

新聞稿：

# 因借款槓桿水準低，台塑企業四大公司評等調升至「twAA/twA-1+」；展望「穩定」

October 7, 2021

## 評等行動摘要

- 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以及台塑石化股份有限公司 -- 從事煉油以及多種化學品與電子材料之製造業務，其 2020 年的整體 EBITDA 為新台幣 1,150 億元。
- 中華信評調整了其對台塑企業四大公司採取的評等方法，以修正其在引用標普全球評級之《集團評等方法論》準則內容時的誤用。中華信評現在將四大公司的擬制性集團地位分類為高度策略重要性，這是因為該些公司之間的連結程度較一般集團為低，因此互相支持的可能性較先前評估為低。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。
- 來自化學品與電子材料之銷售表現的強勁獲利能力、四大公司對越南河靜鋼鐵廠較低的借款擔保金額，以及較低的資本支出將可使四大公司大幅降低其借款，並將其信用指標顯著提升至高於中華信評先前對其 GCP 的假設水準。
- 基於此，中華信評已將前述四大公司的長期發行體信用評等由「twAA-」調升至「twAA」，並將該些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、四大公司部分擔保之債券的債務發行信用評等由「twAA-」調升至「twAA」。與此同時，中華信評確認該些公司的短期發行體信用評等為「twA-1+」。
- 「穩定」的評等展望係反映：中華信評認為，2021-2022 年四大公司強勁的營運現金流量與較低的資本支出，將可限制其借款成長，並將借款對 EBITDA 比維持在低於 1 倍的水準。

## 評等行動理由

中華信評現在將台塑企業四大公司的擬制性集團地位分類為高度策略重要性，而非核心地位，以反應四大公司間互相支持較低的可能性。中華信評已調整其對四大公司採取的評等方法，改以標普全球評級的《信用評等之基本原則》準則對四大公司行評估，並對其授予擬制性 GCP。前述準則取代中華信評先前採用之《集團評等方法論》。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。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，中華信評現在將四大公司的擬制性集團地位分類為高度策略重要性，而非先前的核心，以反應四大公司間互相支持的可能性較先前評估較低。因此，四大公司的評等較其擬制性 GCP 低

### 主辦分析師

許智清，CFA  
台北  
+886-2-2175-6827  
raymond.hsu  
@spglobal.com  
raymond.hsu  
@taiwanratings.com.tw

### 第二聯絡人

許立德  
台北  
+886-2-2175-6828  
david.hsu  
@spglobal.com  
david.hsu  
@taiwanratings.com.tw

## 新聞稿：因借款槓桿水準低，台塑企業四大公司評等調升至「twAA/twA-1+」；展望「穩定」

一個級距，此係基於：中華信評認為，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。

中華信評已將四大公司的擬制性 GCP 調升至 twaa+，這是因為該公司強勁的自由營運現金流量以及降低後的借款擔保，已使得其借款槓桿顯著降低至較中華信評之前預期更佳的水準。強勁的現金流量、位於美國的一貫石化生產基地投資案持續延遲的狀況，以及四大公司加快降低其對越南鋼鐵廠借款擔保的速度，將可使四大公司的借款降低至較中華信評之前對該在未來兩年所做出之假設更佳的水準。這點應可增加四大公司在面對產業波動以及一旦其美國擴廠計畫重新恢復時所需的財務緩衝空間。

中華信評預測，若假設台塑石化決定繼續推動其在美國路易斯安納州的一貫石化生產基地的興建，則 2021 年至 2022 年四大公司合併的借款對 EBITDA 比將降至 1 倍以下，並在 2023 年略為上升至 1.2 倍至 1.4 倍之間，較中華信評先前對同一期間為 2 倍至 3 倍的預測為佳。若強勁的獲利能力可協助越南鋼鐵廠的營運公司（台塑河靜鋼鐵公司）在無擔保的情況下，以更快的速度償還借款並進行再融資，或是若台塑石化決定暫停推動其路易斯安納州的投資案，則未來兩年四大公司的借款水準應可進一步降低。中華信評因此已將四大公司的擬制性 GCP 調升至「twaa+」，並據此將四大公司的評等由「twAA-」調升至「twAA」，前述的評等調升行動係已將中華信評對前述公司之擬制性集團地位做出的調整納入考量。

四大公司 2022 年與 2023 年的獲利能力可能會由 2021 年的高點略為轉弱，但仍可維持在過去循環週期中期的水準之上。儘管產能大幅擴增與受到 2021 年上半年極端天氣干擾的產能將恢復生產，但由於對化學與煉油產品的需求因全球經濟加速復甦而依舊強勁，四大公司 2022 年至 2023 年的獲利能力應可維持在其循環週期中期的一般水準之上。此外，由於面臨來自 5G 通訊、電動車、雲端計算與物聯網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。

此外，中國政府更嚴格的環境要求與推動碳中和的政策推動，將使排放較多污染物的化學品生產受到限制，特別是以前以煤炭為原料的化學品。這點應可略為緩解中國因積極提高聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、苯乙烯單體（Styrene monomer）與純化對苯二甲酸（pure terephthalic acid）等化學品之產能而為利潤率帶來的負面影響，並在未來二至三年為四大公司的部分大宗商品（如 PVC 塑膠粉）提供支撐。

四大公司轉為投資差異化化學品與電子材料的策略，亦應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（如 PP）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。非煉油業務較快的營收成長速度亦可望緩解未來油價震盪帶來的業務波動。不過中華信評認為，前述因素將無法完全抵銷主要大宗化學品價格與利潤下滑的負面影響。中華信評預期，2021 年四大公司合併的 EBITDA 為新台幣 2,840 億元，2022 年為新台幣 2,170 億元，均較 2020 年的新台幣 1,150 億元為高。中華信評在其基本情境假設中預期，南亞塑膠電子材料銷售帶來的營業利益在四大公司 2021 年至 2023 年總營業利益中的占比約為 14%-20%。

若路易斯安納州一貫石化生產基地興建計畫的進一步延宕（若未被取消），則可為四大公司爭取更多時間以強化其評等的財務緩衝空間。由於美國政治氛圍有所轉變，中華信評認為，該集團在路易斯安納州推動的超大型投資案持續進行的可能性已有所下降。2021 年 8 月，美國相關官員表達將針對該項投資案進行環境影響報告評估的決定為該案的前景增添重大變數。由於美國政府在地方

## 新聞稿：因借款槓桿水準低，台塑企業四大公司評等調升至「twAA/twA-1+」；展望「穩定」

環保團體的抗議下暫停許可證效力，該項投資案自 2020 年 11 月以來即陷入停擺狀態。環境影響報告的進行、因建材價格與工資高漲而大幅飆升的營建成本、從中國進口之設備的高額關稅，以及美國因疫情缺工的情況，均有可能導致專案興建計畫進一步延宕，因此台塑石化計畫在 2021 年底前審視該項投資案的可行性。

儘管如此，中華信評目前的基礎假設仍在 2023 年（較中華信評之前的假設延後一年）將與前述投資案相關的部分資本支出納入考量，並假設台塑石化能排除所有法規障礙並重新啟動該項投資案。若該項投資案取消可能使四大公司的合併借款槓桿免於在原本預定的專案興建期間出現惡化；不過，取消的決定也可能會使四大公司喪失明顯分散其資產、原料與市場版圖並進一步降低整體業務波動性的機會。未來幾年，四大公司以原油為上游原料的生產設施仍將集中在台灣與中國。四大公司的大部分化學產品亦將高度仰賴中國與台灣市場，惟近年來已逐漸增加了對其他亞洲國家的銷售。

**將投資重心轉移至電子材料與特殊應用領域的策略，應可防止未來超大型投資案帶來的槓桿衝擊。**中華信評認為，由於全球減少碳排放以及化學與塑膠產品污染的壓力驟升，一如台塑石化路州專案在美國所遭遇的困難，四大公司若未來計劃在大宗化學品領域進行其他超大型投資將面臨日益增加的挑戰。這些公司可能會將其重心轉移到特殊產品上，特別是用於電動車等新興應用的電子材料方面。這點應可使四大公司的整體資本支出週期更為平滑，因此其自由營運現金流量與借款水準應較不至於出現劇烈波動。不過，由於四大公司對新成長動力仍有相當高的偏好，中華信評預期，四大公司的資本支出應不會從目前的水準顯著降低。此外，四大公司可能會維持較高的資本支出以落實環境倡議（如可能會將其燃煤發電廠轉型為使用天然氣或其他環保燃料），再加上較高的股利配發率，均使其借款槓桿難以在未來一段較長的時間內進一步降低。

## 評等展望

「穩定」的評等展望係反映：中華信評認為，2021-2022 年之間四大公司強勁的營運現金流量與延後的支出計畫應可使其維持較低水準的借款，並將借款對 EBITDA 比維持在 1 倍以下的水準，並在 2023 年略為增加，惟這些企業的獲利能力可能會由 2021 年全年的較高水準略微降低。中華信評的基本情境假設亦已將 2023 年可能用於路易斯安納州專案的資本支出納入考量。不過，該項投資案的進一步延遲應可將該四大公司的槓桿降低至中華信評目前預測的水準以下，並為四大公司的評等提供額外的財務緩衝空間。

### 評等下調情境

若台塑企業四大公司的合併借款對 EBITDA 比維持在 2 倍以上並持續一段較長的時間，則中華信評可能會調降該四大公司的長期評等。可能導致前述比率升高的情境包括：

- 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
- 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。

## 新聞稿：因借款槓桿水準低，台塑企業四大公司評等調升至「twAA/twA-1+」；展望「穩定」

### 評等上調情境

以四大公司較高的業務波動性、資本支出，以及股利配發率來看，中華信評認為，未來一至二年該公司評等獲得調升的可能性不高。不過，若發生下列情境，則中華信評可能會調升四大公司的評等：

- 四大公司提高其整體地理區域營收與資產的分散性、降低對於煉油事業的依賴程度，並提升產品差異化的程度，從而使四大公司的獲利能力與營運穩定性在面對景氣循環考驗時明顯提高；且與此同時，
- 四大公司的合併借款對 EBITDA 比維持在 1.5 倍以下。

### 中華信評基本情境假設

- 標普全球評級預測，台灣與中國 2021 年與 2022 年的 GDP 將分別成長 5.5% 與 8.0% 及 2.9% 與 5.1%，亞太區 2021 年的 GDP 成長率為 6.7%，2022 年為 5.2%。台灣與中國的 GDP 成長表現，將因為對於新冠病毒疫情的管控較佳與強勁的出口，加上美國與歐洲經濟的強勁復甦而優於鄰近國家。全球供應鏈的恢復則可能使台灣與中國對於美國及歐洲的出口成長減緩。
- 標普全球評級對布蘭特原油價格的假設為：2021 年剩餘期間為每桶 75 美元，2022 年為 65 元，2023 年則為每桶 55 美元。
- 煉油事業利潤率可望小幅提升，煉油產能利用率則可望在需求於 2021 年下半年與 2022 年恢復期間明顯提高，特別是一些儘管仍飽受 Delta 變種病毒疫情肆虐，但加速進行疫苗接種計畫的已開發國家市場。
- 中華信評預期 2021 年下半年的化學品需求將維持強勁，然而供需平衡的狀況則要等到 2022 年時，原本受新冠肺炎影響而延遲的產能擴充恢復後方可獲得改善。四大公司中的下游製造業務將可因產品價格較高與成本增長幅度較小，而持續在部分產品中享有較佳的利差。
- 四大公司 2021 年的營收可能會增長 50% 至 55%。這主要係反映中華信評對於偏高的油價以及四大公司整體產品組合中的產品價格到 2021 年底之前將非常強健的假設（尤其是電子材料與相關的化學品）。中華信評預期，四大公司 2022 年的合併營收將因原油價格下跌且供需狀況的改善而有所下降的銷售價格，抵銷產能擴充後產量增加帶來的營收貢獻以而大致持平。
- 需求復甦與台塑石化煉油事業的恢復將可使該公司 2021 年的煉油產能利用率提高至 73%，2022 年則將恢復至疫情前介於 85% 至 90% 的水準。為支持其他公司的下游產品，烯烴的產能利用率在 2021 年至 2022 年之間將維持在 95% 至 98% 之間的較高水準。
- 四大公司 2021 年的合併折舊及攤提前毛利率，將在產品價格飆漲的帶動下而由 2020 年時的 18.3% 升高至 24% 至 25%，但 2022 年時則可能回到 19% 至 20% 的水準。逐漸增加的特殊化學產品與電子材料業務的營收將不會因化學品價格下滑而遭完全抵銷。
- 由於營收遽增，2021 年的營運資金流出為新台幣 400 億元至新台幣 500 億元。
- 2021 年的資本支出加上投資將略為增至新台幣 760 億元至新台幣 780 億元，部分係因為 2020 年的支出延後。中華信評假設，前述資本支出在 2022 年將降至新台幣 720 億元至新台幣 740 億元。中華信評亦假設，2022 年台塑石化的路易斯安那州專案的興建不會產生重大支出，即使是在該公司決定繼續啟動該項投資案的情況下亦然。
- 四大公司對其越南河靜鋼鐵廠計畫提供的借款擔保額度將由 2020 年底時的約新台幣 1,100 億元，逐漸降低至 2021 年的約新台幣 540 億元與 2022 年的新台幣 470 億元，主要係透過加快償還借款，以及無需股東擔保的再融資計畫。
- 2021 年與 2022 年的平均稅率將增至 18% 至 20%。
- 未來幾年的現金股利配發率將維持在前一年淨利的 70% 至 72% 左右。



## 新聞稿：因借款槓桿水準低，台塑企業四大公司評等調升至「twAA/twA-1+」；展望「穩定」

基於前述假設，中華信評得出四大公司合併的信用指標值如下：

- 2021年的EBITDA利潤率為介於20%至21%，2022年為15%至16%，2020年時則為12.6%。
- 2021至2022年的借款對EBITDA比為0.5倍至1.0倍，2020年時則為2.7倍。
- 2021年的自由營運現金流量對借款比為介於65%至70%，2022年為55%至60%，2020年時則為23.2%。

## 流動性

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個月的流動性需求。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倍左右的水準。

中華信評認為，四大公司即便在其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。四大公司持續因其與銀行間穩健的往來關係與整體較高的信用地位（可為其財務彈性提供支持）而受惠，而這點可由在2021年9月部份公司發行的七年期新台幣公司債享有介於0.52%至0.53%的非常低借款利率得到印證。此外，中華信評認為，四大公司將能輕易符合對與部份海外子公司相關借貸之銀行借款合同，以及四大公司對於河靜鋼鐵廠提供之借款擔保中所設定之流動比率與有形資產淨值等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：2021年6月底時為新台幣2,660億元。
- 來自本業的現金流量：在2022年6月底止之前的12個月期間約介於新台幣2,000億元至2,100億元之間。
- 2022年6月30日後到期之未動用長期信用額度：截至2020年6月底止約為新台幣710億元。

### 主要流動性用途

- 到期借款加償還短期借款：在2022年6月底止之前12個月期間約為新台幣1,390億元。
- 資本支出：在2022年6月底止之前的12個月期間約介於新台幣740億元至760億元間。
- 現金股利配發率：約為前一年淨利的70%至72%。

新聞稿：因借款槓桿水準低，台塑企業四大公司評等調升至「twAA/twA-1+」；展望「穩定」

## 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：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）：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：高度策略重要性地位

## 相關準則與研究

### 相關準則

- General Criteria: Group Rating Methodology - July 01, 2019
- General Criteria: Methodology For National And Regional Scale Credit Ratings - June 25, 2018
- Criteria | Corporates | General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings - March 28, 2018
- Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Oil Refining And Marketing Industry - March 27, 2014
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments - April 01, 2019
- General Criteria: Guarantee Criteria - October 21, 2016
- 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

## 新聞稿：因借款槓桿水準低，台塑企業四大公司評等調升至「twAA/twA-1+」；展望「穩定」

- 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 - August 10, 2020

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於 [www.taiwanratings.com](http://www.taiwanratings.com))

## 評等表

### 評等調升

	評等行動後	評等行動前
<b>台灣塑膠工業股份有限公司</b>		
<b>台灣化學纖維股份有限公司 (台化)</b>		
<b>台塑石化股份有限公司 (台塑石化)</b>		
<b>南亞塑膠工業股份有限公司 (南亞)</b>		
發行體信用評等	twAA/穩定/twA-1+	twAA-/穩定/twA-1+
債務發行信用評等	twAA	twAA-
<b>台塑集團 (開曼) 有限公司</b>		
債務發行信用評等	twAA	twAA-

本篇報告中的某些用詞，特別是一些用來表達我們對於評等相關因素之看法的形容詞，在我們的評等準則中有其專屬意義，因此應連同該套準則一併閱讀。進一步訊息請參考位於 [www.taiwanratings.com](http://www.taiwanratings.com) 之「評等準則」頁面。信用評等資料庫 (Rating Research Service) 之訂戶可至 [rrs.taiwanratings.com.tw](http://rrs.taiwanratings.com.tw) 取得完整評等訊息。所有受此評等行動影響之評等均公佈於中華信評官方網站 [www.taiwanratings.com](http://www.taiwanratings.com)。

(中文版本係根據英文版本翻譯，若與原文版本有任何分歧，概以英文版本為準。)

Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

## 新聞稿：因借款槓桿水準低，台塑企業四大公司評等調升至「twAA/twA-1+」；展望「穩定」

著作權 © 2021 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，且通常是來自發行人、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。