

“旭阳系”资产腾挪：145亿重组折戟

资本运作频遭变局

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，公司正式终止收购实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”式关联交易。

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。

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，这家有着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，公司正式终止收购实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，滨海能源需加快推进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。

二位。

2023年、2024年和2025年前3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理。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”。

“双主业布局理论上有利于分散单一业务风险，形成新能源材料与化工新材料的产业协同。”一位投行人士分析指出，沧州旭阳的尼龙产业链与滨海能源的负极材料业务在技术研发、供应链管理等方面或存在潜在协同点。从长期来看，滨海能源有望构建更完整的新材料产业生态，但当前亟须解决持续亏损与高负债的难题。

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。

域失衡、创新投入不足、政策支持碎片化等深层次矛盾逐渐显现。为此，他建议，强化顶层设计，推动区域协同发展。建议国家发展改革委、国家能源局牵头制定《全国氢能分布式能源系统发展规划》，聚焦“三北”风光资源富集区与东部负荷中心，构建跨区域协同机制。

在2025年年报中，美锦能源方面表示，公司氢能产业已进入区域协同的加速构建期，京津冀在全国氢能发展的区位优势突出，氢能产业基础雄厚，示范应用发展潜力较大，是公司氢能产业未来重点布局的区域之一。公司在大兴国际氢能示范区落地美锦氢能总部基地项目以及在滦州建设14000Nm³/h焦炉煤气制氢项目对公司氢能产业乘势发展具有重要意义。



图为美锦能源旗下贵州六枝特区美锦氢能“制储运加”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%。

项目终止

此次终止的氢能项目一期原计划总投资15.02亿元，属于2022年可转债募投项目之一，最初拟投入募集资金6亿元，后调整为2.5亿元。

项目启动源于可转债募集资金的成功落地。美锦能源于2022年4月完成35.9亿元可转债发行，扣除发行费用后实际募集资金净额为35.566亿元，专项用于包括氢能一期项目在内的相关投资规划。

该项目由美锦能源全资子公司——山西美锦氢能科技有限公司在山西省晋中市实施建设，旨在打造氢燃料电池动力系统及商用车零部件生产基地，以推动美锦能源向氢能领域转型及实现多元化发展战略。

然而项目推进过程屡经调整。2022年10月，美锦能源通过会议审议，将该氢能项目一期的募