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 2023 年至 2024 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。	借款槓桿比偏高，導致其因應產業衰退期延長的財務緩衝空間縮小。

2024 年疲軟的全球經濟、大幅增加的產能，以及來自以天然氣為原料之化學品的競爭，將持續削弱台塑企業四大公司大宗化學品業務的獲利能力。中華信評預期，台塑企業四大公司的獲利將因需求持續低迷而受到負面衝擊。前述四大公司即***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***。在亞太區與全球經濟成長乏力的情況下，全球化學品業需求疲軟的負面影響因價格成長緩慢而進一步加劇。此外，儘管化學品業目前已因補充庫存與旺季需求而趨於穩定，但未來12至18個月進一步新增的產能將限制該產業的復甦。

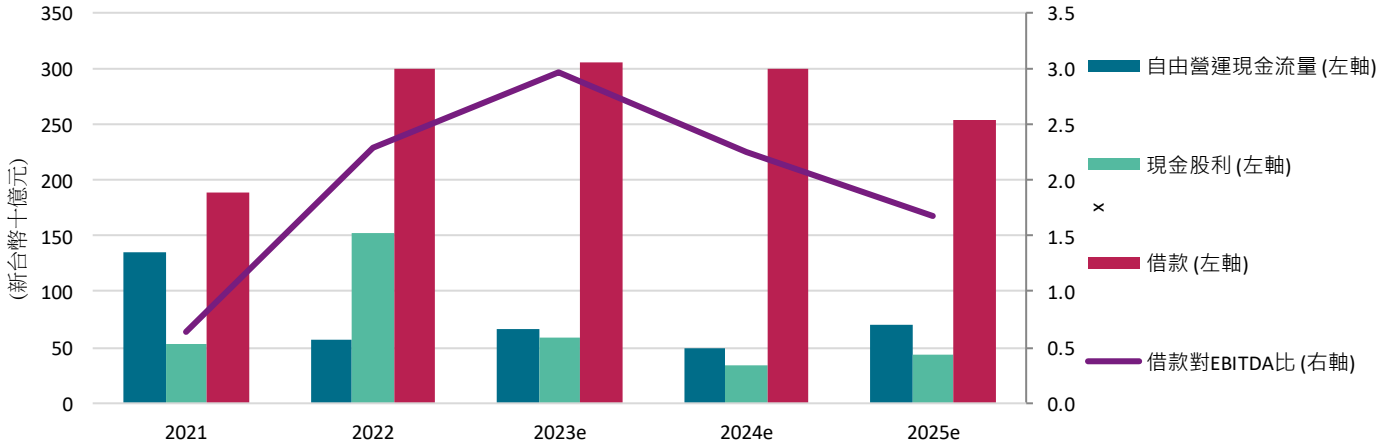
未來二至三年，中國在從基礎化學品至中間化學品，以及下游塑膠與纖維的增產上將持續領先全球，且中華信評認為，並無跡象顯示中國在 2025 年將乙烯總產能提升至每年約 7,000 萬噸的進程將明顯減緩。由於供給持續成長，化學品價格也可能低於原油價格，並限制大多數化學品公司產品價差的成長。石油輸出國組織（OPEC）的供給控管、俄羅斯與烏克蘭之間仍未停歇的戰爭，以及最近爆發的中東衝突可能會定調原油價格的底線。中華信評認為，偏高的原油價格對亞洲化學品業生產成本的影響，將較其他地區更為明顯。

台塑石化煉油業務以及其他三家公司差異化產品較佳的績效表現，可能不足以明顯提升整體獲利能力。中華信評預期，台塑石化的煉油業務、南亞塑膠的電子材料業務，以及少數其他差異化產品，將在未來兩年繳出較強勁的復甦表現。不過，前述表現不足以明顯提升台塑企業四大公司的整體績效表現，原因在於大宗化學品的獲利能力仍難以提振。對全球暖化與日俱增的關注程度以及自化石燃料轉型的舉措，降低了對煉油新增產能的投資（中國除外）。2023 年至 2024 年需求成長可能會超過新增產能，並為煉油業務較高的利用率與利潤率提供支撐。在全球科技業的去庫存現象已接近尾聲後，2024 年新的應用（特別是人工智慧、電動車與自動化）亦將推動電子材料需求成長，尤其是南亞塑膠的晶片載板業務。

中華信評對於四大公司槓桿比逐漸下降的假設，仍存在具不確定性的下行風險。中華信評預測，由於獲利能力逐漸改善且現金股利配發率與資本支出穩定，2024 年至 2025 年台塑企業四大公司可運用來自營運活動的現金流量降低借款。再加上中華信評假設，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越南河靜鋼廠提供財務擔保，2024 年至 2025 年四大公司的調整後借款可望因此降低（參見圖 1）。中華信評在其假設中並未將四大公司將產生對於大型石化專案的支出，包括台塑石化在美國路易斯安納州的一貫化石化生產基地納入考量，因為目前的政治與市場環境較為不利。不過，由於中國與全球經濟仍具不確定性，且亞洲化學品業產能可能長期過剩，中華信評的預測仍有重大的下行風險。

圖 1 | 圖表資料下載

四大公司的合併槓桿將於2023年達到高峰



資料來源：公司資料與中華信評估計值。

評等展望：負向

「負向」的評等展望係反映顯著的風險：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 24 個月內的獲利水準難以回升，且其借款對EBITDA比亦難以恢復至接近2倍的水準。基於中華信評對四大公司獲利能力將在同一期間逐步恢復，以及現金股利配發與資本支出金額將維持穩定的預期，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 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。
- 四大公司可能藉由降低資本支出或股利配發率，或處分投資以降低超出中華信評目前假設的借款水準，惟中華信評認為前述情況發生的可能性較低。

中華信評基本情境假設

假設

- 標普全球評級預測，台灣 2023 年的經濟成長率為 0.5%，2024 年為 3.0%。中國 2023 年的經濟成長率為 4.8%，2024 年為 4.4%。亞太區 2023 年的 GDP 成長率為 4.3%，2024 年為 4.4% 。
- 標普全球評級對布蘭特原油價格的假設為：2023 年剩餘期間為每桶 85 美元，2024 年至 2025 年則為每桶 85 美元。
- 煉油事業利潤率在 2023 年第二季降至每桶 7.3 美元，但由於需求逐漸復甦且新增產能有限，未來幾季的煉油事業利潤率將有所提升。
- 亞洲的化學品需求與產品價差可望於 2023 年第四季逐漸恢復，但大幅增加的中國產能以及依然疲弱的需求可能會使恢復程度受限。基礎化學品與通用塑膠（例如PE、PP 以及 PVC）2024 年的產品價差將顯著低於產業循環週期中期的水準。
- 四大公司 2024 年的合併營收在 2023 年下降 12% 後可能將成長約 6%。這點主要係反映需求回升，產能利用率可能將因此而在 2023 年中國化學品市場略為復甦後提高。持續成長的石油用量以及偏高的原油價格亦將為四大公司的合併營收提供支撐。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接近 90%，高於 2023 年的約 85% 以及 2022 年的 80%。由於需求疲弱，加上中國產能大幅增加且來自美國的供給量亦有所增加，烯烴 2024 年的產能利用率在 2023 年降至約 65%後將維持在約 70 % 左右的偏低水準。烯烴 2022 年時的產能利用率為 74%。
- 四大公司 2023 年的合併折舊與攤提前毛利率將從 2022 年的 12.9%下降至約 12%，而後在 2024 年恢復至約 14%的水準。
- 2023 年的營運資金流入為新台幣 200 億元至 300 億元，隨後 2024 年的營運資金將因銷售量回升而有少量流出。
- 在南亞塑膠電子材料較高的資本支出以及部分在疫情期間延遲之專案相關支出推動下，四大公司 2023 年的資本支出加上投資將增加至約新台幣 800 億元。在毋需對大型化工專案進行投資的情況下，四大公司 2024 年至 2025 年的資本支出將減少。
- 四大公司為越南河靜鋼鐵廠提供的債券擔保在債券於 2025 年 4 月到期前將維持在 10 億美元。
- 2023 年的平均利率將上升 0.5 個百分點，2024 年則將略為下降。
- 2023 年至 2024 年的平均稅率將維持在 18%至 20%之間。
- 現金股利配發率將維持在前一年淨利的 70%至 75%。

重要指標

台塑企業四大公司—預測概要

產業別：大宗化學品

(新台幣百萬元)	2020a	2021a	2022a	2023e	2024f	2025f
營收	914,610	1,334,536	1,466,660	1,280,034	1,365,565	1,435,559
EBITDA (帳列數)	112,310	291,395	122,683	95,417	125,229	142,515
加/(減): 其他	2,828	4,776	7,837	7,837	7,837	7,837
EBITDA	115,138	296,171	130,520	103,253	133,066	150,352
減：已支付利息	(4,876)	(3,715)	(5,243)	(9,627)	(8,695)	(7,105)
減：已支付所得稅	(8,679)	(17,712)	(41,277)	(11,159)	(14,617)	(17,684)
來自本業之現金流量 (FFO)	101,583	274,745	84,000	82,468	109,753	125,562
來自營運的現金流量 (CFO)	135,592	208,454	132,406	145,952	125,224	143,575
資本支出	63,076	73,707	75,914	79,867	76,402	73,693
自由營運現金流量 (FOCF)	72,516	134,746	56,492	66,085	48,822	69,882
借款 (帳列數)	385,380	363,096	474,131	482,809	477,171	460,780
加：租賃負債	7,507	6,989	7,099	7,099	7,099	7,099
減：可自由支配之現金與短投	(204,319)	(236,937)	(211,962)	(214,750)	(214,750)	(214,750)
加/(減): 其他	123,754	56,420	30,708	31,135	30,000	--
借款	312,321	189,568	299,976	306,293	299,519	253,128
現金與短期投資 (帳列數)	241,227	281,064	246,754	250,000	250,000	250,000
調整後財務比率						
借款/EBITDA (x)	2.7	0.6	2.3	3.0	2.3	1.7
FFO/借款 (%)	32.5	144.9	28.0	26.9	36.6	49.6
年度營收成長 (%)	(23.0)	45.9	9.9	(12.7)	6.7	5.1
EBITDA 利潤率 (%)	12.6	22.2	8.9	8.1	9.7	10.5

除非報告中另有說明，所有數據均經過中華信評調整。a—實際值。e—估計值。f—預測值。N.M.—無意義。

2023 年至 2024 年中國積極提高主要大宗化學品的產能恐限制台塑企業四大公司的業務展望。由於中國經濟成長率以及出口表現疲軟，對化學品業的需求依然低迷，且價格難以提振。此外，儘管化學品業目前已因補充庫存與旺季需求而趨於穩定，但進一步新增的產能將限制該產業的復甦。中華信評預測，在 2023 年至 2024 年台塑企業四大公司化學品業務的復甦速度將明顯慢於中華信評之前的預期，且同一期間的利用率將普遍低於景氣循環週期中期的水準。這點亦將導致台塑石化的輕油裂解產能利用率回升幅度有限，原因在於四大公司生產設施已高度整合。

中華信評預期，由於油價偏高且供應仍舊緊俏，未來幾季台塑石化煉油業務的利潤率將提升至約每桶 10 美元。此外，對全球暖化與日俱增的關注程度以及自化石燃料轉型的舉措，降低了對煉油新增產能的投資（中國除外）。2023 年至 2024 年需求成長可能會超過新增產能，並為煉油業務較高的利用率與利潤率提供支撐。因疫情後個人電腦與消費性電子產品的需求萎縮，過去三季南亞塑膠的電子材料業務受到全球科技產業急遽下挫的影響。不過中華信評認為，全球科技業

的去庫存現象已接近尾聲。此外，新的應用（特別是人工智慧、電動車與自動化）將推動電子材料需求成長，尤其是南亞塑膠的晶片載板業務。中華信評預測，2024 年該業務的成長速度將快於該公司的化學品業務。

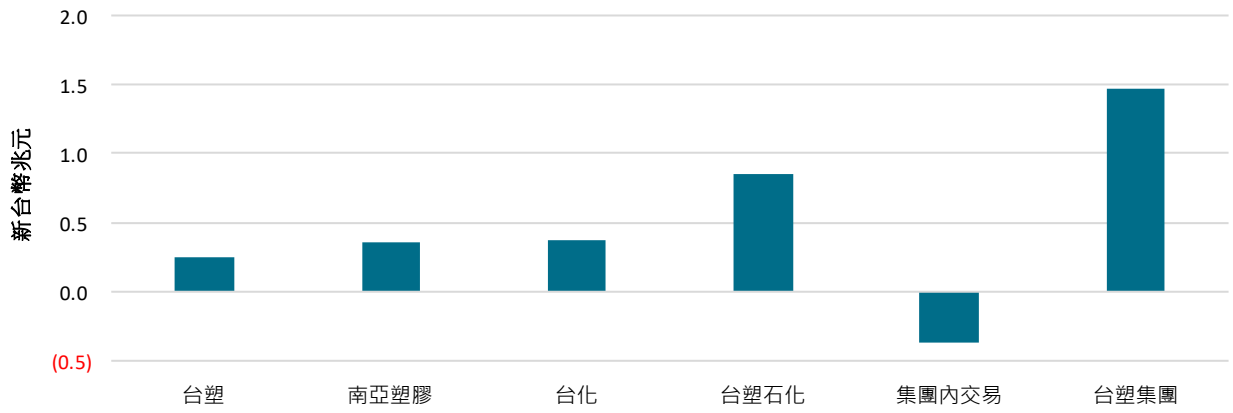
目前較為不利的政治與市場環境將限制資本支出的成長。中華信評認為，由於法規障礙不斷提高，台塑集團規劃在路易斯安那州進行的大型專案在中華信評預測期間內動工的可能性非常低。其他可能在美國的投資，包括台塑已規劃的一貫化 PVC 專案，亦受到不利的市場條件以及營建與營運成本急遽上漲的干擾，以致危及前述投資的可行性。此外，四大公司的主要營運區域（特別是美國）日益嚴格的環保要求與急遽上漲的成本，使得大型化學專案難以推動。儘管如此，中華信評預期，四大公司將增加對永續塑膠與纖維以及電子材料等差異化產品的投資。為提高能源效率並降低溫室氣體及其他污染物的排放，四大公司亦將增加資本支出。因此中華信評預測，未來二至三年四大公司的資本支出可能會維持在相對較高的新台幣 700 億元以上。

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 2022 年的營收約新台幣 1.47 兆元，產生的 EBITDA 則為新台幣 1,306 億元（參見圖 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（2022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（參見表 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 2022 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%則來自亞洲其他國家。四大公司的固定資產主要位於台灣（在 2022 年合計總資產中的占比為 58%），中國（26%）、美國（11%），以及其他地區（約 5%）。

四大公司有顯著的交叉持股，亦擁有共同的主要股東（參見表 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%	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%

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 2023 年 11 月 1 日	BBB+/負向/--; twAA/負向/twA-1+	BBB+/穩定/-- twAA/穩定/twA-1+	BBB/穩定/--	BBB+/穩定/--	BBB+/穩定/--
財務概要 (調整後)	**--會計年度截至 2022 年 12 月 31 日--**				**--會計年度截至 2023 年 3 月 31 日--**
營收	47,741.3	10,034.4	19,785.4	41,232.6	108,534.9
EBITDA	4,248.5	2,433.4	651.4	5,084.7	17,330.3
來自本業之現金流量 (FFO)	2,734.3	1,892.9	297.0	3,469.9	13,927.2
利息費用	209.0	18.9	292.1	256.9	3,412.1
已支付利息	170.7	20.0	274.7	257.4	2,636.3
來自營運之現金流量	4,309.9	3,771.8	(272.0)	437.0	12,725.6
資本支出	2,471.1	797.8	618.2	6,800.1	17,168.1
自由營運現金流量	1,838.9	2,974.0	(890.2)	(6,363.0)	(4,442.5)
可支配現金流量	(3,103.4)	1,578.7	(1,230.0)	(7,230.3)	(5,061.5)
現金與短期投資	8,032.1	3,392.9	924.6	6,741.1	22,764.9
借款	9,764.5	0.0	8,158.2	7,635.9	30,256.1
股東權益	32,470.6	11,141.5	8,644.5	29,797.5	100,932.8
調整後財務比率					
EBITDA 利潤率 (%)	8.9	24.3	3.3	12.3	16.0
資本報酬率 (%)	8.6	19.4	(0.1)	7.8	10.7
EBITDA 利息保障倍數 (x)	20.3	128.6	2.2	19.8	5.1
FFO 現金利息保障倍數 (x)	17.0	95.7	2.1	14.5	6.3
借款/EBITDA (x)	2.3	0.0	12.5	1.5	1.7
FFO/借款 (%)	28.0	N.M.	3.6	45.4	46.0
來自營運的現金流量/借款 (%)	44.1	N.M.	(3.3)	5.7	42.1
自由營運現金流量/借款 (%)	18.8	N.M.	(10.9)	(83.3)	(14.7)
可支配現金流量/借款 (%)	(31.8)	N.M.	(15.1)	(94.7)	(16.7)

N.M.—無意義。

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，但仍領先於長春集團、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。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 EBITDA 中的占比低於 50%。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，與長春集團相較，台塑四大公司因規模更大且整合程度更高，因此競爭地位稍強。不過，四大公司的業務組合中，波動度高的煉油以及大宗化學品業務的占比皆較高。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。

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為較為仰賴大宗化學品與煉油業務而大幅下滑，故其信用指標均弱於長春集團、信實工業公司與 LG 化學公司。而因台塑四大公司將業務自波動度較大之業務種類分散的進程較為緩慢，其現金流量的波動程度可能仍舊高於同業。

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，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。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。

此外，許多大宗化學品產能持續積極擴張，加上中國結構性需求降低，未來三年前述產品恐面臨產能長期過剩的風險。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，且並無跡象顯示中國在 2025 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。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。不過，該產業小型且低效的生產設施將因獲利能力較低而遭到淘汰，這點在中國將特別明顯，因為中國政府為實現其氣候目標，對於能源效率的要求更為嚴格。中華信評亦預期，台塑企業四大公司將透過垂直整合並在改善生產流程方面持續投資，保持其強大的成本地位並維持競爭力。

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。不過，由於目前潛在市場的規模有限，前述投資不太可能快速進行。

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。中華信評亦預測，由於四大公司化學品業務的獲利能力減弱，2023 年至 2024 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 20%至 30%。

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

中華信評預期， 2024 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 2023 年的 3 倍左右逐漸改善至接近 2 倍的水準。中華信評預測，由於獲利能力可望逐漸改善且現金股利配發率與資本支出將維持相對穩定，2024 年至 2025 年台塑企業四大公司應可產生正數的現金流量用以償還借款。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 2023 年升至約新台幣 3060 億元後，將可望在 2024 年至 2025 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（FPCUSA）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 2023 年 6 月 30 日，四大公司的長期投資部位合計為新台幣 3,880 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)	**2022***	**2021**	**2020**	**2019**	**2018**
營收	1,466,660	1,334,536	914,610	1,187,399	1,371,874
EBITDA	130,520	296,171	115,138	148,288	225,690
來自本業之現金流量 (FFO)	84,000	274,745	101,583	112,696	181,819
利息費用	6,420	4,092	4,817	6,236	6,723
已支付利息	5,243	3,715	4,876	5,400	6,895
來自營運之現金流量	132,406	208,454	135,592	171,195	201,823
資本支出	75,914	73,707	63,076	70,608	67,486
自由營運現金流量	56,492	134,747	72,516	100,587	134,338
可支配現金流量	(95,339)	81,851	(5,148)	(28,542)	(2,606)
現金與短期投資	246,754	281,064	241,227	213,006	215,904
調整後可用現金	246,754	281,064	241,227	213,006	215,904
借款	299,976	189,568	312,322	322,681	369,059
股東權益	997,529	1,119,531	940,322	969,420	1,020,935
調整後財務比率					
折舊及攤提前營業利益率(%)	8.9	22.2	12.6	12.5	16.5
資本報酬率(%)	8.6	20.8	6.8	9.6	16.1
EBITDA 利息保障倍數(x)	20.3	72.4	23.9	23.8	33.6
FFO 現金利息保障倍數(x)	17.0	75.0	21.8	21.9	27.4
借款/EBITDA (x)	2.3	0.6	2.7	2.2	1.6
FFO/借款(%)	28.0	144.9	32.5	34.9	49.3
來自營運之現金流量/借款(%)	44.1	110.0	43.4	53.1	54.7
自由營運現金流量/借款 (%)	18.8	71.1	23.2	31.2	36.4
可支配現金流量/借款 (%)	(31.8)	43.2	(1.6)	(8.8)	(0.7)

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	474,131.0	122,683.0	58,963.1	5,697.7	130,519.8	128,202.8	76,635.7
中華信用評等公司調整項目							
已支付所得稅	--	--	--	--	(41,277.1)	--	--
已支付利息	--	--	--	--	(4,520.9)	--	--
帳列租賃負債	7,098.7	--	--	--	--	--	--
可自由支配之現金與短投	(211,961.5)	--	--	--	--	--	--
資本化利息	--	--	--	721.7	(721.7)	(721.7)	(721.7)
來自股權投資的股利收入	--	7,836.8	--	--	--	--	--
非營業利益(費用)	--	--	53,720.0	--	--	--	--
借款： 保證	30,708.0	--	--	--	--	--	--
營運現金流量：其它	--	--	--	--	--	4,924.8	--
總調整	(174,154.8)	7,836.8	53,720.0	721.7	(46,519.7)	4,203.1	(721.7)
	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	299,976.2	130,519.8	112,683.1	6,419.5	84,000.1	132,405.9	75,914.0

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 個月內的流動性需求。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 2023 年 6 月發行的 7 年期新台幣公司債的利率為 1.62%）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：2023 年 6 月底時為新台幣 2,410 億元。
- 來自本業的現金流量：截至 2024 年 6 月 30 日之前 12 個月期間為新台幣 1,200 億元至 1,250 億元。
- 營運資金流入：截至 2024 年 6 月 30 日之前 12 個月期間為約新台幣 100 億元。
- 2024 年 6 月 30 日後到期之未動用長期信用額度：截至 2023 年 6 月底止約為新台幣 460 億元。

主要流動性用途

- 到期借款加償還短期借款：截至 2024 年 6 月 30 日之前 12 個月期間約為新台幣 2,090 億元。
- 資本支出：截至 2024 年 6 月 30 日之前 12 個月期間為新台幣 770 億元至 800 億元。
- 現金股利配發率：為前一年淨利的 70%至 75%。

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。

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 年減少 20%與 40%；南亞 2025 年與 2030 年分別較 2007 年減少 20%與 35%；台化 2025 年與 2030 年分別較 2020 年減少 10%與 25%；台塑石化 2025 年與 2030 年分別較 2020 年減少 22%與 28%）。雖然前述目標需要持續的資本支出，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，中華信評認為，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，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 2022 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 896 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 39 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 2022 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 1,820 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。

台灣化學纖維股份有限公司 2022 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 1,500 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 463 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 2022 年 12 月 31 日時的資本結構組成包括：新台幣 599 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：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: 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
- 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
- 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 網站。)

評等表（截至 November 22, 2023）

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 © 2023 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。