

台灣塑膠工業股份有限公司

主辦分析師：

許立德，台北 (886) 2-8722-5828; david.hsu@taiwanratings.com.tw, david.hsu@spglobal.com

第二聯絡人：

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

內容

信評要點

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
該集團的多種石化產品在大中華區均具有良好的市場地位。	供給過剩與需求降低的時間拉長使 2021 年至 2022 年獲利能力與現金流量產生能力的恢復力道受限。
在生產流程高度垂直整合的支持下，使該集團享有良好的營運效率與產品分散性。	在美國與中國較高的資本支出將阻礙其在未來三至五年間的去槓桿化進程。
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。	該集團的績效表現仍易受到油價波動與因供給過剩而導致的市場復甦不確定性影響。
流動性允當，且與銀行體系維持穩健的往來關係。	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。

供給過剩的情況日益惡化恐將限制台塑集團績效表現恢復的速度。中華信評預測，在預期油價反彈以及台塑集團在美國與中國產能逐漸擴張的支持下，該集團 2021 年的營收將可恢復 20%至 25%。不過，中華信評預期，持續疲弱的需求與區域間產能擴充將會限縮產品價差改善的幅度。中華信評因此預測，儘管產能利用率有所提高，且具高附加價值產品的營收持續增長，台塑集團 2021 年的 EBITDA 利潤率預期將僅溫和擴增至 12%至 14%。台塑集團的四家核心公司分別為：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）、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（台塑石化）。

此外，若目前產能擴充中的項目未受 COVID-19 疫情影響而發生重大延誤，則美國與亞洲（主要為中國）地區在 2018 年至 2022 年間在化學品方面進行的產能擴充可能導致供需平衡的情況難以明顯改善。化學品的平均售價與價差可能會因此遭到削弱，進而可能減緩復甦的步調。中華信評認為，在全球需求疲軟的情況下，乙烯、丙烯、對二甲苯與其下游的衍生產品面臨的風險都將偏高。

艱困的總體經濟狀況將使該集團 2021 年至 2022 年的信用結構復甦受限。儘管現金股利配發可能會降低，且該集團努力控管其借款成長，包括降低其對越南河靜鋼鐵廠提供的借款擔保額度以及對其他集團成員的財務支持，但較弱的營運現金流量以及在美國與中國偏高的資本支出將使台塑集團 2021 年至 2022 年的信用結構復甦受限。隨著新冠病毒疫情爆發造成的影響逐漸緩和，中華信評預期台塑集團 2021 年至 2022 年的借款對 EBITDA 比將由 2020 年約 4 倍的低點恢復至僅為 2 倍至 3 倍的水準。

評等展望：穩定

「穩定」的評等展望係反映：中華信評認為，儘管台塑集團 2020 年的借款對 EBITDA 比因受到 COVID-19 疫情大流行與油價重挫的影響而呈現較為疲弱的狀態，但由於獲利能力恢復且支出遞延，台塑集團的借款對 EBITDA 比在未來兩年期間將能維持在 2 倍至 3 倍之間。中華信評亦預期，未來三至五年期間，台塑集團的借款槓桿將不致於進一步惡化，此基於該集團大致令人滿意的獲利能力與現金流量，將可為其在美國以頁岩氣為主的石化生產基地以及其他擴張計畫提供支持。

評等下調情境

若台塑集團的借款對 EBITDA 比持續維持在 3 倍以上，則中華信評可能會調降該集團四家核心公司的長期評等。可能導致前述比率升高的情境包括：（1）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（2）該集團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

若台塑集團能將其借款對 EBITDA 比穩定維持在 1.5 倍以下的水準，則中華信評可能會調升該集團四家核心公司的評等。若台塑集團採行更保守的股利與投資策略，進而大幅且持續的降低其債務，則該集團將可能達到此水準。或者是，若是台塑集團能經由明顯提高其地理分散性與產品差異化的方式來增強其獲利能力與經營績效的穩定度，則該集團亦可能將其借款對 EBITDA 比穩定維持在 1.5 倍以下的水準；當該集團在美國的投資為其合併營收與獲利帶來重大貢獻時，便相當有可能達成前述情境。

中華信評基本情境假設

假設

- 標普全球評級預測，台灣 2020 年的 GDP 成長率為 1.0%，2021 年為 3.0%；中國 2020 年的 GDP 成長率為 2.1%，2021 年為 6.9%，而亞太區 2020 年的預期 GDP 成長率為負 2.0%，2021 年則為 6.9%。中國仍然是一個相對亮點，相較於許多其他新興市場則仍在努力防堵 COVID-19 疫情。雖然疫情對經濟造成的負面影響已經見底，但各國與各產業之間的反彈回升幅度仍不一。
- 標普全球評級對布蘭特原油價格的基本情境假設為：2020 年剩餘期間為每桶 40 美元，2021 年則為每桶 50 美元。
- 石油市場在 2020 年第二季進入嚴重的供需失衡期。與中華信評對總體經濟的看法一致，中華信評預期，隨著新冠肺炎爆發造成的衝擊逐漸趨緩，GDP 與石油需求將在 2020 年下半年與 2021 年恢復。不過，若油價持續偏低，且煉油產品需求維持低迷，則台塑石化業績可能仍維持低迷。
- 中華信評預期，化學品需求將在 2020 年下半年恢復，惟利潤率的風險仍然較高，尤其是對產能大幅擴充後的大宗化學品而言。不過，一旦市場需求恢復時，下游製造商（如台塑與南亞塑膠）將可能因原料成本較低而在部分產品中享有較佳的價差。
- 台塑集團四家核心公司 2020 年的營收可能會下滑 25%至 30%，但在 2021 年將恢復 20%至 25%。
- 中華信評預期，由於產能利用率降低且產品價格疲軟，台塑集團 2020 年的 EBITDA 利潤率將為 10%至 11%，但 2021 年可能恢復至 12%至 14%。

- 2020 年的資本支出加上投資將達約新台幣 1,100 億元的偏高水準，部分係因為 2019 年的資本支出延後。中華信評假設，前述資本支出在 2021 年將降至新台幣 800 億元至新台幣 900 億元，並於 2022 年再次增至新台幣 1,000 億元以上，這個假設包含了該集團的路易斯安那州專案的興建可能會出現延後的狀況。
- 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由 2019 年底時的約新台幣 1,200 億元，逐漸降低至 2021 年的約新台幣 800 億元，主要係透過無需股東擔保的再融資計畫。
- 未來幾年的現金股利配發率將維持在前一年淨利的 72% 左右；中華信評針對 2021 年則採取較高的股利配發率作為假設，以反映 2020 年可能出現的獲利疲弱狀況。
- 2020 年至 2021 年的平均稅率將維持在與 2019 年相近的水準。
- 2020 年的現金轉換週期可能會拉長，但應會在 2021 年回歸至正常水準。但由於預期營收將會較低，中華信評預期 2020 年將有部分營運資金的現金流入。
- 2020 年至 2021 年期間的利率水準將會維持穩定。

台灣塑膠工業股份有限公司 – 重要指標

(新台幣十億元)	2018	2019	2020f	2021f	2022f
營收	1,371.9	1,187.4	800-850	950-1,050	1,050-1,150
EBITDA 利潤率 (%)	16.5	12.5	10.5-11.0	13-14	14-15
調整後借款	369.0	322.7	350-370	330-350	370-390
借款/EBITDA (X)	1.6	2.2	3.8-4.2	2.3-2.7	2.2-2.6

f—中華信評預測值。

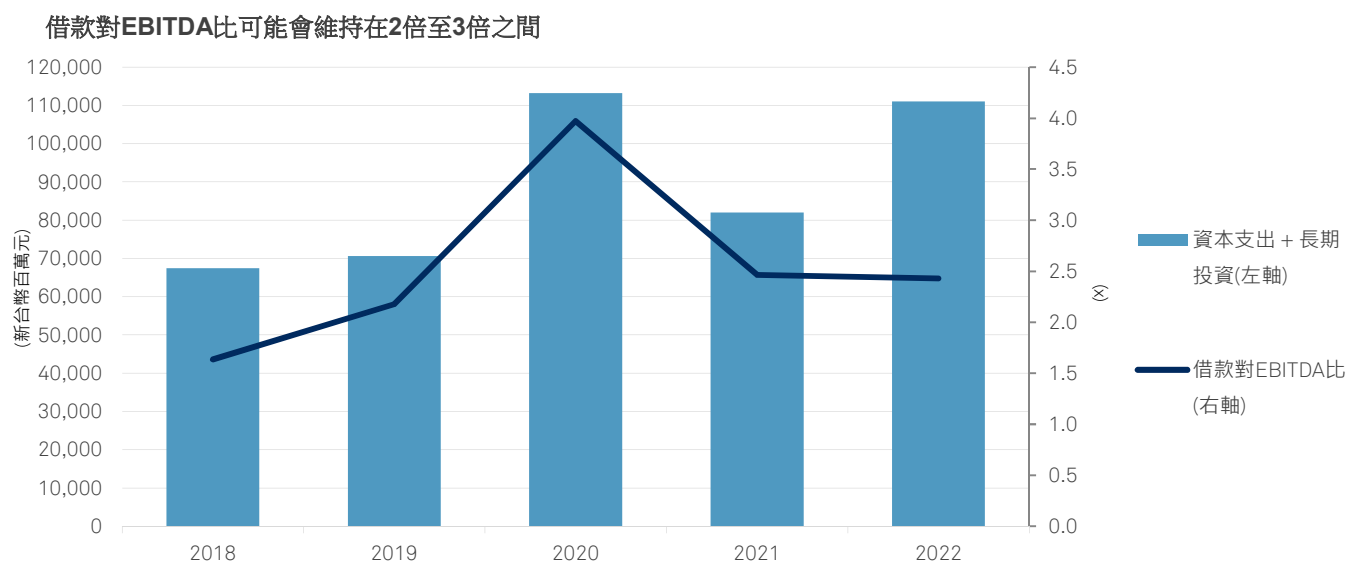
台塑集團的營運績效表現應會在 2020 年觸底反彈，並在 2021 年至 2022 年間逐漸復甦。較低的石油與化學產品價格以及台塑集團在 2020 年底前偏低的煉油產能利用率將使該集團 2020 年的營收減少 25% 至 30%。不過中華信評預期，雖然 COVID-19 疫情導致需求恢復面臨不確定性，但由於油價反彈，且台塑集團在美國德州與中國寧波的產能增加，該集團的營收將在 2021 年恢復 20% 至 25%。

中華信評預期，台塑石化 2020 年的煉油利用率將維持在略低於 70% 的水準。對煉油產品較低的需求，以及該公司在火災後關閉煉油設施的措施將使 2020 年的利用率維持在較低水準，不過在 2021 年將恢復至 85% 至 90%。

由於產品價差縮小且油價持續下跌，較低的利用率亦將嚴重損害台塑集團的 EBITDA 利潤率。中華信評預期，該集團 2020 年的 EBITDA 利潤率將從 2019 年的 12.5% 下滑至 10% 至 11%。

台塑集團在美國進行的產能擴充計畫可能使自由現金流量維持在負值，並在 2022 年後的一段較長期間內使其現金流量與財務槓桿無法獲得改善。中華信評預期，台塑集團的資本支出將自 2022 年後再次增加，受到 COVID-19 疫情大流行的影響，這較中華信評之前的預期晚了數個季度。台塑集團計畫在美國路易斯安納州興建一座以頁岩氣為主的一貫石化生產基地，兩階段的成本共超過 120 億美元。這項投資是為了支持該集團的大規模擴張，並改善其地理分散性與未來的成本結構。不過，若台塑集團的獲利能力未能獲得顯著的成長，則該項專案以及其他集團在亞洲的擴張行動可能會使台塑集團的自由現金流量轉弱，並使該集團的借款槓桿率在 2022 年後的一段較長期間內將維持在相對較高的水準。

圖 1 | 圖表資料下載



Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

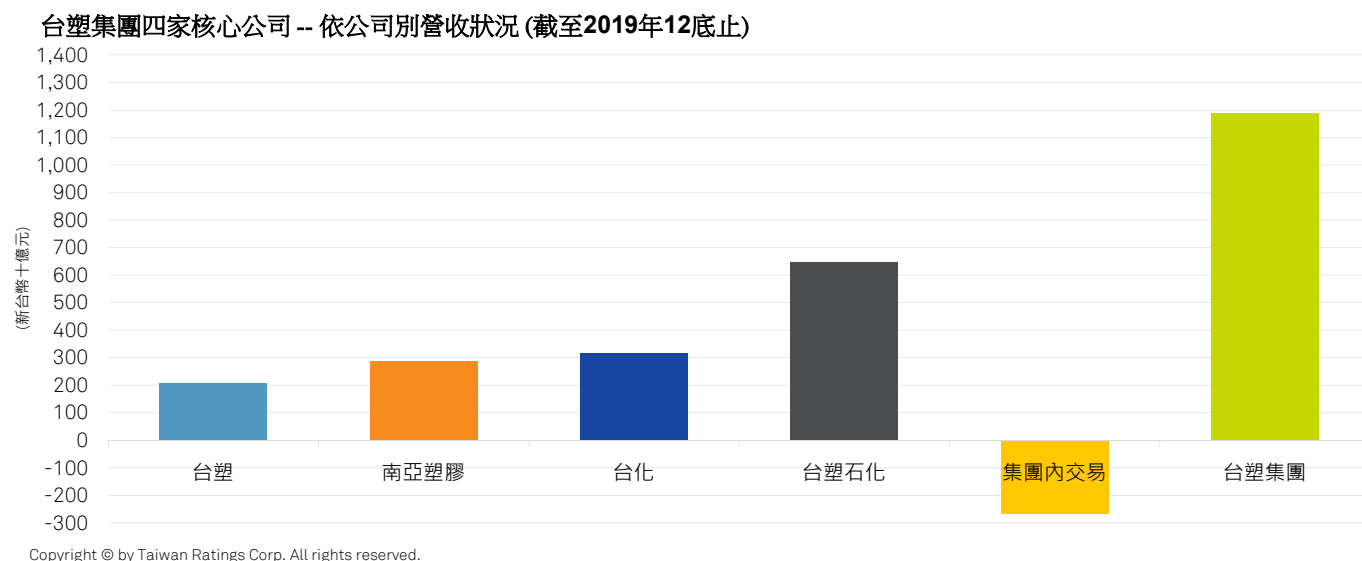
公司簡述

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



同業比較

表 2 | 圖表下載

台塑集團四家核心公司 - 同業比較

	台塑集團四家核心公司	信實工業公司	PTT 全球化學 公共有限公司	LG 化學公司
評等截至 2020 年 11 月 9 日	twAA~/穩定/twA-1+; BBB+/穩定	BBB+/穩定/--	BBB+/負向/--	BBB+/穩定/--
(美元百萬元)	--會計年度截至 2019 年 12 月 31 日--	--會計年度截至 2020 年 3 月 31 日--	--會計年度截至 2019 年 12 月 31 日--	--會計年度截至 2019 年 12 月 31 日--
營收	39,692.4	81,226.5	13,870.8	24,789.3
EBITDA	4,959.9	11,753.4	973.9	2,266.0
來自本業之現金流量 (FFO)	3,770.2	6,853.8	817.5	1,561.8
利息費用	211.4	3,756.4	140.0	210.1
已支付利息	180.5	3,785.9	104.2	204.7
來自營運之現金流量	5,722.7	9,446.2	1,031.3	2,548.1
資本支出	2,360.3	10,161.5	1,338.3	5,466.0
自由營運現金流量	3,362.4	(715.3)	(307.0)	(2,917.9)
可支配現金流量	(954.1)	(1,325.1)	(895.8)	(3,337.0)
現金與短期投資	7,120.4	13,760.1	858.8	1,663.7
借款	10,786.6	36,245.2	3,250.3	6,143.1
股東權益	32,405.8	61,266.9	9,865.1	15,054.4
調整後財務比率				
EBITDA 利潤率 (%)	12.5	14.5	7.0	9.1
資本報酬率 (%)	9.6	11.2	3.8	3.8
EBITDA 利息保障倍數 (x)	23.5	3.1	7.0	10.8
FFO 現金利息保障倍數 (x)	21.9	2.8	8.8	8.6
借款/EBITDA (x)	2.2	3.1	3.3	2.7

FFO/借款 (%)	35.0	18.9	25.2	25.4
來自營運的現金流量/借款 (%)	53.1	26.1	31.7	41.5
自由營運現金流量/借款 (%)	31.2	(2.0)	(9.4)	(47.5)
可支配現金流量/借款 (%)	(8.8)	(3.7)	(27.6)	(54.3)

Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

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。

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令人滿意的競爭地位與獲利能力。

不過，台塑石化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，將使台塑集團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），加上精煉產品（如航空燃料與汽油）的全球需求復甦因 COVID-19 疫情所產生的不確定性，亦將影響該公司的獲利能力。根據中華信評的估計，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，中華信評預期，台塑集團未來幾年的業務波動度仍將略為偏高。

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，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，台塑集團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。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。

財務體質

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二至三年內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，台塑集團應會採取一些相應的措施來控制其借款槓桿比的水準。這些措施可能包括減少提供予其他集團成員的借款金額，並逐漸降低由台塑集團四家核心公司對台塑越南鋼鐵廠提供的借款擔保額度。

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）與南亞科技股份有限公司（南亞科技）等公司；而這些持股在需要時，應可在合理的期間內完成處分。2019 年底時，該四家核心公司的長期投資部位合計約為新台幣 3,900 億元。

財務概要

表 3 | [圖表下載](#)

台塑集團四家核心公司一財務概要（年度截至 12 月 31 日止）

(新台幣百萬元)	2019	2018	2017	2016	2015
營收	1,187,399	1,371,874	1,186,864	1,058,828	1,139,093
EBITDA	148,377	225,690	250,337	227,635	173,458
來自本業之現金流量 (FFO)	112,784	181,819	212,088	199,788	159,600
利息費用	6,325	6,723	6,886	7,076	8,595
已支付利息	5,400	6,895	7,009	8,446	9,506
來自營運之現金流量	171,195	201,823	198,066	181,503	271,921
資本支出	70,608	67,486	36,761	26,906	38,704
自由營運現金流量	100,587	134,338	161,304	154,596	233,218
可支配現金流量	-28,542	-2,606	45,312	74,954	197,410
現金與短期投資	213,006	215,904	260,530	265,450	227,726
調整後可用現金	213,006	215,904	260,530	265,450	227,726
借款	322,681	369,059	320,399	440,891	486,572
股東權益	969,420	1,020,935	994,899	900,944	839,961
調整後財務比率					
折舊及攤提前營業利率(%)	12.5	16.5	21.1	21.5	15.2
資本報酬率(%)	9.6	16.1	17.0	14.4	10.3
EBITDA 利息保障倍數(x)	23.5	33.6	36.4	32.2	20.2
FFO 現金利息保障倍數(x)	21.9	27.4	31.3	24.7	17.8
借款/EBITDA (x)	2.2	1.6	1.3	1.9	2.8
FFO/借款(%)	35.0	49.3	66.2	45.3	32.8
來自營運之現金流量/借款(%)	53.1	54.7	61.8	41.2	55.9
自由營運現金流量/借款(%)	31.2	36.4	50.3	35.1	47.9
可支配現金流量/借款(%)	(8.8)	(0.7)	14.1	17.0	40.6

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

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

(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	359,322.7	139,473.0	83,357.3	5,405.8	148,376.5	167,116.1	71,438.4
中華信評等公司調整項目							
已支付所得稅	--	--	--	--	(30,192.0)	--	--
已支付所得稅 - 其他	--	--	--	--	(4,569.7)	--	--
已支付利息	8,614.9	--	--	--	--	--	--
營業租賃	--	88.3	88.3	88.3	--	--	--
可自由支配之現金與短投	(180,416.1)	--	--	--	--	--	--
資本化利息	--	--	--	830.5	(830.5)	(830.5)	(830.5)
來自股權投資的股利收入	--	8,815.2	--	--	--	--	--
非營業利益(費用)	--	--	45,100.0	--	--	--	--
借款：保證	135,159.6	--	--	--	--	--	--
營運現金流量：其它	--	--	--	--	--	4,909.6	--
總調整	(36,641.6)	8,903.5	45,188.3	918.8	(35,592.2)	4,079.1	(830.5)
	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
中華信評等公司調整後數據	322,681.1	148,376.5	128,545.6	6,324.6	112,784.3	171,195.2	70,607.9

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+」。中華信評評估認為，台塑集團四家核心公司的流動性結構允當。此外，中華信評預期，該集團未來 12 個月的流動性來源對流動性用途比將在 1.5 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，其流動性來源仍將超過其流動性用途而為正值。中華信評認為，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，中華信評預期，台塑集團應該很容易就能符合其銀行借款合同針對其一小部分銀行借款而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：

- 現金與短期投資：2020 年 6 月底時為新台幣 2,245 億元。
- 來自本業的現金流量：在 2021 年 6 月底止之前 12 個月期間約為新台幣 1,000 億元。
- 未動用的長期信用額度：截至 2020 年 6 月底止為新台幣 900 億元。

主要流動性用途：

- 到期借款：在 2021 年 6 月底止之前 12 個月期間為新台幣 1,700 億元。
- 維持性資本支出：在 2021 年 6 月底止之前 12 個月期間約為新台幣 300 億元。
- 現金股利配發率：約為前一年淨利的 72%。

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。

債務發行信用評等一次順位風險分析

資本結構

台灣塑膠工業股份有限公司 2019 年底時的資本結構組成包括：新台幣 34 億元的擔保債務、新台幣 1,025 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 87 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 2019 年底時的資本結構組成包括：新台幣 40 億元的擔保債務、新台幣 1,542 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 154 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 2019 年底時的資本結構組成包括：新台幣 42 億元的擔保債務、新台幣 1,340 億元的無擔保債務（母公司層級）、以及新台幣 294 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 2019 年底時的資本結構組成包括：無任何擔保債務、新台幣 510 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。

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
- 產業風險：略高
- 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：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：允當（無影響）
- 流動性：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（SACP）：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-
- 集團內地位：核心地位

相關準則

- XXX
- XXX

相關研究

- 中華信評信用評等等級定義 – August 10, 2020

(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 23, 2020）

台灣塑膠工業股份有限公司集團核心子公司 發行體信用評等	twAA-/穩定/twA-1+
發行體信用評等歷史	twAA-/穩定/twA-1+
2020/10/16	twAA/負向/twA-1+
2019/10/22	twAA/穩定/twA-1+
2018/10/15	twAA-/正向/twA-1+
2017/10/17	

（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 © 2020 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，或因疏忽造成的損失），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（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。