

# Rating Research Services

---

## 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

分析方法

營運地位

財務體質

流動性

調節表

相關準則與研究

# 台灣塑膠工業股份有限公司

企業信用評等		twAA-/負向/twA-1+
個別基礎信用結構風險狀況評估		
與全球債務人比較		與台灣債務人比較
營運地位	令人滿意	強健
財務體質	中等	強健

## 評等理由

營運地位：強健	財務體質：強健
<ul style="list-style-type: none"> <li>具強健的營運效率與產品分散性。</li> <li>在國內石化與煉油產業中強健的市場地位。</li> <li>非核心事業投資部位的風險偏高。</li> <li>資產集中。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>就目前評等等級而言偏弱的信用結構。</li> <li>預期在獲利能力持續改善與降低借款的努力下，現金流量保障措施逐漸獲得提升。</li> <li>對非借款融資的承諾與降低對台塑河靜鋼鐵公司的持股。</li> <li>允當的流動性。</li> </ul>

## 評等展望：負向

「負向」的評等展望係反映：中華信評評估認為，如果台塑集團四家核心公司無法順利執行其預期能及時提升現金流量保障措施的策略，或若石化市場因中國經濟偏弱而再度走疲，則該集團四家核心公司的現金流量保障措施是否能如中華信評原先預期般地出現提升，仍存在顯著的風險。

### 評等下調情境

若台塑集團四家核心公司無法在2014年時將其以合併基礎計算的調整後來自本業之現金流量對借款比提高至30%以上，則中華信評可能會調降該集團四家核心公司的評等。可能導致前述評等調降的情況為：(1) 台塑集團四家核心公司無法在2014年完成其對台塑石化的股票出售計畫；或(2) 台塑集團四家核心公司無法將其對台塑河靜鋼鐵公司的持股比例降至50%以下；或是(3) 市場狀況再度轉弱。

### 評等上調情境

若台塑集團四家核心公司順利降低其對台塑河靜鋼鐵公司的持股、完成其對台塑石化股份有限公司持股部位的出售計畫、並將其來自本業之現金流量對借款比提升至穩定高於30%的水準，則中華信評可能會將其評等展望調回「穩定」。

## 中華信評基本情境假設

假設	重要指標		
	2012A	2013E	2014E
<ul style="list-style-type: none"> <li>台塑集團四家核心公司2013年的營收可望成長5%至8%，2014年則在0%至2%。</li> <li>2013與2014年的折舊攤提前營業利率將提高至10%至12%之間。</li> <li>2013年至2014年的資本支出規模將介於新台幣250億元至新台幣350億元間。</li> <li>2013年與2014年的現金股利配發率在50%至60%間，平均稅率則約在13%至15%間。</li> </ul>	<b>折舊及攤提前營業利率</b>		
	7.4%	10.0%- 11.0%	11.0%- 12.0%
	<b>借款/EBITDA</b>		
	7.1x	4.0x- 4.5x	3.0x-3.5x
<b>FFO/借款</b>			
15.3%	20.0%- 25.0%	28.0%- 32.0%	
<b>借款/資本</b>			
51.6%	47-49%	39-42%	

A—實際值; E—估計值; 以上數據係合併台塑集團四家核心公司財報後的擬制值。

## 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，而台塑集團不論是以總資產或總營收排名，均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長提供穩定的基礎化學原料供應。台塑、南亞塑膠、台化與台塑石化2012年的營收分別達新台幣1,970億元、新台幣3,010億元、新台幣3,300億元與新台幣8,930億元。

表 1

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)、甲基丙烯酸甲酯 (MMA)、環氧氯丙烷 (ECH)、甲基第三丁基醚 (MTBE)、碳纖維。
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)、增塑劑、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

## 分析方法

台塑的評等結果係反映該公司在台塑集團中的核心成員地位。中華信用評等公司（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作業流程

高度整合的單一合併個體。中華信評採取合併該四家核心公司財報的方式來分析其財務狀況，以更清楚地掌握該四家核心公司整體的現金流量產生能力與借款情形；在此基礎上，台塑集團四家核心公司目前的長期企業信用評等等級均相同。

## 營運地位：強健

中華信評預期，台塑集團四家核心公司的生產規模與高度整合的作業流程，將可繼續支撐其維持強健的成本競爭優勢、營運效率、以及產品分散性。另外，中華信評預期，台塑集團四家核心公司將可維持其在各項產品領域中強健的市場地位。台塑集團四家核心公司顯著的規模經濟與良好的產品分散性，應可協助其保持優於同業平均且穩定的獲利率表現。

中華信評預期，台塑集團四家核心公司擬降低其對台塑河靜鋼鐵公司的持股計劃如果執行，應可顯著降低台塑集團四家核心公司因投資越南鋼鐵廠計畫（投資成本約為100億美元）而面臨的相關營運與財務風險。以台塑集團四家核心公司缺乏鋼鐵業方面的營運經驗來看，中華信評認為，該項投資計畫本身即具有較高的國家風險與執行風險。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）投資事業展開大規模的注資行動。南亞科技股份有限公司（南亞科技）已於2013年年初結束與美光科技公司（美光科技）的製程技術開發合作，並退出PC DRAM市場，同時停止使用華亞科技股份有限公司（華亞科技）的產能。華亞科技目前專注於為美光科技製造附加價值較高的產品。在此調整下，隨著DRAM市場逐步好轉，南亞科技與華亞科技2013年前九個月期間已分別獲利約新台幣42億元與新台幣101億元；然2012年同期時則均處於虧損狀態，損失規模分別達新台幣271億元與新台幣118億元。

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，這點可由該集團四家核心公司2012年部份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：2013年與2014年的營收應有低至中等的個位數字成長表現，折舊及攤提前營業利益率則可望逐步改善。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：

- 2013年與2014年的煉油設備利用率將由2012年時的約80%水準提高至86%；烯烴設備的運轉率將由2012年時的約80%提升至92.5%。
- 在產能利用率逐漸提高且芳香烴與部分烯烴的訂價好轉下，2013年的營收將成長5%至8%，2014年則預估為0%-2%。
- 2013年與2014年的折舊及攤提前營業利益率將達10%至12%間，高於2012年時的7.4%。

## 財務體質：強健

中華信評預期，受到對越南鋼鐵廠投資計畫持續的影響，且獲利率的改善程度仍將有限，台塑集團四家核心公司 2013 年的財務結構仍將偏弱。不過，根據中華信評對於台塑集團四家核心公司的基本情境假設進行推估，儘管該四家核心公司計畫為台塑河靜鋼鐵公司的借款提供擔保，該四家核心公司應可在 2014 年時提升其信用結構，使其與目前的評等等級相稱，主要原因在於其獲利能力將可進一步獲得提升，且預期台塑石化的股權出售計畫將可完成。台塑集團四家核心公司 2012 年時來自本業之現金流量對借款比由 2011 年時的 36% 明顯轉弱至 15%，不過中華信評預期，前述比率將可在 2013 年時回升至 20% 至 25% 間，2014 年時則可望達 28% 至 32% 間。

另外，中華信評預期，台塑集團四家核心公司的現金流量管理將更為保守（包括現金股利發放政策），以因應當前產業前景偏弱的情況，並支應其資本支出所需。台塑四家核心公司 2012 年已將其現金股利配發率由之前整體的 80% 以上，降低至 60% 以下。另外，中華信評預期，未被中華信評納入其對台塑集團四家核心公司評等分析中的大型長期投資部位，亦可為該四家核心公司提供額外的財務彈性。這些投資包括台塑集團四家核心公司持股 23% 的台塑美國公司，以及該集團四家核心公司持股 100% 的麥寮汽電股份有限公司，前述兩家公司 2012 年為該四家核心公司貢獻了約新台幣 130 億元的投資收益。

### 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：

- 台塑集團四家公司 2013 年與 2014 年的資本支出規模將在新台幣 250 億元至新台幣 350 億元。
- 台塑集團四家公司 2013 年對台塑河靜鋼鐵公司的增資與鐵礦收購股權投資的支出合計約為新台幣 530 億元，2014 年則無。
- 2014 年與 2015 年對台塑河靜鋼鐵公司提供的債務擔保規模約為 30 億美元。
- 台塑集團四家核心公司首波出售台塑石化持股計畫將於 2014 年完成。
- 台塑集團四家核心公司 2013 年與 2014 年的現金轉換週期大致維持不變。
- 2013 年與 2014 年的現金股利配發率約在 50% 至 60% 間，平均稅率則約在 13% 至 15% 間。

## 財務概要

表 2

台灣塑膠工業股份有限公司 -- 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)	2012	2011	2010	2009	2008
營業收入	196,879.0	217,037.0	225,320.0	180,075.0	200,178.0
EBITDA	15,055.5	37,568.0	43,193.0	26,735.0	18,908.0
來自持續營運業務的淨利	14,662.5	35,724.0	45,546.0	27,533.0	19,709.0
來自本業之現金流量(FFO)	23,330.2	54,682.0	55,546.0	28,552.0	45,746.0
資本支出	12,352.8	6,746.0	4,454.0	3,202.0	7,115.0
自由營運現金流量	11,811.5	38,151.0	49,861.0	32,790.0	30,190.0
可運用現金流量	(12,644.7)	(3,423.0)	25,097.0	22,798.0	(8,278.0)
現金與短期投資	68,658.0	70,081.0	89,377.0	68,024.0	38,250.0
借款	106,993.9	82,458.4	66,880.0	81,900.0	98,926.0
股東權益	226,620.5	241,255.6	260,844.0	225,330.0	180,205.0
<b>調整後財務比率</b>					
折舊及攤提前營業利益率(%)	7.6	17.3	19.2	14.8	9.4
EBITDA利息保障倍數(x)	10.8	28.8	32.1	15.0	6.8
EBIT利息保障倍數(x)	13.0	32.4	39.3	17.5	7.3
資本報酬率(%)	5.5	13.0	16.7	10.7	6.6
FFO/借款(%)	21.8	66.3	83.1	34.9	46.2
自由營運現金流量/借款(%)	11.0	46.3	74.6	40.0	30.5
借款/EBITDA(x)	7.1	2.2	1.5	3.1	5.2
借款/借款加股東權益(%)	32.1	25.5	20.4	26.7	35.4

註：以上數據均已經年度化基礎調整。

表 3

## 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)	2012	2011	2010	2009	2008
營業收入	1,276,292.2	1,292,664.3	1,224,474.0	988,459.0	1,228,163.0
EBITDA	94,614.2	187,729.0	232,149.0	181,654.0	133,571.0
來自持續營運業務的淨利	27,100.0	99,796.9	148,380.9	88,010.5	41,599.5
來自本業之現金流量(FFO)	102,347.0	208,115.4	237,779.9	161,144.2	128,240.1
資本支出	71,089.0	55,420.0	43,746.0	30,022.0	52,553.0
自由營運現金流量	28,290.0	102,971.4	163,642.9	117,694.2	101,375.1
可運用現金流量	(39,587.7)	(26,215.0)	87,942.0	92,951.0	(40,862.0)
現金與短期投資	246,151.4	265,264.0	305,287.0	202,844.0	136,310.0
借款	669,884.3	576,046.9	488,773.0	524,249.0	594,972.0
股東權益	802,972.4	863,059.9	931,387.1	814,414.0	676,049.7
<b>調整後財務比率</b>					
折舊及攤提前營業利益率(%)	7.4	14.5	19.0	18.4	10.9
EBITDA利息保障倍數(x)	9.0	21.7	27.3	16.5	7.6
EBIT利息保障倍數(x)	4.0	15.0	21.1	9.6	3.1
資本報酬率(%)	2.9	9.1	13.0	8.1	4.1
FFO/借款(%)	15.3	36.1	48.6	30.7	21.6
自由營運現金流量/借款(%)	4.2	17.9	33.5	22.5	17.0
借款/EBITDA(x)	7.1	3.1	2.1	2.9	4.5
借款/借款加股東權益(%)	45.5	40.0	34.4	39.2	46.8

註：以上為依擬制性基礎合併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等四家公司財報所得之數據。

## 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，台塑集團四家核心公司的流動性「允當」，足以支應其未來兩年的營運調度需求。中華信評對台塑集團四家核心公司流動性的看法，包括以下幾點主要假設：

- 台塑集團四家核心公司未來12個月的流動性來源（包括現金、流動性金融資產、來自本業之現金流量與非借款融資），將在其流動性用途（包括資本支出、現金股利、營運資金需求與償還到期借款）的1.5倍以下。
- 台塑集團四家核心公司應能在有限的再融資協助下，自行吸收發生機率小但後果嚴重之事件的衝擊。
- 台塑集團四家核心公司的流動性來源應能持續支應其流動性用途所需而有餘，甚至在其EBITDA下滑15%時亦然。
- 台塑集團四家核心公司與銀行間穩健的往來關係，亦可為其財務彈性提供支持。此外，台塑集團在國內公司債市場中的發債量龐大，且其享有非常低的信用利差。
- 台塑集團四家核心公司的財務管理審慎。

主要流動性來源	主要流動性用途
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2013年與2014年的短期投資約為新台幣718億元。短期投資不包括四家核心公司的交叉持股。</li> <li>• 2013年來自本業之現金流量約新台幣1,450億元，2014年為新台幣1,600億元。</li> <li>• 2013年與2014年的營運資金變動約為新台幣90億元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2013年與2014年的資本支出規模將介於新台幣250億元至新台幣350億元。</li> <li>• 一年內到期借款的半數，2013年金額為新台幣1,060億元。</li> <li>• 2013年與2014年的現金股利配發率約在淨利的50%至60%間。</li> </ul>

## 調節表

表 4

經中華信評調整之台灣塑膠工業股份有限公司帳列數調節表

--年度截至2012年12月31日止--					
(新台幣百萬元)	營業利益	利息費用	來自營運之現金 金流量	來自營運之現金 流量	資本支出
台灣塑膠工業股份有限公司帳列數	5,323.1	1,325.4	24,236.1	24,236.1	12,424.6
<b>中華信評調整項目</b>					
資本化利息	--	71.8	(71.8)	(71.8)	(71.8)
非營業利益(費用)	12,811.7	--	--	--	--
營運資本現金流量變動	--	--	--	(834.1)	--
總調整	12,811.7	71.8	(71.8)	(905.9)	(71.8)
	EBIT	利息費用	來自營運之現 金流量	來自本業之現金 流量	資本支出
中華信評調整後數據	18,134.7	1,397.2	24,164.3	23,330.2	12,352.8

註：台灣塑膠工業股份有限公司帳列數係來自該公司財務報表數據，但可能包括數據提供者的調整，或是中華信評分析師所做的重新分類調整。

## 相關準則與研究

- 中華信評信用評等定義, [www.taiwanratings.com](http://www.taiwanratings.com), Oct. 29, 2013
- 認識中華信評評等定義, [www.taiwanratings.com](http://www.taiwanratings.com), Oct. 29, 2013
- Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities And Insurers, Nov. 13, 2012
- Key Credit Factors: Criteria For Rating Companies In The Global Commodity Chemicals Industry, Sept. 19, 2012
- Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded, Sept. 18, 2012
- Key Credit Factors: Criteria For Rating The Global Oil Refining Industry, Nov. 28, 2011
- Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers, Sept. 28, 2011
- 2008 Corporate Criteria: Ratios And Adjustments, April 15, 2008
- 2008 Corporate Criteria: Analytical Methodology, April 15, 2008
- Corporate Criteria--Parent/Subsidiary Links; General Principles; Subsidiaries/Joint Ventures/Nonrecourse Projects; Finance Subsidiaries; Rating Link to Parent, Oct. 28, 2004

(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

目前評等	企業信用評等	twAA-/負向/twA-1+
評等歷史	2011/08/02 2009/05/06 2007/12/06	twAA-/負向/twA-1+ twAA-/穩定/twA-1+ twAA/穩定/twA-1+

著作權 © 2013 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、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（免費）與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。