

千亿桐昆股份“逆周期”扩张

中经记者 陈家运 北京报道

通过“逆周期”扩张，桐昆股份(601233.SH)逐步成长为涤纶长丝龙头，其营收一度突破千亿元。近日，桐昆股份再次选择扩张业务版图，宣布计划投资56亿

元建设年产120万吨绿色差别化纤维项目。

《中国经营报》记者梳理发现，伴随产能持续扩张，桐昆股份负债规模从2021年年末的336.89亿元一路攀升至2025年三季度末的755.47亿元。与

此同时，资产负债率已从2021年的48.37%升至2025年三季度的66.30%。

“桐昆股份此次投资建设绿色差别化纤维项目，实质上是竞争逻辑的转变，即从拼价格转向拼技术、拼产品结构。”金联创分

析师邱倩倩在接受记者采访时指出。中研普华研究员洪前进认为，桐昆股份需在产能升级与财务安全之间寻求动态平衡，对投资项目实行分阶段、可调节的资金安排，确保负债水平与现金流匹配。

“逆周期”扩张

这种扩张策略，曾为桐昆股份带来丰厚回报。

桐昆股份的行业地位，建立在20年来持续不断的产能扩张基础上。自2000年完成股份制改造以来，该公司把握化纤行业每一轮周期波动，在行业景气度低点逆势扩产，通过规模效应摊薄成本、抢占市场份额。

这种扩张策略，曾为桐昆股份带来丰厚回报。在2021年，该公司实现归母净利润74.85亿元，创下历史新高。

此后，化纤行业景气度下滑、供需矛盾加剧，但桐昆股份扩产步伐并未停滞，进入“国内提质+海外拓疆”双线扩张阶段。2021年，桐昆股份完成江苏海欣50万吨聚酯纺丝项目收购，并实现嘉通项目首套30万吨聚酯装置开车。

业绩波动

近年来，行业头部企业集中扩产引发的供需错配，进一步压缩了产品利润空间。

桐昆股份的扩张往往恰逢化纤行业深度调整与产能出清的关键时期。在此期间，公司利润亦随行业调整出现波动。

桐昆股份的盈利轨迹在2021年出现明显拐点。财务数据显示，桐昆股份当年实现营收591.57亿元，净利润74.85亿元，创下历史新高。彼时，受益于化纤行业供需格局改善、产品价格处于高位运行，公司凭借规模优势实现了营收与利润的同步增长。

然而，这一良好态势未能持续。2022年，桐昆股份营收虽然微增至619.93亿元，但由于化纤行业

2022年，桐昆股份嘉通项目三套装置全部投产，合计新增100万吨聚酯涤纶长丝产能。2023年，桐昆股份产业版图拓展至江苏、安徽、广西、福建等省(区)，全国性全产业链布局成型，PTA年产能首破千万吨，聚合和涤纶长丝产能分别达1300万吨和1350万吨，长丝全球与国内市场占有率分别升至18%和28%，稳居世界第一。

2024年7月，随着新任董事长兼总裁陈雷敲定印尼超600亿元合作项目，以及联合新凤鸣布局200万吨PX炼化产能，桐昆股份全产业链全球化布局的“野心”尽显。

2025年，桐昆股份持续加码高端产能。上述计划投资56亿元建设的120万吨绿色差别化纤维项目，预

计2026年年底投产。洪前进认为，桐昆股份推进的年产120万吨绿色差别化纤维项目，是其响应行业高质量发展要求、优化产品结构的重要举措，符合当前化纤行业向绿色化、差异化发展的趋势，表明龙头企业在行业出清期通过技术升级与规模效应巩固市场地位的策略。

“从行业生存逻辑看，在环保与能效标准不断提升的背景下，不具备绿色产能与技术优势的企业将逐步退出市场，桐昆股份此举有助于其在下一轮产业周期中占据先机。”洪前进表示。

邱倩倩则指出，未来中国涤纶长丝行业的产能增速预计延续显著放缓的趋势，行业从过去依赖规模扩张

的发展模式全面转向精细化运营和价值提升的新阶段。未来的扩张并非盲目扩张，而是龙头企业顺应行业发展趋势的战略选择。抢占优质市场份额，在行业增量有限的情况下，竞争转向对存量市场的争夺。龙头企业新增的往往是高效、先进的产能，不仅能直接提升其市场份额，还能通过成本优势加速淘汰高成本、高能耗的落后装置。这是一个“良币驱逐劣币”的过程。

针对上述扩产事宜，记者联系桐昆股份方面采访，截至发稿未获回复。

不过，桐昆股份方面在公告中表示，计划建设的120万吨绿色差别化纤维项目将有利于公司化纤产品向多样化、高品质化方向发展。

企业正在主动调整投资与生产策略，抑制非理性扩张。

“因此，2025年的产能增加有限，它既是市场规律作用的结果，也反映了行业龙头在引导市场有序竞争、控制产能过度增长方面所发挥的关键作用，预示着行业发展将更加注重质量与效益。”邱倩倩表示。

国金证券方面分析，涤纶长丝短期承压后有望迎来拐点。桐昆股份通过覆盖上游产业链，能有效降低原材料价格波动对生产经营的影响，其毛利率在行业中处于高水平。



图为桐昆股份办公大楼。

公司官网/图

债务攀升

高负债正通过财务费用直接侵蚀公司利润。

持续扩张带来的资金需求，使桐昆股份债务规模攀升。财报数据显示，桐昆股份的负债规模从2021年年末的336.90亿元，一路攀升至2025年三季度末的755.47亿元，四年间债务规模增长超过1.24倍。

Wind数据显示，2021年末，桐昆股份的资产负债率为48.37%，处于行业较低水平；此后随着扩产项目密集落地，资产负债率逐步攀升，2024年末达到64.57%，2025年三季度末攀升至66.30%。相较之下，同行企业新凤鸣的资产负债率也从2021年的56.21%攀升至2025年三季度的70.29%。

一位不愿具名的会计行业人士向记者表示，资产负债率是衡量企业财务风险的一个核心指标，通常60%被视为预警线。

值得关注的是，高负债正通过财务费用直接侵蚀公司利润。2022年，桐昆股份净利润同比下降98.26%至1.30亿元，而同期财务费用达4.27亿元；2023年，公司净利润虽有所修复，但

财务费用达7.83亿元；2024年，财务费用攀升至12.09亿元，与12.02亿元的利润近乎持平。

对于桐昆股份而言，“扩产”与“控债”的矛盾并非近期才出现，而是其“规模导向”发展战略与化纤行业“重资产、强周期”属性共同作用的结果。

洪前进认为，在推进“优化产品结构、提升绿色竞争力”战略的过程中，桐昆股份需在产能升级与财务安全之间寻求动态平衡。应坚持以技术升级与产品差异化为导向的产能投入，避免低水平重复建设，确保新增产能具备市场竞争力和盈利潜力。同时，公司需建立严格的财务风险评估与控制机制，对投资项目实行分阶段、可调节的资金安排，确保负债水平与现金流匹配。

洪前进建议，公司可通过引入战略投资者、争取产业基金支持、推动项目合作开发等方式，拓宽权益融资渠道，减轻债务压力，从而实现战略转型与财务稳健的双重目标。

百亿应收账款压顶 碧水源抛出80亿元融资计划

融资“补血”

中经记者 陈家运
北京报道

近日，碧水源(300070.SZ)抛出规模达80亿元的融资计划。其公告披露，拟注册发行不超过40亿元超短期融资券及不超过40亿元中期票据。

2025年三季度报告显示，碧水源应收账款规模已达126.38亿元，资产负债率攀升至63%，业绩亦出现下滑。

一位市场分析人士在接受《中国经营报》记者采访时表示，在当前碧水源业绩亏损、应收账款高企导致经营现金流承压的背景下，此次发债行为可视为缓解短期流动性压力的必要举措。然而，若募集资金主要用于偿还存量债务而非投入能产生稳定现金流的业务活动，则可能会陷入“借新还旧”的债务循环，不仅难以从根本上改善现金流状况，或还会进一步推高整体负债规模与偿债风险，因此要优化债务结构，提高资金使用效率。

根据公告，碧水源此次融资采取“超短期+中期”相结合的策略。其中，超短期融资券注册总额不超过40亿元，单次发行期限不超过270天，募集资金将定向用于补充流动资金及偿还金融机构借款，发行将在注册有效期内择机分期进行。这种期限短、灵活性高的融资工具，通常被企业用于缓解即时流

动性压力。

与之配套的中期票据同样设定了不超过40亿元的注册额度，期限最长可达5年，资金将主要用于项目建设、补充营运资金及偿还有息负债等。相较于超短期融资券的“应急属性”，中期票据的长期属性更贴合环保企业项目周期长、资金回收慢的行业特点。

百亿应收账款

在推进大规模融资的背后，是碧水源持续高企的应收账款。

财务数据显示，2024年年末，碧水源的应收账款为124.00亿元，到2025年9月末增至126.38亿元，较2022年年末的95.48亿元增长32.36%。

应收账款规模的扩大导致资金周转效率降低。2022年至2024年，碧水源应收账款周转率从0.9下降至0.73，意味着资金回收周期延长。

记者梳理发现，碧水源所处的环保行业，普遍存在应收账款高企问题。上海环境(601200.SH)、绿色动力(601330.SH)等多家企业的

应收账款也呈现增长趋势。财报显示，2022年至2024年，上海环境应收账款分别为24.37亿元、29.47亿元和34.94亿元；应收账款周转率分别为2.59、2.37和1.94。绿色动力应收账款分别为15.14亿元、19.73亿元和25.12亿元；应收账款周转率分别为3.00、2.27和1.51。

一位环保科技公司人士向记者表示：“我们公司应收账款大部分来自政府机构、事业单位和国有企业。应收账款如果要不回来，就没办法结算上游采购方，员工工资发放也变成企业难题。如果能够收回应收账款，公司每年就可以节省大量的财务费用。”

亏损7964万元

碧水源是一家专业从事环境保护及水处理业务的企业。作为膜技术领域的龙头企业，碧水源近年来整体盈利呈现下滑态势。2020年公司净利润为11.43亿元，而到了2025年前三季度已转为亏损7964万元。

2020年是碧水源业绩表现的重要节点，当年公司实现净利润11.43亿元，仍保持着较强的盈利能力。

此后，随着行业环境与自身经

营因素的叠加影响，碧水源业绩有所起伏。2021年碧水源净利润约为5.84亿元，同比减少48.93%。2022年和2023年则分别为7.08亿元和7.65亿元，同比分别增长21.36%和7.74%。

2024年成为碧水源业绩转折点。当年碧水源实现营业收入85.49亿元，同比下降4.51%；归属净利润仅为0.59亿元，同比下降92.34%。

上述公告显示，相关融资事项已获董事会审议通过，尚需提交股东大会审议及中国银行间市场交易商协会注册批准后方可实施。

对于上述融资事宜，记者联系碧水源方面置评，截至发稿未获回复。不过，有分析人士认为，从发行安排看，碧水源此次融资采用“短+长”组合策略颇具深意。超短

期融资券可快速补充即时现金流，而中期票据则能优化债务期限结构，降低短期偿债压力。

近年来，碧水源债务承压。Wind数据显示，截至2025年三季度末，碧水源资产负债率升至63.03%，较2024年年末的62.18%有所提升。公司总负责为519.42亿元，其中流动负债总额已达305.49

亿元，货币资金45.35亿元。

此外，其经营性现金流状况亦不容乐观。财报显示，2024年，碧水源经营活动产生的现金流量净额为-2.38亿元，与2023年同期的3.31亿元相比，下降171.78%。不过，其2025年前三季度经营活动产生的现金流量净额为4517.97万元。

近期，国务院国资委主任张玉卓发文表示，持续优化民营经济发展的任务之一就是要着力解决拖欠民营企业账款问题，用好新增地方政府专项债券等政策，推动国有企业带头化解债务“连环套”，建立健全清理和防止拖欠账款长效机制，完善政府诚信履约机制，提高政府部门和国有企业拖欠失信成本。

李锦指出，“连环套”的本质是一个由财政压力引发，通过产业链和信用链传导、放大，最终被金融体系和扭曲预期所固化的系统性债务危机。

李锦建议，应推动国有企业带头偿还将民营企业的欠款、解开债务

“连环套”，同时强化资金统筹，确保款项及时支付，对中小企业的小额款项及长账龄款项可依法协商提前兑付；还要建立健全清理和防止拖欠账款的长效机制，完善政府诚信履约机制，创新“债贷联动”等融资模式为项目引入更多金融活水，并对专项债券项目采取“借、用、管、还”全生命周期管理，切实压实偿债责任。

中研普华一位分析师向记者表示，环保行业“高应收账款、高负债、低盈利”的困境已演变为系统性风险，多家企业因资金链断裂面临破产。除依赖地方化债政策外，企业自身可在项目选择与商业模式上寻求“破局”之道。

净利润亏损约7964万元。

业内人士向记者表示，环保行业下行主要有三方面原因。其一，受国内外复杂的经济环境影响，经济发展增速阶段性放缓，使得政府和企业在环保项目上的投资减少或进度放缓。其二，一些地方政府因财政压力调整环保项目预算和实施计划，影响了行业内企业的业务拓展和项目推进。其三，部分企业应收账款余

额较高，资金回笼速度慢，大量资金被占用，影响了现金流和偿债能力，进而制约企业发展，侵蚀利润。

“结合环保行业整体超六成企业亏损、应收账款占营业收入比例超过50%的现状，表明碧水源的业绩与财务压力在相当程度上反映行业共性问题。”上述中研普华分析师表示，企业面对这些困境，需要改善经营效率，提高抗风险能力。