

Rating Research Services

評等報告：

台灣塑膠工業股份有限公司

主辦分析師：

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

第二聯絡人：

許立德; (886) 2 8722-5828; david.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

其它調整因子

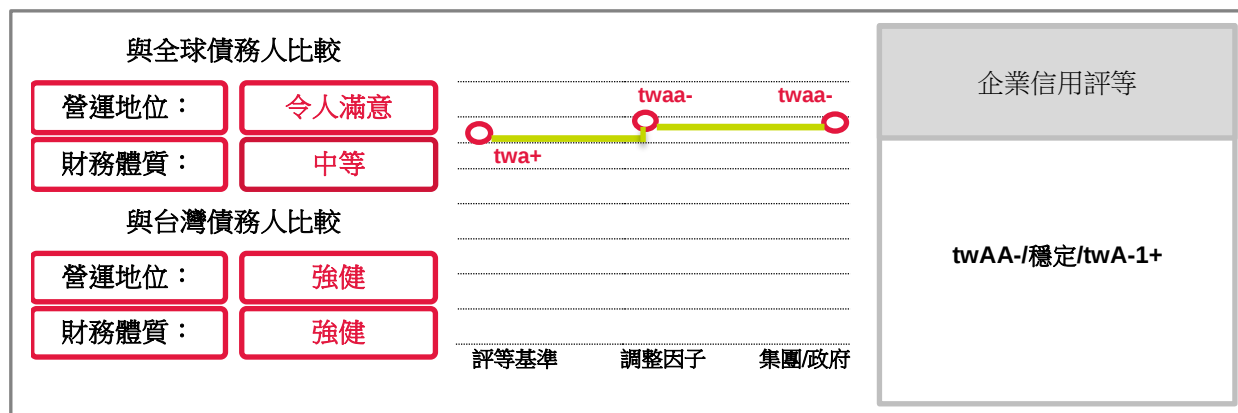
集團支持

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
- 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。 - 資產集中性以及環境保護方面逐漸提高的法規風險。	- 現金流量適足率可望在2015年至2016年期間漸獲提升。 - 預期台塑集團四家核心公司的財務槓桿比率將可在其獲利率提升與降低借款的努力下得到改善。 - 降低對台塑河靜鋼鐵公司的持股比率以及對該公司借款提供的擔保支持程度。 - 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，在新加入的策略聯盟投資人完成對河靜鋼鐵公司的資金挹注後，台塑集團四家核心公司應可透過其營運現金流量、來自聯屬企業的企業間往來還款、以及降低其對台塑越南河靜鋼鐵公司借款提供的擔保支持程度等，持續降低該集團的借款水準。前述情況，加上該集團獲利能力的提升，預料應可使台塑集團四家核心公司2015年至2016年來自本業之現金流量（FFO）對借款比提升至30%至40%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

基於台塑集團四家核心公司的財務槓桿水準仍舊偏高，加上亞太地區大宗化學產品市場的狀況疲弱，因此該集團評等在未來12個月內獲得調升的可能性不高。然而，若台塑集團四家核心公

司能將其FFO對借款比穩定維持在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，進而使該集團的獲利得以穩定提升；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			
• 預估中國2015年與2016年的GDP成長率將分別達6.8%與6.3%，台灣2015年與2016年的GDP成長率預估則為1.5%與2.2%。 • 主要大宗化學產品訂價仍將因中國方面的需求成長緩慢以及低油價而維持在疲弱狀態。不過成本的降低應可使獲利空間獲得改善。 • 台塑集團四家核心公司2015年至2016年的設備利用率應可維持。 • 資本支出規模將小幅下降。 • 借款槓桿比將可在其較保守的財務政策支應下快速降低。		2014A	2015E	2016E
	EBITDA 利潤率	6.8%	15.0%-16.0%	13.5%-14.5%
	借款/EBITDA	5.9x	2.0x-3.0x	3.0x
	FFO/借款	16.3%	30.0%-40.0%	30.0%-40.0%
	A—實際值；E—估計值。FFO—來自本業之現金流量。			

公司簡述

台灣塑膠工業股份有限公司（台塑）為台塑集團四家核心公司之一，而台塑集團以總資產排名，為台灣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。

中華信評預期，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**的持股比率將會下降，進而顯著降低該集團在該鋼鐵廠計畫相關方面面臨的業務與財務風險。**台塑河靜鋼鐵公司**的投資成本約**105**億美元。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。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處於供給過剩的狀態。

中華信評並不預期台塑集團四家核心公司將會在未來幾年中，對旗下已進行大幅度調整營運策略的 **DRAM**（動態隨機存取記憶體）投資事業〔**南亞科技股份有限公司**（南亞科技）與**華亞科技股份有限公司**（華亞科技）〕，展開大規模的注資行動。南亞科技已退出個人電腦用 **DRAM** 市場、華亞科技則專注於為美國的美光科技公司製造附加價值較高的產品，加上全球 **DRAM** 市場行情近來出現好轉等，已使南亞科技與華亞科技過去幾季的績效表現大幅增強。

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，這部分可由該集團四家核心公司 2012 年較弱的績效表現獲得印證。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，應可在未來的二至三年中大幅降低**麥寮六輕**廠區面臨的營運風險。

中華信評認為，相對於煤基化學品的生產，近來全球原油價格走低的情勢，應可在未來一至二年期間，增強原油化學品生產的成本結構，並縮窄其相對於以油井伴生天然氣與頁岩氣為原料的化學品生產的成本劣勢。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，油價下跌應可在未來一至二年中帶動油品消費量的提高，且將有助於維持台塑石化煉油事業的利潤空間。

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：2015年的營收應會有中間兩位數字的下降，2016年則有低個位數的成長幅度；另外預估該四家核心公司2015年至2016年的EBITDA利潤率將在15%至16%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：

- 中國2015年的GDP成長率預估值為6.8%，2016年為6.3%；台灣2015年的GDP成長率預估值為1.5%，2016年為2.2%。
- 根據標準普爾預估，目前至2015年底布蘭特原油均價在每桶50美元，2016年為每桶55美元。
- 主要大宗化學產品的需求成長與產品訂價在2015年至2016年間將維持在疲弱狀態，因為預期原油價格仍將維持在較低水準，且中國的GDP成長仍將較為緩慢。不過，中華信評預期，以原油為基礎化學產品的成品原料差將會擴大，主要的支持因素在於投入成本的下降，而且原油價格下滑也帶動了市場對油品的需求轉強。
- 台塑石化2015年至2016年的煉油設備利用率將維持在90%以上，該公司2014年時的煉油設備利用率為90%，2013年為85%，2014年至2015年為90%；同時2015年至2016年烯烴設備的運轉率應可由2014年時的約94.5%，提高至96%。

財務體質：強健

中華信評預期，台塑集團四家核心公司將會運用其營運現金流量、來自聯屬企業的企業間往來還款、以及降低其對台塑越南河靜鋼鐵公司借款提供的擔保支持程度等，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因原料成本降低而漸有提升的獲利能力支應下，持續產生較強健的自由營運現金流量。同時，中華信評認為，在台塑集團四家核心公司的借款水準明顯降低後，預料該集團2016年的現金股利配發率，可能會從2015年的60%左右，提高至80%至90%間。因此，中華信評預估，台塑集團四家核心公司2015年至2016年的FFO對借款比，也將從2014年的16.3%提高至30%至40%間。此外，中華信評預期，該集團2015年至2016年的EBITDA現金利息保障倍數應可保持在20倍以上的水準。

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570億元；同時，在台塑河靜鋼鐵公司銀行借款的轉融資作業完成後，台塑四家核心公司對台塑集團（開曼）有限公司提供擔保的規模將可減少約新台幣450億元。
- 台塑集團四家核心公司將收到來自南亞科技對公司間往來的還款，2015年的金額約為新台幣95億元。
- 2015年及2016年的資本支出將降至新台幣260億元至新台幣320億元間，但2017年至2018年將提高至每年約為新台幣440億元，以支應該集團在美國進行擴廠之用。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採取其它額外的資本挹注行動。
- 台塑集團四家核心公司2015年與2016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年的現金股利配發率將提高至淨利的約80%-90%，2015年至2016年平均稅率則將維持在與2014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)	2014	2013	2012	2011	2010
營業收入	1,439,399	1,449,370	1,276,292	1,292,664	1,224,474
EBITDA	97,602	141,753	95,887	193,328	238,531
來自本業之現金流量 (FFO)	93,522	126,242	92,599	186,283	224,408
來自繼續營運部門的淨利	66,962	78,354	27,100	99,797	148,381
營運現金流量	90,696	110,712	83,236	123,797	172,753
資本支出	38,757	97,568	71,089	55,420	43,746
自由營運現金流量	51,940	13,144	12,147	68,377	129,007
自由運用現金流量	5,036	(676)	(55,731)	(60,810)	53,306
現金與短期投資	42,123	18,359	19,149	20,719	20,115
借款	574,369	627,715	612,438	513,890	428,429
股東權益	816,512	725,995	633,416	680,671	706,558
調整後財務比率					
折舊及攤提前營業利益率(%)	6.8	9.8	7.5	15.0	19.5
資本報酬率 (%)	5.9	8.0	3.4	11.1	15.7
EBITDA 利息保障倍數 (x)	9.8	14.1	9.1	22.3	28.0
FFO 現金利息保障倍數 (x)	10.2	13.2	9.9	24.0	27.1
借款/EBITDA (x)	5.9	4.4	6.4	2.7	1.8
FFO/借款 (%)	16.3	20.1	15.1	36.2	52.4
營運現金流量 / 借款 (%)	15.8	17.6	13.6	24.1	40.3
自由營運現金流量 / 借款 (%)	9.0	2.1	2.0	13.3	30.1
自由運用現金流量 / 借款 (%)	0.9	(0.1)	(9.1)	(11.8)	12.4

流動性：允當

台塑集團四家核心公司的短期企業信用評等為「twA-1+」。中華信評認為，以台塑集團四家核心公司2015年至2016年的流動性來源對流動性用途比應可維持在1.2倍以上來看，台塑集團四家核心公司的流動性「允當」，足以支應其未來一年的營運調度需求。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應可為其財務彈性提供支持，而這點可由該集團因享有非常低的信用利差而受惠獲得印證。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
- 現金與短期投資：2014年底時為新台幣1,685億元。 - FFO：2015年時約為新台幣1,410億元。 - 營運資本流入約新台幣620億元，主要係來自公司間往來還款。	2015年到期借款：約為新台幣1,860億元。 - 資本支出：2015年約為新台幣320億元。

其它調整因子

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；標準普爾評級服務評等：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3月底時，該四家核心公司的長期投資部位合計約為新台幣3,430億元。台塑美國公司與麥寮汽電2014年為該四家核心公司帶進的投資收益即達新台幣120億元，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121億元。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：所有評分用語則是與全球債務人相比為基礎）

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：允當（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2014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	633,000.3	91,099.8	20,377.3	9,220.6	91,099.8	91,412.8	39,473.1
中華信評調整項目							
利息支出 (帳列數)	--	--	--	--	(9,220.6)	--	--
利息收入 (帳列數)	--	--	--	--	10,398.0	--	--
當期租稅費用 (帳列數)	--	--	--	--	(4,541.7)	--	--
剩餘現金	(126,367.7)	--	--	--	--	--	--
資本化利息	--	--	--	716.4	(716.4)	(716.4)	(716.4)
來自股權投資之股利	--	6,502.7	--	--	6,502.7	--	--
非營運利益 (費用)	--	--	61,765.8	--	--	--	--
借款 - 保證	67,736.8	--	--	--	--	--	--
總調整	(58,630.9)	6,502.7	61,765.8	716.4	2,422.0	(716.4)	(716.4)
	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	574,369.3	97,602.5	82,143.1	9,937.0	93,521.8	90,696.4	38,756.7

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

- Key Credit Factors For The Oil Refining And Marketing Industry, March 27, 2014
- Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers, Dec. 16, 2014
- Key Credit Factors For The Commodity Chemicals Industry, Dec. 31, 2013
- Methodology For Crude Oil And Natural Gas Price Assumptions For Corporates And Sovereigns, Nov. 19, 2013
- Group Rating Methodology, Nov. 19, 2013
- Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013
- Corporate Methodology, Nov. 19, 2013
- Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, Nov. 19, 2013
- Methodology: Industry Risk, Nov. 19, 2013
- Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities And Insurers, Nov. 13, 2012
- National And Regional Scale Credit Ratings, September 22, 2014
- Standard & Poor's National And Regional Scale Mapping Tables, September 30, 2014
- 認識中華信評評等定義, www.taiwanratings.com, November 18, 2014

(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 2009/05/06	twAA-/穩定/twA-1+ twAA-/負向/twA-1+ twAA-/穩定/twA-1+

著作權 © 2015 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。中華信評的信用評等是關於信用風險的意見。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。中華信評不保證評等所根據之資訊或使用這類資訊所得之評等結果的準確性、完整性或及時性。

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。

中華信評得就其評等與某些分析收取報酬，且通常是來自發行體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/tw（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。