

**德赛西威 (002920.SZ) 增持 (维持评级)**

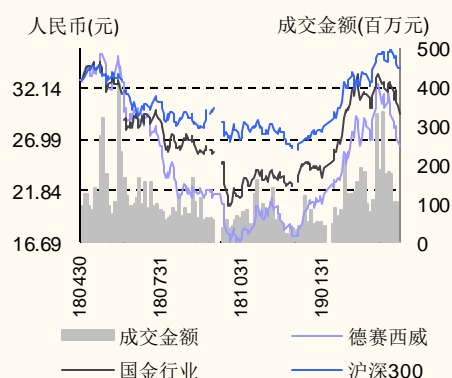
公司点评

市场价格 (人民币): 26.37 元

目标价格 (人民币): 29.00 元

**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	122.30
总市值(百万元)	14,503.50
年内股价最高最低(元)	35.49/16.69
沪深 300 指数	3900.33
中小板综	9329.09

**相关报告**

- 1.《车市低迷而业绩承压，智能驾驶布局支撑估值-德赛西威年报点评》，2019.4.9
- 2.《受车市低迷而业绩承压，关注智能驾驶进展-德赛西威第三季报点评》，2018.10.25
- 3.《国内座舱电子龙头，抢滩自动驾驶-德赛西威深度报告》，2018.9.19

**带屏中控主业受车市影响，自动驾驶支撑估值****公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.121	0.757	0.725	0.696	0.791
每股净资产(元)	6.76	7.22	7.65	8.04	8.53
每股经营性现金流(元)	1.17	1.34	1.36	1.16	1.61
市盈率(倍)	34.91	22.93	36.38	37.89	33.34
净利润增长率(%)	4.43%	-32.50%	-4.29%	-3.89%	13.66%
净资产收益率(%)	16.57%	10.48%	9.47%	8.65%	9.27%
总股本(百万股)	550.00	550.00	550.00	550.00	550.00

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 公司公布 2019 年第一季度报，2019Q1 实现营收、归母净利润及扣非归母净利润分别为 10.03 亿、0.44 亿、0.17 亿元，分别同比-28.4%、-72.8%、-89.4%。此外，EPS 为 0.08 元。

**经营分析**

- **业绩总体承压。**(1) 由于下游车市低迷拖累带屏中控主业，2019Q1 营收同比下降 28%，归母净利润同比下降 73%，符合预期。(2) 公司产品价格承压，年降压力大，整体毛利率较上年同期下降 6.0pct 至 20.56%，居历史最低位，后期有望随车市景气度回升而环比改善。(3) 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.6%/2.8%/11.9%/-0.1%，较上年同期的 12.2%上升 6.0pct。其中包含研发费用的管理费用率较上年同期增长 5.1pct 至 14.7%，研发费用大幅提升。(4) 经营活动产生的现金流净额同比增长 194%至 1.2 亿元。(5) 期末存货同比下降 8%至 8.1 亿元。
- **车市消极因素仍在，但公司稳居带屏中控龙头，承压能力相对较强。**出身德系，技术扎实，客户认可度高，传统车市占率居第一，深度绑定 TOP3 合资车企（新进入一汽大众、上汽大众平台化项目）。
- **自动驾驶核心标的，估值有支撑。**智能驾驶已有成果落地。**摄像头：**360 度高清环视、全自动泊车、驾驶员行为监控及身份识别系统等产品均已量产。**雷达：**24G 毫米波雷达已获订单并于 2019 年量产，77G 毫米波雷达预计 2019 年达量产状态。**智能驾驶系统：**2018 年与英伟达、小鹏汽车签定 L3 智能驾驶系统合作协议，预计于 2020 年量产；已布局 4.5G、5G 通讯技术，并于 2019 年 3 月收购德国 ATBB 天线公司布局车联网。

**盈利调整与投资建议**

- 由于车市持续低迷，对 2019 年盈利预测下调 11%。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 3.99/3.83/4.35 亿元，对应 EPS 分别为 0.73/0.70/0.79 元。由于公司处自动驾驶行业风口，估值有支撑，下调目标价 6%至 29.00 元，对应 2019 年 PE 为 40x，维持增持评级。

**风险提示**

- 配套车企增速放缓；客户拓展不及预期；自动驾驶及车联网行业发展不及预期；产品成本下降不达预期。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

周俊宏 联系人  
zhoujunhong@gjzq.com.cn

## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	5,678	6,010	5,409	5,256	5,571	6,086
增长率		5.9%	-10.0%	-2.8%	6.0%	9.2%
主营业务成本	-4,148	-4,461	-4,111	-4,030	-4,261	-4,622
%销售收入	73.1%	74.2%	76.0%	76.7%	76.5%	75.9%
毛利	1,530	1,549	1,298	1,226	1,310	1,464
%销售收入	26.9%	25.8%	24.0%	23.3%	23.5%	24.1%
营业税金及附加	-34	-40	-28	-32	-34	-38
%销售收入	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-262	-208	-156	-158	-181	-212
%销售收入	4.6%	3.5%	2.9%	3.0%	3.3%	3.5%
管理费用	-454	-546	-661	-583	-646	-730
%销售收入	8.0%	9.1%	12.2%	11.1%	11.6%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	780	755	452	453	448	484
%销售收入	13.7%	12.6%	8.4%	8.6%	8.0%	8.0%
财务费用	-64	-12	-5	11	18	26
%销售收入	1.1%	0.2%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-58	-30	-79	-38	-28	-26
公允价值变动收益	3	-6	8	-3	-5	-6
投资收益	-2	-28	33	18	-7	-4
%税前利润	n.a	n.a	7.7%	4.1%	n.a	n.a
营业利润	659	687	423	441	427	474
营业利润率	11.6%	11.4%	7.8%	8.4%	7.7%	7.8%
营业外收支	13	4	0	2	5	10
税前利润	672	692	422	443	432	484
利润率	11.8%	11.5%	7.8%	8.4%	7.8%	8.0%
所得税	-82	-76	-6	-45	-49	-49
所得税率	12.2%	10.9%	1.4%	10.1%	11.4%	10.1%
净利润	590	616	416	399	383	435
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	590	616	416	399	383	435
净利率	10.4%	10.3%	7.7%	7.6%	6.9%	7.1%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	590	616	416	399	383	435
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
非现金支出	175	193	263	152	160	186
非经营收益	3	48	-51	-4	4	6
营运资金变动	-211	-211	107	201	91	257
经营活动现金净流	558	646	736	747	638	884
资本开支	-346	-255	-247	-109	-206	-237
投资	-10	-40	-60	-1	0	0
其他	-36	-48	-1,494	15	-12	-10
投资活动现金净流	-392	-342	-1,801	-95	-218	-247
股权募资	0	1,984	1	0	0	0
债权募资	40	-69	-676	-36	0	1
其他	-194	-170	-178	-165	-165	-165
筹资活动现金净流	-154	1,746	-854	-201	-165	-164
现金净流量	11	2,050	-1,918	451	254	473

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	435	2,375	311	762	1,016	1,489
应收账款	1,933	1,773	1,801	1,654	1,789	1,918
存货	1,196	919	682	660	725	796
其他流动资产	47	199	1,819	1,824	1,533	1,225
流动资产	3,611	5,266	4,613	4,901	5,062	5,430
%总资产	80.5%	84.6%	81.2%	82.4%	81.8%	81.8%
长期投资	6	24	70	71	70	70
固定资产	525	567	574	633	733	835
%总资产	11.7%	9.1%	10.1%	10.6%	11.8%	12.6%
无形资产	239	260	247	224	208	195
非流动资产	872	955	1,065	1,048	1,129	1,210
%总资产	19.5%	15.4%	18.8%	17.6%	18.2%	18.2%
资产总计	4,483	6,221	5,677	5,949	6,192	6,640
短期借款	755	676	0	0	0	0
应付款项	1,917	1,272	1,203	1,235	1,249	1,379
其他流动负债	245	245	150	219	235	255
流动负债	2,917	2,193	1,352	1,454	1,484	1,634
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	290	314	352	289	284	310
负债	3,207	2,507	1,704	1,743	1,768	1,946
普通股股东权益	1,282	3,720	3,972	4,206	4,423	4,693
少数股东权益	-5	-6	1	1	1	1
负债股东权益合计	4,483	6,221	5,677	5,949	6,192	6,640

### 比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.312	1.121	0.757	0.725	0.696	0.791
每股净资产	2.848	6.764	7.222	7.647	8.043	8.534
每股经营现金净流	1.239	1.175	1.338	1.358	1.160	1.608
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	46.06%	16.57%	10.48%	9.47%	8.65%	9.27%
总资产收益率	13.17%	9.91%	7.33%	6.70%	6.18%	6.55%
投入资本收益率	33.75%	15.32%	11.21%	9.68%	8.98%	9.27%
增长率						
主营业务收入增长率	54.79%	5.85%	-10.01%	-2.83%	5.99%	9.25%
EBIT增长率	56.83%	-3.22%	-40.17%	0.27%	-1.04%	7.93%
净利润增长率	64.48%	4.43%	-32.50%	-4.29%	-3.89%	13.66%
总资产增长率	45.21%	38.77%	-8.74%	4.78%	4.09%	7.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.8	72.2	82.7	78.0	81.0	79.0
存货周转天数	96.2	86.5	71.1	60.8	63.9	65.1
应付账款周转天数	113.0	99.8	82.9	90.0	82.0	84.2
固定资产周转天数	32.2	32.7	37.8	41.7	43.2	42.7
偿债能力						
净负债/股东权益	24.82%	-45.74%	-7.94%	-18.21%	-23.07%	-31.80%
EBIT利息保障倍数	12.2	63.4	92.7	-40.8	-24.4	-18.7
资产负债率	71.53%	40.29%	30.02%	29.29%	28.55%	29.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	14	16	20	26
增持	0	3	9	11	16
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.18</b>	<b>1.42</b>	<b>1.41</b>	<b>1.45</b>

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-02-09	买入	35.49	43.00~45.00
2	2018-04-07	买入	37.53	43.00~45.00
3	2018-09-19	增持	21.30	24.87~24.87
4	2018-10-25	增持	17.28	20.00~20.00
5	2019-04-09	增持	30.47	30.86

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH