

新聞稿：

因槓桿比與獲利能力減弱，台聚與亞聚評等調降至「twA-/twA-2」；展望「負向」

June 23, 2025

評等行動摘要

- 台灣聚合化學品股份有限公司（台聚）為一家擁有多元產品組合的石化集團，而亞洲聚合股份有限公司（亞聚）為其核心子公司。台聚集團 2024 年的 EBITDA 為新台幣 7.31 億元。
- 由於業界產能過剩的情況惡化，加上市場需求持續低迷，2025 年至 2026 年台聚的獲利能力可能維持在較為低迷的水準。由於台聚用於支持集團資本支出的現金持續流出，導致在同一期間的借款可能明顯增加，加上該公司的獲利能力復甦速度較慢，這將大幅拖延集團槓桿比下降的速度。
- 中華信評已將台聚與亞聚的長期與短期發行體信用評等從「twA/ twA-1」調降至「twA-/twA-2」。「負向」的評等展望係反映產能長期過剩的情況，可能會長於中華信評先前預測的時間，並且很可能導致台聚的獲利能力持續低迷，進而使該公司難以在未來 12 至 24 個月內，將其借款對 EBITDA 比改善至接近 3 倍的水準。

評等行動理由

此次評等調降行動反映台聚的槓桿比率與獲利能力已明顯弱化且未來兩年其復甦前景仍較為黯淡。產能長期過剩與低迷的總體經濟情勢，將在未來幾季持續嚴重影響台聚集團的獲利能力。中華信評預測，未來幾季台聚的利潤率將持續偏低，其 EBITDA 產生能力將因此而持續受限。

台聚集團主要產品包括乙烯醋酸乙烯酯（EVA），而中國仍積極擴大相關產品之產能，並且可能持續超越光電（PV）模組等主要應用領域的需求增速。預估將導致產品價差在 2025 年至 2026 年間依舊維持在較低水準。隨著中國經濟增長放緩，以及與美國之間的貿易緊張局勢進一步加深，台聚集團的其他主要產品，包括聚氯乙烯（PVC）、丙烯腈－丁二烯－苯乙烯共聚物（ABS）與聚苯乙烯（PS）亦可能持續面臨產能長期過剩的情形。中華信評認為，前述因素將使台聚的營運現金流量在 2025 年至 2026 年間仍將持續疲弱。

中華信評預測，2025 年台聚的 EBITDA 將僅略為提升至新台幣 12 億元，而 2024 年則為 7.31 億元，這項改善部分得益於新建儲油槽，進而使得成本管理更有效，同時油價相對較低可降低投入成本。中華信評目前認為以色列與伊朗之間的衝突，在長期內不太可能持續對市場的供需情況產生實質性的改變。

主辦分析師

陳靜儀

台北

+886-2-2175-6829

beatrice.chen

@spglobal.com

beatrice.chen

@taiwanratings.com.tw

第二聯絡人

賴冠仔

台北

+886-2-2715-6825

irene.lai

@spglobal.com

irene.lai

@taiwanratings.com.tw

與此同時，2025 年台聚可能會繼續對多個項目投入大量資金，主要包括翻新其位於國內的 PVC 設施。該公司 2024 年至 2026 年的可支配現金流量將因此而持續為負值，而根據中華信評的基本情境假設，其 2025 年的借款水準將從 2024 年的新台幣 74 億元大幅升高至 103 億元。基於此，2025 年該集團的借款對 EBITDA 比將因此維持在非常弱的 8 倍至 9 倍之間。

利潤率恢復到景氣循環中期水平的時間可能比中華信評先前預測的時間更長，這將進一步延緩其去槓桿的速度。中華信評預期，台聚集團的 EBITDA 利潤率預計將從 2027 年開始加速回升，然後到 2028 年回升至 8%至 9%。中國新增產能的增速放緩，伴隨著產業的整合與調整，加上自 2027 年起對台聚主要產品的需求逐漸成長，應有助於逐步消化過剩產能。

此外，台聚可能朝向開發差異化產品（例如特用 EVA 化合物以及電線電纜）來強化產品組合。中華信評亦預期，該集團的消費性產品預計在未來一至兩年內，隨著潛在客戶完成產品測試後，將逐步邁向加速成長階段。前述主要應用於消費性產品，將採用該集團的 EVA 與環狀嵌段共聚物（CBC）等化學品。此外，台聚的磁性材料與碳化矽材料，可望受惠於人工智慧與電動車應用需求的成長。

因此，中華信評預測，2027 年台聚的借款對 EBITDA 比將改善至約 3 倍的水準。儘管如此，該公司仍將因資本支出較高，且自由營運現金流量產生能力較弱，而導致借款維持在偏高水準。中華信評亦認為，該公司之後仍將透過營運現金流量來降低借款水準，並進一步改善信用指標。因為中華信評認為，該公司在完成對大部分大宗化學品的投資後，資本支出需求將下降。

全球經濟波動加劇，以及台聚產品差異化策略的成效尚未明朗，使中華信評基本情境假設面臨顯著的下行風險。長期過剩的產能可能會持續對台聚集團的獲利能力造成壓力。未來兩年，大宗化學品的成長仍將面臨多項挑戰，包括經濟不確定性將導致的市場需求保守、中國經濟成長放緩，以及地緣政治緊張局勢的影響。這些因素可能進一步降低消費支出，並加劇未來幾季的需求疲軟狀況。

油價波動可能對台聚的產品價差造成明顯影響，特別是其核心產品 EVA。主要原因在於台聚基礎化學品上高度依賴外部供應，例如台灣生產的乙烯，這可能使其獲利能力承受比中華信評預期更大的壓力。此外，台聚新產品的市場表現仍有待驗證，其電子材料業務（包括碳化矽）的競爭力也可能受到不利影響，尤其是來自中國的競爭。

亞聚的評等調降係反映該公司在母公司台聚集團中為核心子公司的角色。中華信評將亞聚視為台聚集團的核心成員，並將授予亞聚與其母公司相同的評等，因為中華信評認為，在任何可預見的情況下，若亞聚出現財務困境，台聚將為亞聚提供財務支援。亞聚的 EVA 以及 PE 業務與台聚的營運高度整合，並極大化市場影響力以達到更佳的方式服務集團客戶。亞聚的 EVA 產能對台聚集團 EVA 總產能的占比約為 50%。

中華信評預測，儘管亞聚獲利能力大幅下滑，但由於公司的資本支出金額較低且帳上現金餘額較高，2025 年至 2026 年亞聚應可維持淨現金部位。此外，在目前的產業下行時期，亞聚亦因其低密度聚乙烯的應用更具差異化，因而其獲利能力略優於集團整體水準。前述因素均為中華信評對亞聚為「twbbb+」的個別基礎信用結構（stand-alone credit profile；簡稱 SACP）評估結果提供支撐。

評等展望

「負向」的評等展望係反映，未來兩年台聚的獲利能力可能仍因產業景氣下挫的時間更長、程度更嚴重，而持續低於中華信評的基本情境預測。未來 12 至 24 個月台聚的借款槓桿比可能因此明顯高於中華信評的預測，維持目前評等的財務緩衝空間也將進一步收縮。

評等下調情境

若未來12至24個月台聚的槓桿比明顯高於中華信評的基本情境預測，且借款對EBITDA比並無改善至3倍的明顯跡象，則中華信評可能會調降台聚的評等。可能導致前述評等調降的情況為：

- 該公司的獲利能力未如中華信評所預測的改善，主要原因是亞太地區的供應長期過剩，導致價格承受較大的壓力。前述的可能原因為亞洲需求成長持續疲弱、原料成本大幅升高，或該公司未能增加其差異化化學品與消費者產品的銷售；或
- 該公司在未來二年期間採取較中華信評所預測更為積極並以借款支應的擴張策略，且投資與資本支出的規模使其借款水準大幅升高。

展望上調情境

若台聚可藉由持續改善EBITDA產生能力而將合併借款對EBITDA比降至3倍以下並維持，則中華信評可能會將該公司的評等展望調回「穩定」。前述比率獲致改善的情境包括：

- 台聚的營收與 EBITDA 利潤率因亞洲化學品市場明顯復甦、成功向差異化產品轉型，或新消費產品的營收以更快的速度成長而大幅提高；或
- 在 2027 年及之後該公司大幅降低借款，並在完成進行中的專案後未採取積極的資本支出，同時維持審慎的股利政策。

中華信評基本情境假設

- 標普全球評級預估，中國 2025 年的經濟成長率為 4.1%，2026 年為 3.8%；台灣 2025 年的 GDP 成長率為 2.0%，2026 年為 1.2%；亞太區 2025 年的 GDP 成長率為 4.1%，2026 年為 4.4%。
- 標普全球評級在其基本情境假設中預測，2025 年年底布蘭特原油價格為每桶 65 美元，2026 年則上漲至每桶 70 美元。中華信評預期，即便 2025 年油價下跌，化學品製造商仍將審慎控管產能利用率以維持價格。2026 年油價的溫和上漲預計將略為推升大宗化學品的價格。儘管如此，由於供需情況的差異，各項產品的平均售價可能會存在明顯差異，尤其是在中國產能持續擴大的壓力之下。
- 未來 12 至 24 個月，中國光電模組的需求可能會持續增加。不過，EVA 價格可能將因中國大量的產能而持續微幅下跌。同時，基礎化學品以及 PE、PP 與 PVC 等一般塑膠的產品價差可能會遠低於景氣循環週期中期的水準，因為產能利用率仍將偏低。
- 中華信評預期，台聚 2025 年的營收將下滑 5.7%，此係反映台聚主要產品的平均銷售價格仍面臨壓力，且市場需求的不確定性仍未消除。2026 年的營收可能將回升 5.6%，主要係反映中華信評預期該公司特級產品之營收貢獻占比將持續增加。
- 中華信評預期，台聚 2025 年的 EBITDA 利潤率仍將為非常弱的 2.4%，但在 2026 年將略為回升至 6.1%。預估需求復甦可能會略微提升 PE、PP 與 PVC 等一般塑膠的平均售價，而 EVA 的出貨量則可能因光伏應用競爭激烈而維持在較為低迷狀態。
 - 中華信評預期，在新增產能的影響下，如台聚與亞聚等 EVA 製造商 2025 年的營運績效表現將持續低迷，且利潤率亦將受到壓縮。隨著差異化產品營收貢獻占比增加，EVA 製造商的營運表現可望自 2026 年後略為回升。

新聞稿：因槓桿比與獲利能力減弱，台聚與亞聚評等調降至「twA-/twA-2」；展望「負向」

- 該集團的 PVC 業務可望在未來一年逐步復甦，主要受惠於印度標準局推行的認證制度，預估將有助於改善集團在印度銷售之利潤率。然而，由於亞太區產能過剩的情況依然嚴重，中華信評認為該集團 PVC 業務的利潤率不太可能恢復至景氣循環中期的水準。
- 儘管台聚大幅提高了中國以外市場的銷售比重，但面對市場需求疲弱與產能過剩的情況，台聚 ABS 的營收與利潤率可能明顯低於前幾年的水準。
- 台聚集團 2025 年的資本支出將從 2024 年的新台幣 37 億元增至 40 億元。主要係用於支應華夏海灣塑膠股份有限公司產能翻修計畫。2026 年該集團的資本支出將降至新台幣 35 億元。
- 中華信評假設，台聚集團 2025 年與 2026 年的現金股利配發金額為新台幣 4 億元。

註：最近期信用情況委員會的 GDP 增長預測。標普全球評級認為，美國政府在政策執行方面，尤其是關稅措施及其可能引發的反應，以及可能對全球經濟、供應鏈及信用情況造成的影響存在高度不可預測性。因此，我們的基準預測的不確定性相當高。隨著情勢發展，我們將評估潛在和實際政策變動在總體經濟與信用層面的重要性，並據此重新評估調整我們的指引。

台灣聚合化學品股份有限公司—中華信評預測概要

產業別：大宗化學品

(新台幣百萬元)	2022a	2023a	2024a	2025f	2026f	2027f
營收	66,437	52,265	51,008	48,100	50,806	52,637
EBITDA (帳列數)	8,146	4,228	731	1,175	3,122	4,270
EBITDA	8,146	4,228	731	1,175	3,122	4,270
減：已支付利息	(219)	(254)	(294)	(316)	(318)	(322)
減：已支付所得稅	(2,611)	(1,669)	(659)	--	--	--
來自本業之現金流量 (FFO)	5,316	2,305	(222)	859	2,804	3,949
來自營運的現金流量 (CFO)	7,286	5,311	585	1,488	2,509	3,784
資本支出	2,767	3,287	3,709	3,997	3,477	3,777
自由營運現金流量 (FOCF)	4,519	2,024	(3,124)	(2,509)	(968)	8
可支配現金流量 (DCF)	(901)	469	(3,960)	(2,946)	(1,368)	(392)
借款 (帳列數)	15,832	16,643	18,832	19,269	20,637	21,029
加：租賃負債	1,365	2,136	2,471	2,471	2,471	2,471
減：可自由支配之現金與短投	(13,747)	(14,930)	(14,044)	(11,616)	(11,616)	(11,616)
加：其他	136	136	136	136	136	136
借款	3,586	3,986	7,395	10,260	11,628	12,020
現金與短期投資 (帳列數)	14,320	15,552	14,508	12,000	12,000	12,000
調整後財務比率						
借款/EBITDA (x)	0.4	0.9	10.1	8.7	3.7	2.8
FFO/借款 (%)	148.2	57.8	(3.0)	8.4	24.1	32.9
EBITDA 利息保障倍數 (x)	37.3	15.4	2.3	3.7	9.8	13.3
年度營收成長 (%)	(7.4)	(21.3)	(2.4)	(5.7)	5.6	3.6
EBITDA 利潤率 (%)	12.3	8.1	1.4	2.4	6.1	8.1

除非報告中另有說明，所有數據均經過中華信評調整。在預估期間內的財務數據均根據中華信評基本假設情境所得出。a—實際值。e—估計值。f—預測值。N.M.—無意義。

流動性

台聚的短期信用評等為「twA-2」。中華信評認為，台聚的流動性在強健等級，足以支應其在截至 2027 年 3 月底之前 24 個月期間的資金調度所需。中華信評預測，台聚在 2026 年 3 月底之前 12 個月期間的流動性來源對流動性用途比將為 2.06 倍，在 2027 年 3 月底之前則為 1.54 倍。此外，中華信評預測，該公司的流動性來源應可支應其流動性用途所需而有餘，甚至是在預估 EBITDA 下滑 30%時亦然。

中華信評評估認為，台聚與台灣的主要銀行業者間已經建立有長期穩固的往來關係，這點可由該公司可以較低的利率水準取得銀行信用額度獲得印證。中華信評認為，台聚大致審慎的風險管理機制，使其得以維持較高的尚未使用之銀行借款額度。此外，中華信評認為，由於台灣目前的利率水準仍處低檔，因此台聚的各項信用指標距離會違反其銀行借款合同中之財務限制條款的門檻，還有相當充裕的緩衝空間，即使是在該公司的 EBITDA 下滑 30%亦然。中華信評對台聚流動性的評估看法主要係反映下列因素：

主要流動性來源

- 現金與短期投資：截至 2025 年 3 月底止約為新台幣 132 億元。
- 尚未使用之銀行借款額度：截至 2026 年 3 月底之前 12 個月期間的額度為新台幣 123 億元；其後 12 個月期間的額度為新台幣 80 億元。
- 來自本業之現金流量：截至 2026 年 3 月底之前 12 個月期間約為新台幣 15 億元，其後 12 個月期間為新台幣 32 億元。

主要流動性用途

- 一年內到期之長期借款加短期借款：截至 2026 年 3 月底之前 12 個月期間為新台幣 90 億元，其後 12 個月期間為新台幣 40 億元。
- 資本支出：截至 2026 年 3 月底之前 12 個月期間約為新台幣 39 億元，其後 12 個月期間為新台幣 36 億元。
- 現金股利：截至 2027 年 3 月底之前 24 個月期間約為新台幣 4 億元。

評等評分摘要

台灣聚合化學品股份有限公司		
	評等行動後	評等行動前
發行體信用評等	twA-/負向/twA-2	twA/負向/twA-1
營運地位	普通	普通
國家風險	稍高風險	稍高風險
產業風險	稍高風險	稍高風險
競爭地位	普通	普通
財務體質	稍弱	中等
現金流量/槓桿比	稍弱	中等
評等基準	twbbb+	twA-
調整因子		
分散性/組合效果	中性（無影響）	中性（無影響）
資本結構	中性（無影響）	中性（無影響）
財務政策	中性（無影響）	中性（無影響）
流動性	強健（無影響）	強健（無影響）
管理與治理	中性（無影響）	中性（無影響）
比較評等分析	正向（+1級距）	正向（+1級距）
個別基礎信用結構	twA-	twA
註：以上評等評分摘要係以全球評等等級為比較基礎。		

新聞稿：因槓桿比與獲利能力減弱，台聚與亞聚評等調降至「twA-/twA-2」；展望「負向」

相關準則與研究

相關準則

- Criteria | Corporates | General: Sector-Specific Corporate Methodology - April 04, 2024
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology - January 07, 2024
- Criteria | Corporates | General: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities - January 07, 2024
- General Criteria: National And Regional Scale Credit Ratings Methodology - June 08, 2023
- General Criteria: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings - October 10, 2021
- General Criteria: Group Rating Methodology - July 01, 2019
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments - April 01, 2019
- 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
- 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 – November 11, 2021

(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

評等調降；評等展望

	評等行動後	評等行動前
台灣聚化化學品股份有限公司		
亞洲聚合股份有限公司		
發行體信用評等	twA-/負向/twA-2	twA/負向/twA-1

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 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 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。

(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 © 2025 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（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。