望於 2022 年第四季逐漸恢復。不過，高通膨率、高利率以及仍然居高不下的油價可能會使 2023 年的需求與獲利能力的復甦程度受限。
- 四大公司 2022 年的合併營收可能會成長 6%至 9%。這點主要係反映中華信評對於偏高的油價以及電子材料與相關化學品到 2022 年底之前成長將較為強勁的預測。由於原油價格下跌導致產品價格下跌，四大公司 2023 年的合併營收將下滑 6%至 10%，並在 2024 年進一步下滑 10%至 13%。隨著下游產品的輕油裂解產能利用率提高，2023 年化學品的銷售量應會有所增加。
- 台塑石化 2022 年至 2023 年的煉油產能利用率將恢復至疫情前 90%左右的水準。由於需求疲弱，烯烴 2022 年的產能利用率將降至約 70%，但在 2023 年將恢復至 85%左右的水準。
- 四大公司 2022 年的合併折舊及攤提前毛利率將從 2021 年的 26.6% 降至 14%至 16%，因為油價居高不下且中國經濟成長速度大幅趨緩導致需求下滑與產品價差縮小。2023 年的利潤率將大致持平，因為疲弱的全球經濟可能會使中國化學品需求反彈回升的效應遭到抵銷，導致產品價差依然偏低。南亞塑膠的電子材料業務利潤率亦可能略為下滑。
- 由於油價上漲，2022 年的營運資金流出為新台幣 300 億元至新台幣 500 億元；由於營收隨著油價下跌而減少，2023 年的營運資金流入為新台幣 250 億元至新台幣 350 億元。
- 在南亞塑膠電子材料相關支出顯著成長的推動下，四大公司 2022 年的資本支出加上投資將略為增加至新台幣 800 億元至新台幣 900 億元。2023 年至 2024 年的資本支出將因數個大型化工專案而減少至每年新台幣 600 億元至新台幣 700 億元。中華信評假設，即便台塑石化決定繼續執行美國路州專案，該專案在 2023 年至 2024 年應仍不會有大額支出。
- 在為股東擔保的所有銀行貸款進行再融資後，2022 年至 2024 年，四大公司對其越南河靜鋼鐵廠計畫提供的借款擔保額度在 2022 年至 2024 年間將降至 10 億美元。
- 2022 年的平均利率將上升 0.25%，並在 2023 年進一步增加 0.25%。
- 2022 年與 2023 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 75%。

## 台塑企業四大公司 – 重要指標

	2020	2021	2022f	2023f	2024f
營收 (新台幣十億元)	914.6	1,334.5	1,410.0-1,450.0	1,290.0-1,340.0	1,100.0-1,200.0
EBITDA (新台幣十億元)	115.1	296.2	150.0-160.0	140.0-150.0	148.0-158.0
資本支出 (新台幣十億元)	63.1	73.7	80.0-90.0	50.0-60.0	70.0-80.0
調整後借款 (新台幣十億元)	312.3	188.4	300.0-330.0	270.0-300.0	245.0-275.0
EBITDA 利潤率 (%)	12.6	22.2	10.0-12.0	11.5-13.5	12.5-14.5
借款/EBITDA (x)	2.7	0.6	1.8-2.2	1.7-2.1	1.5-2.0
FOCF/借款 (%)	23.2	110.6	(5)-0	30.0-40.0	25.0-35.0

f—中華信評預測值。FOCF—自由營運現金流量。

**中國主要大宗化學品積極的產能擴張可能會對四大公司2023年至2024年的業務前景形成限制。**全球2022年的乙烯新增產能可能將達到1,240萬噸，2023年則將達到980萬噸。大部分的新增產能（中華信評預估約為700萬噸）將來自中國的大型一貫化生產公司。基於此，2023年的供需條件不太可能顯著改善，尤其是在全球經濟成長趨緩且需求下滑的情況下。中華信評預測，為達成乙烯供給自給自足的目標，2026年中國的基礎化學品產能擴增量仍將是全球最高，高於2021年的約64%。這可能會對四大公司未來兩年化學品業務的上行潛力形成限制。根據國際能源署的統計資料，2022年至2023年的需求成長幅度將持續超出產能擴增的幅度，因此台塑石化煉油業務的供需動態將可望維持在更加穩定的狀態。2022年至2023年，遠距工作與教學對消費電子產品與IT產品的需求下降可能會使南亞塑膠電子材料業務的營收與利潤率降低，但對高效能運算使用的先進IC載板的持續需求則提供了部分支持。

**路易斯安納州一貫化石生產基地興建計畫的進一步延宕以及將投資重心轉移至特用化學品與電子材料領域的策略，可能會使四大公司2023年至2024年的資本支出因此減少。**由於法規相關障礙較多，中華信評認為，台塑石化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。中華信評認為，美國主管機關已要求針對前述投資案進行環境影響報告評估，而前述報告評估不太可能在未來兩年內完成。此外，路易斯安那州的法院於2022年9月撤銷了前述投資案的排放許可證，台塑石化未來將會面臨更多的法規障礙。中華信評目前認為，即使台塑石化克服所有法規相關障礙並決定重啟在美國路易斯安那州的石化專案計畫，該計畫亦不太可能於2025年或之前開始。此外，四大公司主要營運地區（特別是美國）對環保的要求趨嚴，加上這些地區的營運成本大幅升高，導致大規模的化工專案難以展。前述因素可能會降低四大公司的資本支出及其對四大公司借款槓桿的潛在影響。

**2022年的可支配現金流量將在顯著惡化後有所改善。**根據中華信評的預測，由於營運資金大量流出、股利配發金額與資本支出增加，以及獲利能力大幅減弱，2022年四大公司的合併可支配現金流量將轉為負數。四大公司的營運資金非常容易受到油價的影響，因為石油與化學品的價格與原油價格高度相關。由於油價上漲與航運堵塞，台塑企業四大公司2022年上半年的營運資金合計流出約為新台幣760億元。不過，隨著油價下跌，中華信評預期四大公司2023年至2024年將有顯著的營運資金流入。由於中華信評認為四大公司將維持穩定的現金股利配發率，因此中華信評預估，四大公司的現金股利配發金額將隨著獲利能力下降而大幅減少。

## 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 2021 年的營收約新台幣 1.35 兆元，產生的 EBITDA 則為新台幣 2,960 億元。

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。

四大公司終端市場的分散度日益提升。四大公司 2021 年的營收合計約有 38% 來自台灣，約 23% 來自中國，不到 5% 來自美國，其餘則來自亞洲其他國家。四大公司的固定資產主要位於台灣（在 2021 年合計總資產中的占比為 59%），中國（25%）與美國（11%）。

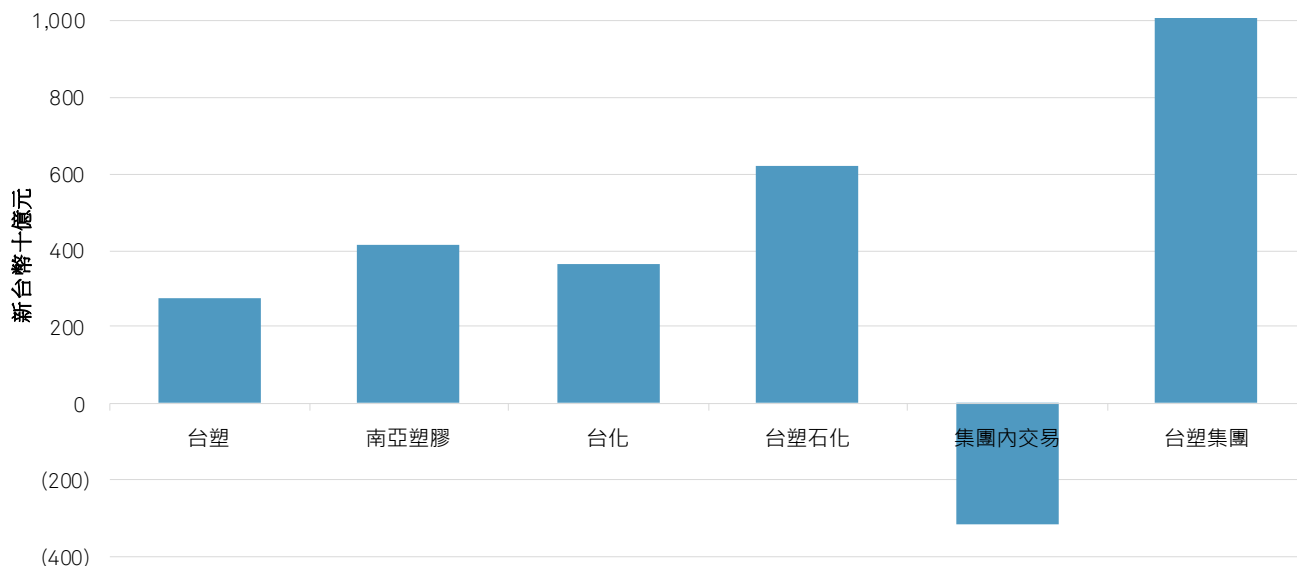
四大公司有顯著的交叉持股，亦擁有共同的主要股東（見表 2）。

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、硬化劑、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。

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2021年12月31日止)



資料來源：公司公開資料。

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%	16.2%	1.4%		4.6%	7.7%	2.1%		41.4%
南亞塑膠工業股份有限公司	11.1%	8.4%	4.0%		9.9%	5.2%	2.3%		40.8%
台灣化學纖維股份有限公司	18.6%	19.2%		3.4%	2.4%				43.5%
台塑石化股份有限公司	5.8%	2.6%		28.6%	23.1%	24.2%		3.8%	88.0%

## 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	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 2022 年 11 月 1 日	twAA/穩定/twA-1+ BBB+/穩定	BBB/穩定/--	BBB+/正向/--	BBB+/穩定/--
<b>財務概要 (調整後)</b>	<b>--會計年度截至 2021 年 12 月 31 日--</b>			<b>--會計年度截至 2022 年 3 月 31 日--</b>
營收	48,156.7	14,123.9	35,830.0	95,089.7
EBITDA	10,687.3	1,882.8	6,618.0	14,573.6
來自本業之現金流量 (FFO)	9,914.2	1,566.0	5,315.0	10,601.3
利息費用	147.7	189.2	217.5	2,558.6
已支付利息	134.1	190.2	226.2	3,472.0
來自營運之現金流量	7,522.1	1,956.9	4,589.5	11,893.2
資本支出	2,659.7	484.1	4,919.4	13,196.1
自由營運現金流量	4,862.3	1,472.7	(329.9)	(1,302.9)
可支配現金流量	2,953.6	1,048.7	(1,060.4)	(1,869.2)
現金與短期投資	10,142.2	2,258.7	3,177.7	18,987.3
借款	6,800.0	6,888.8	10,020.0	25,123.7
股東權益	40,398.3	9,866.8	19,496.4	117,141.4
<b>調整後財務比率</b>				
EBITDA 利潤率 (%)	22.2	13.3	18.5	15.3
資本報酬率 (%)	20.8	9.6	16.7	9.4
EBITDA 利息保障倍數 (x)	72.4	9.9	30.4	5.7
FFO 現金利息保障倍數 (x)	75.0	9.2	24.5	4.1
借款/EBITDA (x)	0.6	3.7	1.5	1.7
FFO/借款 (%)	145.8	22.7	53.0	42.2
來自營運之現金流量/借款 (%)	110.6	28.4	45.8	47.3
自由營運現金流量/借款 (%)	71.5	21.4	(3.3)	(5.2)
可支配現金流量/借款 (%)	43.4	15.2	(10.6)	(7.4)

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。

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。台塑企業四大公司2021年的信用指標在同業中較為強健，因為信實工業公司與 LG 化學公司有較為積極的產能擴充計畫，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。此外，積極的產能擴張（特別是在中國），加上全球對基礎化學品與精煉產品的需求波動，亦將影響該公司的獲利能力。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。

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，2022 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。

## 財務體質

台塑企業四大公司疲弱的獲利能力與營運現金流量，加上偏高的現金股利配發金額與資本支出，導致四大公司 2022 年的借款水準將大幅升高，且在產業下行速度快於預期的情況下衝擊四大公司的評等緩衝空間。不過，中華信評預測，由於營運資金流入加上資本支出與現金股利配發金額減少，四大公司 2023 年與 2024 年的借款水準將逐漸下降。四大公司將因此得以將其 2023 年的合併借款對 EBITDA 比維持在約 2 倍的水準，而後於 2024 年進一步改善。中華信評預測，四大公司於美國路易斯安那州的石化專案計畫延遲動工、以及因大規模化工專案所面臨的困難日益增加而將投資重心轉移等因素，應可避免四大公司未來二至三年的借款槓桿大幅升高。

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 2022 年 6 月 30 日，四大公司的長期投資部位合計為新台幣 4,300 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)	2021*	2020	2019	2018	2017
營收	1,334,536	914,610	1,187,399	1,371,874	1,186,864
EBITDA	296,171	115,138	148,288	225,690	250,337
來自本業之現金流量 (FFO)	274,745	101,583	112,696	181,819	212,088
利息費用	4,092	4,817	6,236	6,723	6,886
已支付利息	3,715	4,876	5,400	6,895	7,009
來自營運之現金流量	208,454	135,592	171,195	201,823	198,066
資本支出	73,707	63,076	70,608	67,486	36,761
自由營運現金流量	134,747	72,516	100,587	134,338	161,304
可支配現金流量	81,851	(5,148)	(28,542)	(2,606)	45,312
現金與短期投資	281,064	241,227	213,006	215,904	260,530
調整後可用現金	281,064	241,227	213,006	215,904	260,530
借款	188,444	312,322	322,681	369,059	320,399
股東權益	1,119,531	940,322	969,420	1,020,935	994,899
<b>調整後財務比率</b>					
折舊及攤提前營業利益率(%)	22.2	12.6	12.5	16.5	21.1
資本報酬率(%)	20.8	6.8	9.6	16.1	17.0
EBITDA 利息保障倍數(x)	72.4	23.9	23.8	33.6	36.4
FFO 現金利息保障倍數(x)	75.0	21.8	21.9	27.4	31.3
借款/EBITDA (x)	0.6	2.7	2.2	1.6	1.3
FFO/借款(%)	145.8	32.5	34.9	49.3	66.2
來自營運之現金流量/借款(%)	110.6	43.4	53.1	54.7	61.8
自由營運現金流量/借款(%)	71.5	23.2	31.2	36.4	50.3
可支配現金流量/借款(%)	43.4	(1.6)	(8.8)	(0.7)	14.1

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 2021 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	363,095.7	291,395.2	230,774.1	3,722.4	296,171.4	206,731.1	74,077.2
<b>中華信評等公司調整項目</b>							
已支付所得稅	--	--	--	--	(17,711.6)	--	--
已支付利息	--	--	--	--	(3,345.1)	--	--
帳列租賃負債	6,988.9	--	--	--	--	--	--
可自由支配之現金與短投	(238,061.5)	--	--	--	--	--	--
資本化利息	--	--	--	369.8	(369.8)	(369.8)	(369.8)
來自股權投資的股利收入	--	4,776.2	--	--	--	--	--
非營業利益(費用)	--	--	35,586.2	--	--	--	--
借款：保證	56,420.4	--	--	--	--	--	--
營運現金流量：其它	--	--	--	--	--	2,092.6	--
總調整	(174,652.2)	4,776.2	35,586.2	369.8	(21,426.6)	1,722.7	(369.8)
	<b>Debt</b>	<b>EBITDA</b>	<b>EBIT</b>	<b>利息費用</b>	<b>來自本業之現金流量</b>	<b>來自營運的現金流量</b>	<b>資本支出</b>
中華信評等公司調整後數據	188,443.5	296,171.4	266,360.3	4,092.2	274,744.8	208,453.8	73,707.3

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 2023 年 6 月 30 日前之未來 12 個月的流動性需求。中華信評亦預測，四大公司同一期間的流動性來源對流動性用途比將在 1.3 倍至 1.5 倍之間。此外，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借款利率與較高的未動用信用額度得到印證。此外，中華信評認為，四大公司將可順利滿足對於子公司的流動性比率、負債對權益比、利息保障倍數與借款淨值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：2022 年 6 月 30 日時為新台幣 2,200 億元。
- 來自本業的現金流量：截至 2023 年 6 月 30 日之前 12 個月期間為新台幣 1,150 億元至新台幣 1,250 億元。
- 營運資金流入：截至 2023 年 6 月 30 日之前 12 個月期間為新台幣 250 億元至新台幣 350 億元。
- 2022 年 6 月 30 日後到期之未動用長期信用額度：約為新台幣 919 億元。

### 主要流動性用途

- 到期借款加償還短期借款：在 2023 年 6 月 30 日之前 12 個月期間約為新台幣 1,060 億元。
- 資本支出：在 2023 年 6 月底止之前的 12 個月期間介於新台幣 770 億元至 810 億元間。
- 現金股利配發率：為前一年淨利的 70% 至 75%。

## 環境、社會與治理

### ESG 信用指標

E-1	E-2	<b>E-3</b>	E-4	E-5	S-1	S-2	<b>S-3</b>	S-4	S-5	G-1	<b>G-2</b>	G-3	G-4	G-5
- 廢棄物與污染 - 氣候變遷風險 - 實體風險					- 衛生與安全 - 社會資本					- N/A				

N/A-不適用。ESG信用指標係在企業實體的層級上提供額外的資訊揭露與透明度，並反映中華信評如何看待環境、社會與治理因素對於其信用評等分析的影響。這項看法並非是永續評等結果或是ESG評估結果。前述指標的影響程度係由1至5級的字母數字量尺表示，其中1為正向；2為中性；3為略偏負向；4為負向；5為極度負向。如欲取得更多資訊，請參閱2021年10月13日出版的「ESG信用指標定義及其應用」評論。

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，環境與社會因素為略偏負向的因素。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皆致力於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。

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。中華信評認為，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。此外，中華信評認為，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 2021 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 656 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 43 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 2021 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 1,285 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 252 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 2021 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 899 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 261 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 2021 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 434 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
- ESG 信用指標：E-3，S-3，G-2

## 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
- General Criteria: Guarantee Criteria - October 21, 2016
- 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
- Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Oil Refining And Marketing Industry - March 27, 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 - November 11, 2021

(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 10, 2022)

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	
2021/10/07	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 © 2022 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。