

# 台灣塑膠工業股份有限公司

## 評等報告

November 14, 2019

主辦分析師

許立德

台北

+886-2-8722-5828

david.hsu

@spglobal.com

david.hsu

@taiwanratings.com.tw

協辦分析師

許智清, CFA

台北

+886-2-8722-5827

raymond.hsu

@taiwanratings.com.tw

raymond.hsu

@spglobal.com



中華信用評等  
**Taiwan Ratings**

An S&P Global Company

[rrs.taiwanratings.com.tw](https://rrs.taiwanratings.com.tw)

Taiwan Ratings Corp. All rights reserved. No reprint or dissemination without Taiwan Ratings Corp.'s permission. See Disclaimer on the last page.

內容

- 1 信評要點
- 2 評等展望
- 3 中華信評基本情  
境假設
- 4 公司簡述
- 5 營運地位
- 6 財務體質
- 7 流動性
- 8 環境、社會與治  
理
- 9 集團影響
- 10 債務發行信用評  
等
- 11 調節表
- 12 評等評分摘要
- 13 相關準則

## 信評要點

### 摘要

| 主要優勢                                    | 主要風險                                             |
|-----------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 多種石化產品在亞太地區均具有強健的市場地位。                  | 獲利能力與現金流量產生能力已轉弱，且在未來一至二年期間仍可能持續。                |
| 在生產流程高度垂直整合的支持下，使該集團享有強健的營運效率與良好的產品分散性。 | 即將在美國路易斯安納州進行的投資擴廠計畫，可能會在未來三至五年期間，提高台塑集團的財務槓桿水準。 |
| 良好的財務彈性，因其帳上持有為數可觀且較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面臨的資產集中風險。                  |
| 流動性允當，且與銀行體系維持穩健的往來關係。                  | 當非核心投資事業因經濟景氣下挫而面臨潛在風險時，可能需要該集團提供支持。             |

**亞太區石油與化學品市場曾過去幾年的榮景已經反轉，而且 2020 年可能還會持續。**高度的市場不確定性、與大部分歸因於美國與其他國家（特別是中國）間貿易緊張情勢所導致的整體總體經濟逆風挑戰等，可能會在未來的一至二年期間繼續對下游需求的改善形成限制，並使石油與化學品產業鏈的庫存量持續維持在較低水準。

**全球產能的擴增仍高於中華信評原先的預期。**由美國（以頁岩氣為主）與亞洲（主要是在中國與中東地區的輕油及煤化工）地區所帶動的產能擴增趨勢 2020 年將會持續，並可能會對未來二至三年的化學產品價差造成壓力。若疲弱的全球需求無法吸納這些新增產能所生產的化學品，例如乙烯、丙烯、對二甲苯與其下游的各項衍生產品，則整體市場情勢可能還會進一步轉差。

**儘管生產基地與進料來源的多樣化發展可帶來好處，但在美國進行的超大型投資計畫預期將削弱台塑集團的財務實力。**中華信評預期，台塑集團將自 2020 年起提高其資本支出規模，以支應其在美国進行的重要擴廠計畫。台塑集團計畫在美國路易斯安納州興建一座以頁岩氣為基礎的一貫石化生產基地，投入金額將超過 100 億美元，並將在 2019 年至 2028 年期間分二階段進行。這項投資計畫加上台塑集團在亞洲持續進行中的擴建工程，可能會使該集團無法降低其借款槓桿比；不過，這項投資計畫亦可提升台塑集團的地理營運區域與原料供應來源的分散程度，長期則可使該集團的獲利能力更為穩定。

### 評等展望：負向

「負向」的評等展望係反映台塑集團四家核心公司面臨的下行風險情境，亦即該集團的借款對 EBITDA 比可能會維持在 2 倍以上，並維持一段較長的時間。中華信評認為，受市場不確定性影響而持續減緩的需求、全球產能的增加、以及台塑集團本身不斷增加的資本支出（特別是在美國）、與其仍維持在較高水準的現金股利配發率等，可能會導致台塑集團無法在 2019 年至 2020 年期間恢復其原有的獲利能力，且可能無法產生正的自由現金流量。

### 評等下調情境

若台塑集團無法適度提升其獲利能力，且其借款對 EBITDA 比持續維持在 2 倍以上的水準，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。可能導致前述評等下調的情境為：石化業的市場情勢因亞太區與全球經濟進一步轉弱的程度超過中華信評的預估水準而無法改善。可能導致台塑集團評等下調的情境還包括：該集團在未來幾年逐步提高其投資水準之際，並未同步採取限制其現金流出量與抑制借款水準升高的措施，例如持續配發高額股利等。

### 評等上調情境

若台塑集團能持續將其借款對 EBITDA 比長期有效維持在低於 2 倍的水準，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」。可能達到前述評等展望調整的情況為：若該集團能不受市場景氣衰退影響，適度恢復其獲利能力並提升其現金流量產生能力；或是若該集團能透過降低現金股利的發放、或是經由其他處分資產等方式，降低其借款槓桿比等。

## 中華信評基本情境假設

中華信評對台塑集團四家核心公司的基本情境預估為：該四家核心公司 2019 年的營收將減少 10% 至 12%，2020 年則將出現低個位數字百分比的成長。同時，台塑集團四家核心公司未來兩年的 EBITDA 利潤率將降低至 13% 至 16% 間。

### 假設

總體經濟與產業相關假設：

- 標普全球評級對布蘭特原油價格的基本情境假設為：2019 年剩餘期間及 2020 年為每桶 60 美元。
- 價格趨疲可能會在未來幾個月期間對亞太區的化學業者持續帶來壓力。區域經濟成長前景轉弱以及美中貿易緊張情勢可能會使化學品的價格與此產業的獲利率持續受到拖累。另就未來幾個月來看，有限的需求加上中國與其他亞洲地區的產能擴充計畫等，有可能會對此區的化學業者造成雙重打擊。

台塑集團的營運假設：

- 受到需求不確定、市場的整體庫存降低、且產品的平均售價普遍下滑等因素的影響，台塑集團四家核心公司 2019 年的營收將減少。2020 年將則會有低個位數字的銷售成長表現，這主要是因為受到新增產能加入，例如南亞塑膠在美國新增的乙二醇產能，以及台塑石化煉油產能運轉率提高等因素的支持。
- 台塑石化 2019 年與 2020 年的煉油產能利用率將分別維持在 89% 與 92%；烯烴設備的利用率在 2019 年與 2020 年時則將由之前兩年的 95% 至 96% 降低至 93%。
- 需求的不確定以及新增產能的加入，將會在未來兩年期間對台塑集團四家核心公司目前已相對偏弱的 EBITDA 利潤率造成負面影響。中華信評認為，高附加價值產品的銷售量逐漸增加，以及生產製造流程更具效率等因素，將僅能部分抵銷該四家核心公司因產業景氣衰退而受到的影響。
- 2019 年的資本支出加投資規模將會增加，其中主要是為了支應該集團在美國德州與中國地區的產能擴充之用。從 2020 年開始，該集團的資本支出將會維持在較高水準，且主要是為了支應該集團在美國路易斯安那州的投資專案。中華信評對台塑集團四家核心公司在資本支出加投資方面的基

本情境預估為：2019 年約在新台幣 900 億元至新台幣 1,000 億元，而 2020 年至 2021 年則每年約為新台幣 1,000 億元。

- － 台塑集團對其越南河靜鋼鐵廠計畫提供的借款擔保額度將可小幅降低，預估 2021 年時，該借款擔保額度將可由 2019 年 7 月底時的約新台幣 1,240 億元降低至約新台幣 1,180 億元。
- － 未來兩年的現金股利配發率將維持在前一年淨利的 70% 左右；而該集團 2019 年至 2020 年的平均稅率將維持在與其 2018 年時相同的水準。
- － 中華信評假設該集團在 2019 年至 2020 年的現金轉換週期將與 2018 年時相同。
- － 在 2019 年至 2020 年期間的利率水準應不會大幅升高。
- － 中華信評在計算台塑集團四家核心公司的調整後借款時，對其帳上現金及約當現金部位使用的折扣率為 16.5%。

#### 重要指標

|              | 2018  | 2019e   | 2020e   | 2021e   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|
| 借款對 EBITDA 比 | 1.6x  | 2x-2.5x | 2x-2.5x | 2x-2.5x |
| FOCF 對借款比    | 36.1% | 15%-20% | 10%-15% | 10%-15% |

e—中華信評等公司預估值。FOCF—自由營運現金流量。

#### 基本情境預測

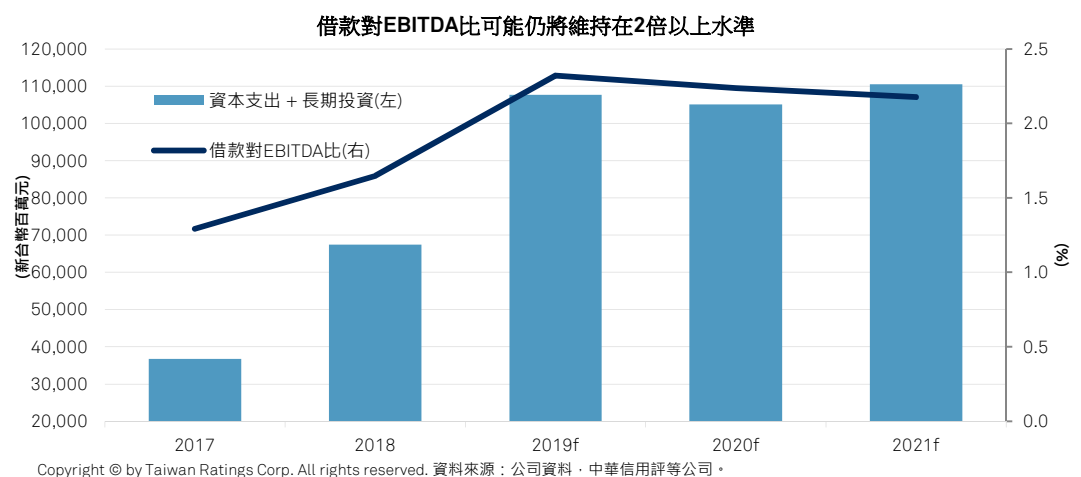
台塑集團四家核心公司的借款對 EBITDA 比仍會維持在 2 倍以上的水準。

台塑集團的獲利能力與現金流量產生能力已經明顯轉弱，且在高度的市場不確定性、總體經濟的逆風挑戰、以及全球產能持續擴增的影響下，可能還會持續弱化。這些因素，加上台塑集團即將在美國進行的大型擴廠計畫，以及其仍維持較高的現金股利發放策略等，可能會使該集團 2019 年至 2020 年的借款對 EBITDA 比維持在 2 倍以上的水準。

#### 石油與化學品價格將對台塑集團的營收成長造成壓力。

台塑集團的營收成長趨勢大致與原油與化學品價格的趨勢相似，受到該集團持續擴增產能的影響程度則較小。由於中華信評預期在需求面持續疲弱之際，原油價格將走低且化學品價格也將持續下滑，因此認為台塑集團未來幾季的營收將會減少。

圖 1 | 圖表資料下載



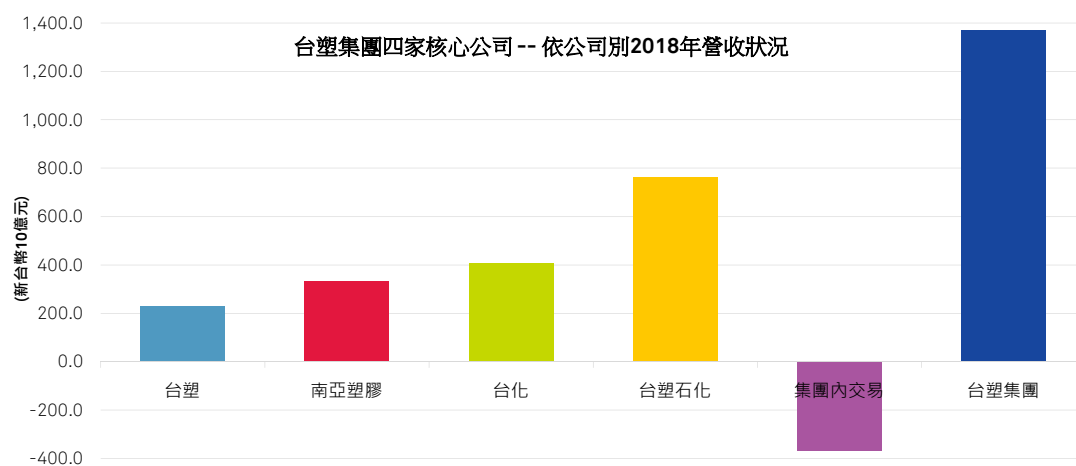
## 公司簡述

台塑企業集團是台灣以資產排名最大的民營工業集團。中華信評評估認為，四家公司——**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），在台塑集團中的地位在核心成員等級，因為該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 與圖 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)、乙烯乙酸乙烯酯(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                                                                                                                |

圖 2 | 圖表資料下載



資料來源：公司資料。Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.



## 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、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強健的競爭地位與令人滿意的獲利能力。

雖然台塑集團致力改善其產品組成結構，並提高其中具高附加價值產品的比重，但該集團目前已轉弱的獲利能力與現金流量產生能力，面臨可能無法在接下來的 2019 年甚至 2020 年期間恢復的重大風險。再者，油價本身的波動特性、亞太區大部分大宗化學品供過於求狀態的持續、以及此區經濟因貿易緊張局勢而面臨的下行風險（特別是中國）等，均可能會在未來的二至三年期間削弱台塑集團的獲利能力與現金流量產生能力。

由於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，因此未來幾年，台塑集團四家核心公司仍將持續面臨資產集中性風險。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，都有可能對該四家核心公司的營運績效與現金流量造成重大影響。不過，台塑集團持續強化安全措施的大額投資以及提高的機器設備維護支出等，應能在未來兩年間持續為麥寮六輕維持穩定的績效表現提供支持。此外，就長期而言，路易斯安那州的投資計畫亦將能協助台塑集團降低前述集中性風險。

中華信評預期，台塑集團四家核心公司仍將維持對台塑越南鋼鐵廠借款提供擔保的曝險部位，惟該四家核心公司提供的擔保金額可能會下降，且不會超過該四家公司對台塑越南鋼鐵廠合計為 49.575% 的持股比例。不過，中華信評認為，雖然東協國家的市場狀況持續改善且在鋼鐵方面仍處於供給不足狀態，但由於台塑集團在經營鋼鐵業方面的經驗有限，加上該項計畫所面臨的國家與執行風險均較高，因此越南鋼鐵廠將持續為該集團帶來額外的經營風險。

## 同業比較

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），與台塑集團四家核心公司進行同業比較。

台塑集團是亞太區中最大型的石化產品製造集團之一，而且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。台塑集團在數個大宗標準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，台塑集團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集團。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。與台塑集團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。信實工業公司的各項財務比率表現，因為該公司過去幾年中採取較為積極的擴張政策而較其他同業表現為弱。而台塑集團也有持續的產能擴充計畫，因此當市況轉趨低迷之際，可能也會導致該集團在維持各項財務比率方面面臨壓力。

表 2 | 圖表下載

台塑集團四家核心公司 - 同業比較

| (百萬美元)            | 台塑集團<br>四家核心公司               | PTT 全球化學<br>公共有限公司<br>PTT Global Chemical<br>Public Co. Ltd. | LG 化學公司<br>LG Chem Ltd. | 信實工業公司<br>Reliance Industries Ltd. |
|-------------------|------------------------------|--------------------------------------------------------------|-------------------------|------------------------------------|
| 財務概要 (調整後)        | --會計年度截至 2018 年 12 月 31 日止-- |                                                              |                         | --會計年度截至<br>2019 年 3 月 31 日止--     |
| 營收                | 44,817.8                     | 16,044.6                                                     | 25,308.3                | 83,858.6                           |
| EBITDA            | 7,373.1                      | 1,779.6                                                      | 3,279.2                 | 12,772.1                           |
| 來自本業之現金流量 (FFO)   | 5,939.8                      | 1,506.4                                                      | 2,523.7                 | 7,385.8                            |
| 利息費用              | 219.6                        | 134.4                                                        | 145.7                   | 4,123.1                            |
| 已支付利息             | 225.2                        | 109.8                                                        | 137.1                   | 3,626.8                            |
| 來自營運之現金流量         | 6,593.4                      | 1,657.8                                                      | 1,800.4                 | 3,845.3                            |
| 資本支出              | 2,204.7                      | 980.0                                                        | 3,780.2                 | 13,513.0                           |
| 自由營運現金流量          | 4,388.7                      | 677.8                                                        | (1,979.8)               | (9,667.7)                          |
| 可支配現金流量           | (85.1)                       | 67.1                                                         | (2,423.9)               | (10,285.7)                         |
| 現金與短期投資           | 7,053.4                      | 1,656.9                                                      | 2,295.6                 | 11,288.9                           |
| 借款                | 12,741.0                     | 1,942.6                                                      | 3,216.7                 | 38,355.7                           |
| 股東權益              | 33,352.9                     | 9,388.2                                                      | 15,555.3                | 57,066.9                           |
| <b>財務比率</b>       |                              |                                                              |                         |                                    |
| EBITDA 利潤率 (%)    | 16.5                         | 11.1                                                         | 13.0                    | 15.2                               |
| 資本報酬率 (%)         | 15.8                         | 12.9                                                         | 11.7                    | 12.5                               |
| EBITDA 利息保障倍數 (x) | 33.6                         | 13.2                                                         | 22.5                    | 3.1                                |
| FFO 現金利息保障倍數 (x)  | 27.4                         | 14.7                                                         | 19.4                    | 3.0                                |
| 借款/EBITDA (x)     | 1.7                          | 1.1                                                          | 1.0                     | 3.0                                |
| FFO/借款 (%)        | 46.6                         | 77.5                                                         | 78.5                    | 19.3                               |
| 來自營運之現金流量/借款 (%)  | 51.7                         | 85.3                                                         | 56.0                    | 10.0                               |
| 自由營運現金流量/借款 (%)   | 34.4                         | 34.9                                                         | (61.5)                  | (25.2)                             |
| 可支配現金流量/借款 (%)    | (0.7)                        | 3.5                                                          | (75.4)                  | (26.8)                             |

Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

## 財務風險

在預期未來的獲利能力與現金流量產生能力將有所轉弱，加上又有較龐大的資本支出負擔來看，台塑集團四家核心公司未來兩年可能會面臨持續性的現金流出以及借款水準增加的情況。不過，中華信評預期，在這段高資本支出需求期間，若石化產業正面臨景氣衰退趨勢，則台塑集團可能會採取一些相應的措施來協助其控制借款槓桿比的水準。這些措施可能包括減少發放現金股利在內。另外，將台塑集團核心成員對台塑越南鋼鐵提供的借款擔保額度逐步移轉至非台塑集團的股東，也有助於降低台塑集團未來幾年中面臨的部分財務風險壓力。

不過，中華信評也認為，台塑集團四家核心公司擁有的財務彈性將可支持其信用結構，因為該集團四家核心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）等具有相當獲利性的公司；而這些持股在需要時，應可在合理的期間內完成處分。2018 年底時，該四家核心公司的長期投資部位合計約為新台幣 4,160 億元，其中台塑美國公司為該四家核心公司產生的投資收益為新台幣 56 億元，而其它投資在該年度中為台塑集團四家核心公司產生的投資收益則約為新台幣 200 億元。

表 3 | 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)         | 2018      | 2017      | 2016      | 2015      | 2014      |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 營收               | 1,371,874 | 1,186,864 | 1,058,828 | 1,139,093 | 1,439,399 |
| EBITDA           | 225,690   | 250,337   | 227,635   | 173,458   | 97,602    |
| 來自本業之現金流量 (FFO)  | 181,819   | 212,088   | 199,788   | 159,600   | 78,387    |
| 利息費用             | 6,723     | 6,885     | 7,076     | 8,595     | 9,937     |
| 已支付利息            | 6,894     | 7,009     | 8,446     | 9,506     | 10,142    |
| 來自營運之現金流量        | 201,823   | 198,066   | 181,503   | 271,921   | 90,696    |
| 資本支出             | 67,486    | 36,761    | 26,906    | 38,704    | 33,933    |
| 自由營運現金流量         | 134,338   | 161,304   | 154,596   | 233,218   | 56,764    |
| 可支配現金流量          | -2,606    | 45,312    | 74,954    | 197,410   | 9,860     |
| 現金與短期投資          | 215,904   | 260,530   | 265,450   | 227,726   | 168,490   |
| 調整後可用現金          | 215,904   | 260,530   | 265,450   | 227,726   | 168,490   |
| 借款               | 371,650   | 323,525   | 444,076   | 489,304   | 560,048   |
| 股東權益             | 1,020,935 | 994,899   | 900,944   | 839,961   | 816,512   |
| <b>調整後財務比率</b>   |           |           |           |           |           |
| 折舊及攤提前營業利益率(%)   | 16.5      | 21.1      | 21.5      | 15.2      | 6.8       |
| 資本報酬率(%)         | 16.1      | 17.0      | 14.4      | 10.3      | 6.0       |
| EBITDA 利息保障倍數(x) | 33.6      | 36.4      | 32.2      | 20.2      | 9.8       |
| FFO 現金利息保障倍數(x)  | 27.4      | 31.3      | 24.7      | 17.8      | 8.7       |
| 借款/EBITDA (x)    | 1.6       | 1.3       | 2.0       | 2.8       | 5.7       |
| FFO/借款(%)        | 48.9      | 65.6      | 45.0      | 32.6      | 14.0      |
| 來自營運之現金流量/借款(%)  | 54.3      | 61.2      | 40.9      | 55.6      | 16.2      |
| 自由營運現金流量/借款(%)   | 36.1      | 49.9      | 34.8      | 47.7      | 10.1      |
| 可支配現金流量/借款(%)    | (0.7)     | 14.0      | 16.9      | 40.3      | 1.8       |

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。 Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

## 流動性：允當

台塑集團四家核心公司的短期評等為「twA-1+」。中華信評認為，台塑集團四家核心公司的流動性結構允當，足以支持其未來 12 個月的資金調度所需。中華信評在計算台塑集團四家核心公司的流動性時僅假設該集團會維持一定水準的維持性資本支出，據此估算出該集團未來 12 個月的流動性來源對流動性用途比將在 1.8 倍的水準。中華信評認為，即便在台塑集團的 EBITDA 預估值下滑 15% 的情況下，該集團的流動性來源仍將超過其流動性用途而有餘。中華信評仍認為，台塑集團與銀行間穩健的往來關係與整體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以及大量未動用的借款額度得到印證。此外，中華信評亦認為，台塑集團應該很容易就能符合其銀行借款合同對該集團目前財務比率（包括負債對股東權益比、利息保障倍數、以及淨值等表現）所設定之較偏寬鬆的財務限制條款規定。



| 主要流動性來源                                                                                                                                                                                               | 主要流動性用途                                                                                                                                                                                   |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>現金與短期投資部位：2019 年 6 月底時為新台幣 2,150 億元。</li><li>FFO：在 2020 年 6 月底止之前 12 個月期間為每年新台幣 1,500 億元至新台幣 1,600 億元。</li><li>未動用的長期信用額度：截至 2019 年 6 月底止為新台幣 950 億元。</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>2020 年 6 月底止之前 12 個月期間的到期的借款加上須償還之短期借款：約新台幣 1,260 億元。</li><li>維持性資本支出：在 2020 年 6 月底止之前 12 個月期間約為新台幣 300 億元。</li><li>現金股利配發率：約為前一年淨利的 70%。</li></ul> |

## 環境、社會與治理

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集團四家核心公司進行評等分析時，社會因素與環境因素均是重要考量。

已有升高的監管風險和日益升高的環保壓力，過去以來已對該集團的信用品質造成影響。2011 年，台塑集團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。台塑集團目前仍然面臨來自當地社區和地方政府持續的壓力，要求其以高於監管標準的管理方式控管其對空氣、水和土地造成的污染，而中華信評認為，這都需要持續的資本支出。

不過，治理因素對台塑集團評等的影響性則屬中性，因為在台塑集團經驗豐富的管理團隊支持下，該集團擁有令人滿意的企業管理與治理。另外，該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

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集團信用結構；在此基礎上，台塑集團四家核心公司的個別長期發行體信用評等等級均與其目前為「twaa」的集團信用結構評估等級相同。

## 債務發行信用評等

### 資本結構

台灣塑膠工業股份有限公司 2018 年底時的資本結構組成包括：新台幣 57 億元的擔保債務、新台幣 1,184 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 100 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 2018 年底時的資本結構組成包括：新台幣 33 億元的擔保債務、新台幣 1,464 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 13 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 2018 年底時的資本結構組成包括：新台幣 70 億元的擔保債務、新台幣 1,544 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 389 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 2018 年底時的資本結構組成包括：無擔保債務、新台幣 618 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，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。該四家核心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。

## 調節表

表 4 | [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 (年度截至 2018 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       | 351,882.7   | 218,892.1 | 159,581.5 | 6,193.5 | 225,690.3  | 197,111.4 | 67,644.8 |
| <b>中華信用評等公司調整項目</b> |             |           |           |         |            |           |          |
| 已支付所得稅              | --          | --        | --        | --      | (36,976.7) | --        | --       |
| 已支付所得稅 - 其他         | --          | --        | --        | --      | --         | --        | --       |
| 已支付利息               | --          | --        | --        | --      | (6,364.7)  | --        | --       |
| 營業租賃                | 5,293.7     | 1,163.7   | 370.6     | 370.6   | (370.6)    | 793.2     | --       |
| 可自由支配之現金與短投         | (180,279.8) | --        | --        | --      | --         | --        | --       |
| 資本化利息               | --          | --        | --        | 159.2   | (159.2)    | (159.2)   | (159.2)  |
| 來自股權投資的股利收入         | --          | 5,634.5   | --        | --      | --         | --        | --       |
| 非營業利益(費用)           | --          | --        | 57,947.2  | --      | --         | --        | --       |
| 借款：保證               | 194,753.0   | --        | --        | --      | --         | --        | --       |
| 營運現金流量：其它           | --          | --        | --        | --      | --         | 4,077.8   | --       |
| 總調整                 | 19,766.9    | 6,798.2   | 58,317.8  | 529.8   | (43,871.2) | 4,711.7   | (159.2)  |
|                     | 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     |
| 中華信用評等公司調整後數據       | 371,649.7   | 225,690.3 | 217,899.2 | 6,723.2 | 181,819.1  | 201,823.2 | 67,485.6 |

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。 Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

## 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
- 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）
- 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：正向（+1 個級距）

個別基礎信用結構：台塑集團的核心營運公司未被授予個別基礎信用結構。

- 集團信用結構：twaa
- 集團地位：核心地位

## 相關準則

- General Criteria: Group Rating Methodology - July 01, 2019
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology - November 19, 2013
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments - April 01, 2019
- 認識中華信評評等定義, www.taiwanratings.com - June 26, 2018
- 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: Methodology: Industry Risk - November 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities - November 13, 2012
- General Criteria: Guarantee Criteria - October 21, 2016
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions - November 19, 2013
- Criteria | Corporates | General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings - March 28, 2018
- 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

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於 [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)，欲進入該網站需註冊申請帳號。)

**評等表（截至 November 14, 2019）**

| 目前評等 | 發行體信用評等    | twAA/負向/twA-1+  |
|------|------------|-----------------|
| 評等歷史 | 2019/10/22 | twAA/負向/twA-1+  |
|      | 2018/10/15 | twAA/穩定/twA-1+  |
|      | 2017/10/17 | twAA-/正向/twA-1+ |
|      | 2014/10/29 | twAA-/穩定/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 © 2019 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](http://www.taiwanratings.com)（免費）與 [rrs.taiwanratings.com.tw](http://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。