

2019年11月01日

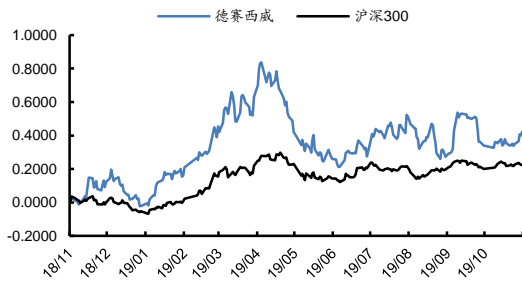
公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所
证券分析师：潮浩 S0350519100002
021-60338122 chaoh@ghzq.com.cn
联系人：王炎太 S0350118050031
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

Q3 营收增速转正，智能网联不断推进 ——德赛西威（002920）2019年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
德赛西威	6.3	-5.8	42.4
沪深300	1.9	2.2	22.3

市场数据	2019-10-31
当前价格(元)	25.04
52周价格区间(元)	16.82 - 33.90
总市值(百万)	13772.00
流通市值(百万)	3063.64
总股本(万股)	55000.00
流通股(万股)	12235.00
日均成交额(百万)	75.37
近一月换手(%)	24.68

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

德赛西威发布2019年三季度报：公司2019年前三季度实现营收35.46亿元，同比-12.7%，归母净利润1.43亿元，同比-57.8%，扣非后归母净利润0.58亿元，同比-80.1%；其中，Q3单季度实现营收12.74亿元，同比+6.1%，归母净利润0.40亿元，同比-21.0%，扣非后归母净利润0.12亿元，同比-60.1%。

投资要点：

- 三季度收入同比转正，新项目持续拓展** 公司Q3收入12.74亿元，同比+6.1%，环比+0.5%，增速同比转正（Q1同比-28.4%、Q2同比-13.1%）。收入端有所改善，一方面是因为去年同期基数较低，另一方面三季度部分客户新产品上量。车市下滑对于一级供应商的影响依旧在，但部分配套客户新车型的超预期销售以及新产品的上量，仍将给予公司良好增长动能。2019年上半年，公司获得丰田新平台项目定点，预计2020年量产；并突破长安福特和商用车制造商DAF汽车等白点客户，进一步优化了客户结构。考虑订单和客户，公司长期营收规模有望持续扩张。
- 费用部分拖累业绩，研发支出维持高位** 公司2019Q3归母净利润0.40亿元，同比-21.0%，毛利率24.1%，同比+0.63pct，费用率合计20.3%，同比+1.54pct。整体费用率同比提升，对于业绩造成部分影响，三季度研发费用1.67亿元依旧维持高位，主要是对智能驾驶等方面加大研发力度。2019Q3单季度销售/管理/研发/财务费用率分别为3.8%、3.0%、13.1%、0.4%，同比分别+1.66pct、+0.19pct、-0.42pct、+0.11pct。
- 智能网联业务不断推进，未来新增长点可期** 公司是耕耘传统汽车座舱电子领域，目前不断推进智能网联业务，有望成为未来新增长点。2018年，公司获得新项目订单年化销售额超过70亿元，涵盖全自动泊车系统、360度高清环视系统、24G毫米波雷达、T-box、V2X产品、智能驾驶舱、TFT液晶仪表等新产品以及部分传统业务，订单快速提升。中长期来看，智能驾驶舱、智能驾驶、车联网等业务的收入占比将不断提升，成为新的增长极。公司整体规模和市占率将进一步提升。
- 盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予“买入”评级** 预计公司2019/2020/2021年EPS为0.43/0.64/0.94元，对应当前股价PE分别

为 58/39/27 倍，首次覆盖给予买入评级。

- **风险提示：**智能网联业务推进不及预期；下游汽车市场持续大幅下滑的风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	5409	4894	5412	6350
增长率(%)	-10%	-10%	11%	17%
净利润（百万元）	416	237	351	518
增长率(%)	-32%	-43%	48%	48%
摊薄每股收益（元）	0.76	0.43	0.64	0.94
ROE(%)	10.47%	5.75%	8.12%	11.20%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 德赛西威盈利预测表

证券代码:	002920.SZ				股价:	25.04	投资评级:	买入	日期:	2019-10-31
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标					
ROE	10%	6%	8%	11%	EPS	0.76	0.43	0.64	0.94	
毛利率	24%	23%	25%	26%	BVPS	7.22	7.48	7.85	8.41	
期间费率	6%	6%	20%	19%	估值					
销售净利率	8%	5%	6%	8%	P/E	33.10	58.22	39.25	26.59	
成长能力					P/B	3.47	3.35	3.19	2.98	
收入增长率	-10%	-10%	11%	17%	P/S	2.55	2.81	2.54	2.17	
利润增长率	-32%	-43%	48%	48%						
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.95	0.85	0.89	0.96	营业收入	5409	4894	5412	6350	
应收账款周转率	3.00	3.00	3.00	3.00	营业成本	4111	3759	4061	4705	
存货周转率	6.03	6.03	6.03	6.03	营业税金及附加	28	26	28	33	
偿债能力					销售费用	156	165	163	191	
资产负债率	30%	29%	29%	30%	管理费用	137	754	814	905	
流动比	3.41	3.42	3.58	3.64	财务费用	5	10	10	10	
速动比	2.91	2.94	3.10	3.16	其他费用 / (-收入)	(39)	60	20	20	
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	423	240	356	525	
现金及现金等价物	311	626	803	949	营业外净收支	(0)	0	0	0	
应收款项	1801	1629	1802	2114	利润总额	422	240	356	525	
存货净额	682	628	678	786	所得税费用	6	3	5	7	
其他流动资产	1819	1646	1820	2135	净利润	416	237	351	518	
流动资产合计	4613	4529	5103	5983	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	561	505	454	409	归属于母公司净利润	416	237	351	518	
在建工程	13	13	13	13	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
无形资产及其他	159	143	129	116	经营活动现金流	736	630	121	59	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	416	237	351	518	
资产总计	5677	5790	6099	6621	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	0	50	50	50	折旧摊销	123	72	65	58	
应付款项	1131	1041	1125	1304	公允价值变动	8	0	0	0	
预收帐款	2	2	2	3	营运资金变动	190	321	(295)	(518)	
其他流动负债	219	232	250	288	投资活动现金流	(1801)	(212)	250	345	
流动负债合计	1352	1325	1427	1644	资本支出	(7)	56	50	45	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	4	0	0	0	
其他长期负债	352	352	352	352	其他	(1798)	(268)	200	300	
长期负债合计	352	352	352	352	筹资活动现金流	(855)	(47)	(144)	(213)	
负债合计	1704	1678	1780	1997	债务融资	(676)	50	0	0	
股本	550	550	550	550	权益融资	1	0	0	0	
股东权益	3973	4112	4319	4625	其它	(180)	(97)	(144)	(213)	
负债和股东权益总计	5677	5790	6099	6621	现金净增加额	(1918)	371	227	191	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车组介绍】

潮浩，上海交通大学工学学士，经济学硕士，八年证券从业经历，目前负责汽车行业上市公司研究。
王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

潮浩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。