



京东方：混改典范

国有资本在风险的容忍度上较私人资本更胜一筹，在投资大、风险高的项目上更具优势。

文 | 沈浪

近日，京东方 A (000725.SZ) 发布了 2021 年第一季度财报。今年前三个月，该公司实现营业收入 496.6 亿元，同比增长 108%；归属于上市公司股东的净利润为 51.8 亿元，较上年同期暴涨 814% 以上。这一成绩不仅超过了 2020 全年的利润，而且打破了京东方创立 28 年以来营收、净利润单季最高纪录，震惊了资本市场。

业绩传出后，人们从各个角度挖掘京东方神话的密码，但往往都忽略了最重要的一个因素：京东方首先是一个混改典范。让人拍案惊奇的是，京东方的混改并不都是惯常的“貌合神离”，而是一曲“你中有我、我中有你”的东方华尔兹。

“万人大厂”的转型自救

京东方 2020 年营收为 1355 亿元，在当年的福布斯全球企业 2000 强榜单排名第 817 位。截至 2021 年 3 月底，京东方总资产为 4277 亿元，单季经营活动产生的现金流量净额高达 145 亿元，现金及现金等价物为 658 亿元，显示屏幕总出货量稳居全球第一，在智能手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视五大主流应用市场领先全球。

2020 年，京东方通过参与显示产业整合重组，完成产线并购，进一步扩大规模优势，以市场、技术、区域卡位方式进一步巩固了行业龙头地位，在世界知识产权组织发布的专利申请榜单上，名列全球第 7 位。

不论从哪个指标来看，今天的京东方都是一个不折不扣的巨无霸，但在 28 年前，这家公司一度是一个让人头疼无比的“破落户”。

京东方的前身是北京电子管厂（代号 774 厂），系第一个五年计划期间援建的 156 项重点工程之一。在 20 世纪 60 年代，北京电子管厂是亚洲最大的电子管厂。“一五”期间，全国电子工业总投资额为 5.5 亿元，而北京电子管厂一家就占了 1.03 亿元。1956 年 10 月 15 日，

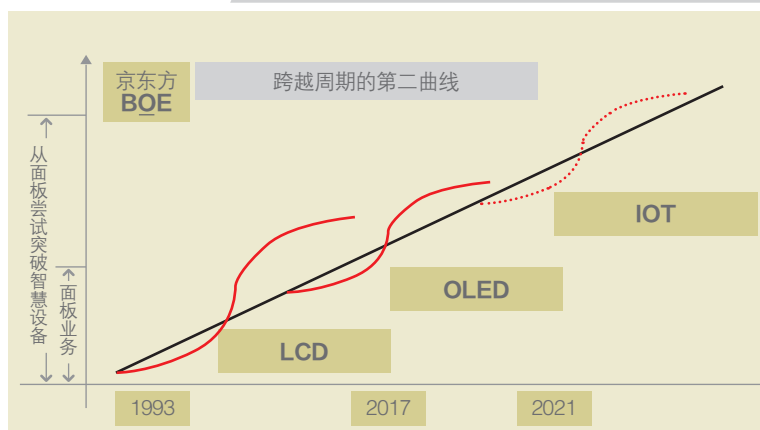
李富春、聂荣臻等一众政军两界领导出席了开工典礼。北京电子管厂是新中国第一座现代化的电子元器件厂，它的问世改变了我国电子管依赖进口的局面。在随后的 40 余年，北京电子管厂先后生产过 30 余个系列 600 多个品种的综合电子器件，为国家 188 个重点工程研制生产了大量的优质配套产品，比如 1965 年我国第一块集成电路就诞生在这里。

遗憾的是，集成电路的出现改变了北京电子管厂的命运，新技术的出现迅速取代电子管技术，导致后者订单急剧萎缩，使得这个“万人大厂”的根基在 20 世纪 80 年代开始崩塌。从 1986 年至 1992 年的连续 7 年亏损，让北京电子管厂踏到无债可举的破产边缘。1992 年，这个 14000 人的工厂年营业收入仅为 8000 万元，资产负债率达 90%，每个月都要借钱发工资，年亏损数千万元，到了生死存亡的边缘。

1992 年 9 月，35 岁的浙江东阳人王东升临危受命，出任北京电子管厂厂长。在他的带领

国有资本与私人资本在京东方的互动，是一曲“你中有我、我中有你”的东方华尔兹。

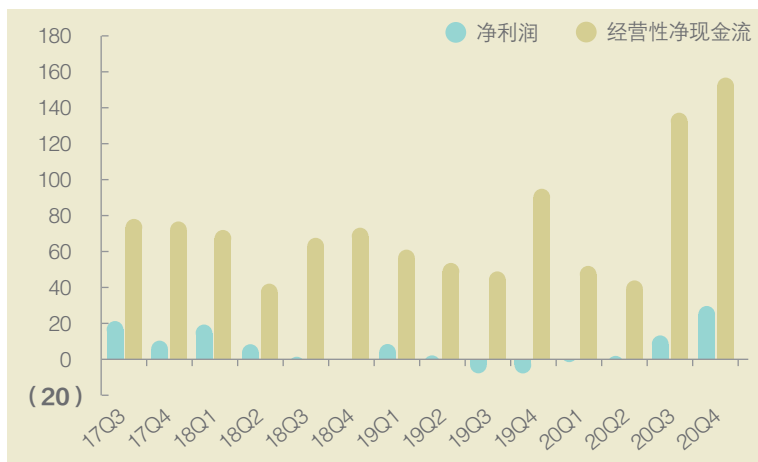
京东方的第二增长曲线



> 资料来源：东方证券研究所

京东方 A 净利润与经营性净现金流

(亿元)



> 资料来源：Wind，信达证券研发中心

下，2600多名员工自筹650万元种子基金，于1993年4月在北京电子管厂基础上创立了北京京东方电子集团股份有限公司，开始市场化的创业征程。

这场以国有资本部分退出、私人资本进入为特征的第一次混合所有制改革取得了良好的效果，京东方很快走上了转型自救之路。1997年，京东方与台资企业冠捷科技合作成立东方冠捷电子股份有限公司，京东方持股52%。尽管当时生产的只是传统的CRT显示器，但却标志着昔日的电子管厂从元器件领域进入显示终端领域，开始向一个“显示帝国”进军。

1997年6月，京东方在深交所成功发行境内上市外资股（B股），成为北京第一家B股上市公司，股票名称与交易代码为京东方B（200725.SZ）。2001年，该公司又在深交所成功增发A股，股票名称与交易代码为京东方A（000725.SZ）。这些动作不仅打开了资本市

场的大门，也使得京东方在市场化道路上越走越远。

全球显示屏龙头的幕后“金主”

不过，光靠市场化永远不会有今天的京东方。

京东方在1993年宣称改制的当年，就实现了扭亏为盈。其实，这个盈利没有多少意义：自2001年A股上市以来，京东方共有8个财政年度处于扣非净亏损状态，尤其是2008~2012年被外界称作“六年五亏”，总亏损金额高达87亿元。就在2019年，京东方还出现过11.7亿元的亏损。

亏损的原因比较复杂，有的是由经营上的失误造成的，有的属于“战略性亏损”。

在试水显示器初尝甜头后，京东方盯上了新兴的液晶显示技术。为了绕开日韩企业的专利与技术壁垒，2003年1月，京东方以3.5亿美元的代价收购了韩国现代集团旗下的HYDISTFT-LCD业务，进入液晶显示领域。同年9月，京东方又自主建设了北京第5代TFT-LCD生产线，两年后投产时被称赞“结束中国内地无自主液晶显示屏时代”、翻开国内自主制造液晶显示屏新篇章。

2008~2012年是京东方版图急剧扩张的五年，京东方先后在成都、合肥、北京、鄂尔多斯、重庆等地开发建设液晶显示器生产线，涉及4.5代、6代、8.5代液晶显示器生产线，5.5代AMOLED生产线，8.5代氧化物液晶显示器生产线，8.5代新型半导体显示器件及系统项目。在投资方面，除了4.5代液晶显示器生产线的投入只有31亿元，其他生产线投资大多为数百亿元，其中，重庆8.5代新型半导体显示器件及系统项目总投资金额为328亿元。

投入持续且庞大，盈利却遥遥无期，让无数投资者望而却步。倘若完全依靠私人资本，王东升当时绝无可能完成这些奠定京东方江湖

地位的大手笔。在那段时间，京东方股价持续低迷，最低时只有 1.61 元，王东升之所以能够抵挡住外部强大的压力，他的底气正是来自国有资本的力挺。

最新财报显示，在京东方前十大股东中，国有法人占有七席，除了北京国有资本经营管理中心、北京京东方投资发展有限公司，合肥建翔投资有限公司、重庆渝资光电产业投资有限公司、合肥建新投资有限公司、北京亦庄投资控股有限公司等地方国有资本，基本都是在那扩张的五年间进入的。它们的鼎力相助，让京东方以最小的自有资金达到四两拨千斤的效果，同时又在上市公司与风险之间设置了一道防火墙。

以重庆的 8.5 代新型半导体显示器件及系统项目为例，在 328 亿元总投资中，重庆国有资本慷慨地拿出 108 亿元，同时与京东方共同解决 89 亿元，成立注册资本为 197 亿元的项目公司。注册资本与总投资额之间的差额也由项目公司申请银团贷款解决，京东方实际出资极其有限，这大大降低了其资金压力。近几年来，尽管京东方的实力大大提升，这样的合作模式依然没有改变。根据该公司关于投资建设武汉高世代薄膜晶体管液晶显示器件生产线项目及配套项目的公告，2018 年，京东方在武汉开工建设 10.5 代液晶显示器生产线时，武汉也承担了 460 亿投资额中的 200 亿元。

如果说，“国退民进”让早期的京东方实现了起死回生，那么，国有资本的一再加持则给了京东方无限的未来。

混改大戏结束了吗？

今天的京东方在资金、市场、技术等多个维度均已渐入佳境，这场混改大戏是否该结束？答案是否定的，京东方的国有资本与私人资本的互动很可能还将持续很久，这是由国有资本与私人资本的不同特点决定的。

曾几何时，有人有意无意地将国有资本

与私人资本对立起来，声称私人资本代表着更高的效率，国有资本则是效率低下的代名词。事实上，在权责分明、监管到位的前提下，国有资本与私人资本在效率方面没有本质性的区别。相比之下，国有资本在风险的容忍度上较私人资本更胜一筹，在支持显示产品、芯片等投资大、风险高的项目上更具优势，私人资本一般更倾向于短、平、快的项目。

虽然京东方越来越强大了，但是其与国有资本的关系不仅不会削弱，反而会更加紧密。

2003 年，王东升上马第 5 代液晶显示生产线时，全部投入只需 12.5 亿美元，折合人民币不足百亿元。随着产品与技术的不断升级，生产线的建设费用成倍增长。根据京东方的披露，8.5 代液晶显示生产线项目投资 285 亿元，10.5 代液晶显示生产线投资 460 亿元，第 6 代柔性 AMOLED 生产线投资 465 亿元。未来是否还会水涨船高不得而知，不过，即便按照当前的建设费用，也算得上天价。由于投资大、风险高、回报期较长，京东方单纯依靠私人资本很难满足自身的需要，国有资本仍然是最重要的伙伴。

同时，京东方所在的显示领域存在明显的行业周期性，对于一季度业绩的暴涨，该公司在业绩预告中公开表示：“进入 2021 年，半导体显示行业产品价格继续保持上行趋势，行业高景气度持续，公司经营业绩较去年同期大幅提升。需求端，远程办公、线上服务、居家娱乐等应用市场进一步扩大，IT、TV 类产品需求持续增长；供给端，短期由于玻璃基板、驱动 IC 等原材料供应紧张，导致行业有效供给产出环比有所下降，半导体显示行业供需紧张进一步加剧。”

换句话说，京东方的前景存在很大的不确定性，如果行业不能维持当前的景气度，整个公司的业绩有可能大幅滑坡，融资能力相应也会减弱。从这个角度看，京东方也离不开国有资本。□

虽然京东方越来越强大了，但是其与国有资本的关系不仅不会削弱，反而会更加紧密。