

# “旭阳系”资产腾挪：145 亿重组折戟

中经记者 陈家运  
北京报道

历时逾半年，滨海能源（000695.SZ）的重大资产重组计划宣告折戟。

11 月 14 日，滨海能源发布公告称，公司正式终止收购控人杨雪岗旗下沧州旭阳化工有限公司（以下简称“沧州旭阳”）100%股权。该笔交易作价高达 145.8 亿元，标的资产规模约为滨海能源 11 倍，被视为一场典型的“蛇吞象”式关联重组。

此次交易终止，不仅使得这场备受市场关注的资本运作黯然收场，也让杨雪岗自 2022 年入主以来推进的资产资本化计划再生变数。

此前，杨雪岗推进的另一项资本运作也未能如愿。今年 2 月，A 股上市公司亿华通（688339.SH）披露拟发行股份收购其控制的旭阳氢能 100%股权，交易完成后杨雪岗将成为亿华通实际控制人。但同年 9 月，亿华通宣布终止该收购计划。

中研普华研究员邱晨阳在接受《中国经营报》记者采访时表示，“旭阳系”近期资本运作的核心思路，是将旗下优质资产通过关联交易注入上市公司，以实现快速业务转型与估值提升。然而，“蛇吞象”类交易中，标的公司与上市公司体量差距过大，易引发估值分歧；跨领域业务协同性不足，叠加市场环境变化，均可能导致商业条款难以达成一致。

## 资本运作频遭变局

从资产规模来看，这是典型的“蛇吞象”交易。

这场重组背后的资本运作，早在三年前便已初露端倪。

2021 年 10 月，杨雪岗控制的旭阳控股有限公司（以下简称“旭阳控股”）与滨海能源原控股股东东京津文化签署股份转让协议，以 6 亿元对价受让 20%公司股份。2022 年 1 月，该交易正式生效，滨海能源控股股东变更为旭阳控股，实控人由天津市文化体制改革和发展工作领导小组办公室变更为杨雪岗，这有着 28 年上市历史的天津国资背景企业正式纳入“旭阳系”版图。

彼时的滨海能源已连续两年亏损，主营业务收入下滑，传统印刷业务增长乏力。为扭转局面，杨雪岗入主后迅速启动业务转型，明确“剥离低效资产、注入优质资产”的资本运作路径。2022 年起，滨海能源逐步收缩并剥离持续亏损的印刷业务，至 2024 年年底已完全退出该领域；2023 年 5 月，通过收购翔福新能源切入锂

电池负极材料赛道，试图打造新的盈利增长点。

然而，转型未能扭转业绩亏损局面。财务数据显示，2020 年至 2024 年，滨海能源连续五年处于亏损状态，2025 年前三季度净利润仍为负值。

在此背景下，杨雪岗启动了大规模资产注入计划。

2025 年 5 月 17 日，滨海能源发布重大资产重组预案，拟向旭阳集团、旭阳煤化工、深创投新材料基金、农银资产发行股份购买其合计持有的沧州旭阳 100%股权，并募集配套资金。

交易对手中，旭阳集团与旭阳煤化工均为杨雪岗控制的企业，其中旭阳集团持有沧州旭阳 80.4765%股权，而杨雪岗控制的港股上市公司中国旭阳集团（1907.HK）持有旭阳集团 100%股权。因此，该交易也是杨雪岗推进资产资本化的关键一步。

从资产规模来看，这是典型的



近日，滨海能源发布公告称，公司正式终止收购控人杨雪岗旗下沧州旭阳化工有限公司 100%股权。

视觉中国/图

“蛇吞象”交易。公告显示，沧州旭阳 2024 年年末的总资产为 138.32 亿元，截至 2025 年一季度其总资产进一步增至 145.8 亿元，而滨海能源同期总资产仅为 12.79 亿元，标的沧州旭阳资产规模相当于上市公司的 11 倍。在营收方面，沧州旭阳 2024 年实现营收 103.11 亿

元，而滨海能源当年营收仅为 4.93 亿元。

在多重因素影响下，滨海能源重组计划出现变数。其经历多次停复牌及补充披露相关材料后，最终宣布终止重组。滨海能源在公告中称，由于市场环境较本次交易筹划初期发生变化，交易各方在对

本次交易进行协商和谈判后，对相关商业条款未能达成一致，经公司研究及与交易各方协商，同意终止本次交易事项，并授权管理层办理终止本次交易相关事宜。

记者就重组终止事宜联系滨海能源方面采访，截至发稿未获回复。

## 业绩困局待解

2025 年前三季度，滨海能源亏损进一步扩大。

作为一家拥有近 30 年上市历史的企业，滨海能源成立于 1992 年，前身为天津灯塔涂料有限公司，1997 年 2 月在深交所上市。此后，其经历了多次主业变更。

上市之初，滨海能源主要从事涂料及颜料产品的生产和销售；2014 年重组后转向热电业务，业绩得到显著改善；2018 年置出热电资

产，转向包装及出版物印刷业务，但盈利能力随之大幅下滑。2019 年，滨海能源净利润为 1333 万元，同比下降 63.49%。

2020 年起，滨海能源业绩再度陷入困境。财务数据显示，2020 年至 2024 年，公司净利润分别亏损 1651.62 万元、5695.64 万元、1.02 亿元、1810.9 万元和 2813.42 万元，连

续五年累计亏损约 2.22 亿元。

2025 年前三季度，滨海能源亏损进一步扩大。当期其归母净利润亏损 4943.7 万元，同比降幅达 2837.15%。Wind 数据显示，截至 9 月末，滨海能源总资产 20.02 亿元，负债合计 18.12 亿元，资产负债率达 90.45%。

滨海能源方面表示，近年来，

公司积极拓展负极材料业务，产能逐步释放，营业收入有所增长，但受锂电产业竞争加剧影响，盈利水平持续承压。

邱晨阳指出，负极材料行业目前供过于求，滨海能源需加速推进 20 万吨负极一体化及绿电项目建设，以兑现成本优势，同时加大硬碳及其他新型负极研发，

构筑技术壁垒。

11 月 18 日，滨海能源披露 20 万吨负极材料一体化项目一期进展，称一期 1.8 万吨石墨化和 5 万吨前端已投产，8.2 万吨石墨化及 5 万吨前端在建，预计明年一季度陆续调试投产，配套绿电项目同步推进。项目全面投产后，有望形成规模优势、降低生产成本。

## “旭阳系”的资本化路径

“旭阳系”旗下资产分布较为分散，不同业务板块之间的协同效应尚未充分显现，资产注入后的整合难度较大。

在滨海能源瞄准的上述两个标的中，沧州旭阳是一家以尼龙新材料生产为主的国家高新技术企业，而亿华通则专注氢能领域，被称为“氢能第一股”。

公开信息显示，沧州旭阳拥有从制氢、双氧水、环己酮到制备己内酰胺、己二胺再到尼龙 6、尼龙弹性体等一体化产业链。其己内酰胺产能达 75 万吨/年，2024 年约占全球市场份额的 6.1%，位居全球第

二位。

2023 年、2024 年和 2025 年前三个月，沧州旭阳分别实现营业收入 92.76 亿元、103.11 亿元、24.12 亿元；净利润分别为 3.48 亿元、2.38 亿元、2111.94 万元。

值得注意的是，亿华通近年来业绩表现不佳。2021—2025 年前三季度，亿华通净利润分别为 -1.62 亿元、-1.67 亿元、-2.43 亿元、-4.56 亿元、-3.11 亿元。

邱晨阳分析认为，“旭阳系”近期资本运作的核心思路，是将旗下优质资产通过关联交易注入上市公司，以实现快速业务转型与估值提升。然而，在“蛇吞象”类交易中，标的资产与上市公司体量悬殊，容易引发估值分歧；跨行业整合中业务协同性不足，叠加市场环境变动，均可能导致商业条款难以达成一致。

邱晨阳进一步指出，“旭阳系”

旗下资产分布较为分散，不同业务板块之间的协同效应尚未充分显现，资产注入后的整合难度较大。“旭阳系”若想继续推进资产资本化，需要调整策略，更加注重交易的公允性、合规性与业务协同性，避免过度追求规模与速度而忽视风险管控。需先聚焦主业推进产能与技术落地，再选择同产业链、体量匹配的标的开展资本运作，避免盲目跨界“蛇吞象”。

# 美锦能源终止氢能募投项目 “传统+氢能”模式前景几何？

中经记者 陈家运 北京报道

近日，美锦能源（000723.SZ）召开董事会会议，审议通过终止“氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）”（以下简称“氢能项目一

期”），并将剩余 1.79 亿元募集资金永久补充流动资金。截至 2025 年 9 月 30 日，该项目已累计投入募集资金 7343.33 万元，投资进度仅为 29.37%。

中研普华研究员李芬珍子在接受《中国经营报》记者采访时表

示，美锦能源以“区域未纳入示范城市群”为由终止项目，折射出氢能产业政策配套存在三大突出问题：一是政策覆盖存在区域断层，全国超过 85%的燃料电池汽车推广量和 70%的加氢站集中于五大示范城市群，非示范区域缺乏中

央及地方补贴；二是基础设施呈现“集群化垄断”，非示范区域加氢站建设滞后，难以形成网络效应；三是地方政策衔接不足，山西及其他资源大省未形成煤焦氢产业链专项扶持政策，与京津冀政策落差明显。



图为美锦能源旗下贵州六枝特区美锦氢能“制储运加用”一体化综合能源项目。 公司官网/图

## 盈利承压

近四年间，美锦能源作为山西民营焦化龙头企业，业绩经历大幅波动，从 2022 年的盈利高点滑落至 2024 年的亏损，并延续至 2025 年三季度，折射出传统能源企业在行业周期波动与产业转型挑战下的经营压力。

财报数据显示，2022 年，美锦能源实现营业收入 246 亿元，归母净利润 22.09 亿元，创下近年来业绩高点。

进入 2023 年，美锦能源业绩出现显著回落，增长势头明显放缓。其全年营业收入降至 208.11 亿元，同比下降 15.4%；归母净利润 2.89 亿元，同比降幅超过 86%。公司方面解释称，2023 年焦化主业处于“煤—焦—化”产业链的中游，受到上游炼焦煤资源供给、下游钢铁行业消费需求和煤化工行业发展路径选择的影响，煤焦市场出现较大幅度震荡，售价出现了较大幅度下跌。

2024 年，美锦能源陷入亏损，全年营业收入 190.30 亿元，同比下滑 8.55%；归母净利润亏损 11.42 亿元，同比由盈转亏，降幅达 495.31%。公司方面坦言，煤炭价格下跌及下游钢铁行业不景气是业绩下滑的主要原因。

2025 年以来，美锦能源的经营压力并未缓解，亏损态势持续。前三季度公司营业收入 129.74 亿元，同比下降 9.71%；归母净利润亏损 7.37 亿元，同比扩大 12.57%。

一位美锦能源人士向记者表示，2025 年业绩亏损主要是受市场环境影 响，煤炭、焦炭价格整体呈下行趋势，导致公司主要产品毛利率承压。

美锦能源目前已形成“传统+氢能”双轮驱动的业务模式，其自 2017 年起就前瞻布局氢能产业，意图与传统煤焦全产业链协同发展。但 2024 年财报显示，其氢能业务收入占比依然较低，仅为 4.16%。