

计算机

2019年12月02日

德赛西威 (002920)

——合资公司是重磅合作里程碑事件

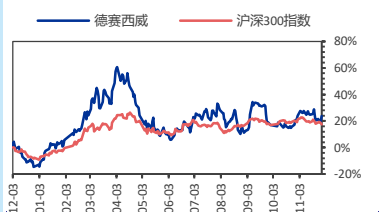
报告原因：有信息公布需要点评
买入 (维持)
市场数据： 2019年11月29日

收盘价(元)	25.35
一年内最高/最低(元)	34.18/16.96
市净率	3.5
息率(分红/股价)	0.79
流通A股市值(百万元)	3102
上证指数/深证成指	2871.98/9582.16

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年09月30日

每股净资产(元)	7.29
资产负债率%	28.35
总股本/流通A股(百万)	550/122
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《德赛西威(002920)点评：业绩略超预期，ASP提升逻辑初步体现》2019/10/30
 《德赛西威(002920)点评：拐点出现，新客户和新业务Q2获得重大突破》2019/08/20

证券分析师

 刘洋 A0230513050006
 liuyang2@swsresearch.com

研究支持

 蒲梦洁 A0230519110002
 pumj@swsresearch.com

联系人

 蒲梦洁
 (8621)23297818×转
 pumj@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2019年12月1日，公司发布公告：**(1) 拟出资1.17亿元与富奥股份、一汽股权投资公司成立合资公司富赛汽车电子，西威占49.9%股权，富奥为合资公司的控股股东。三方合作方向为智能驾驶舱和智能驾驶两大业务板块。(2) 协议各方计划在2021年底前设立合资公司JV2，主营业务为生产汽车电子核心零部件，西威为控股股东。
- **预计德赛西威与富奥股份、一汽股权投资成立合资公司主要有两点考虑：**1、通过股权上的合作与原第一大客户一汽大众合作更紧密，将智能驾驶舱、智能驾驶等新产品打入配套门槛较高的一汽大众主流车系。2、西威在智能驾驶感知层和决策层已有软硬一体完整布局，通过与富奥设立合资公司补齐在执行层面的短板，增强产品和解决方案竞争力。
- **与富奥、一汽股权共同投资成立富赛电子，有助于西威将智能驾驶舱、智能驾驶等新产品导入一汽大众。**自2017年以来，一汽大众一直是德赛西威第一大客户，2017年、2018年德赛西威来自于一汽大众的营收分别为12.28亿元、12.56亿元，占营收比重分别为20.43%、23.22%。富奥股份前身是一汽集团全资子公司，改制后吉林省国资委成为富奥实际控制人，一汽集团为富奥仅次于吉林省国资委的单一第一大股东，目前主要有底盘系统、环境系统、制动和传动系统、转向及安全系统、电子电器、发动机附件6大产品体系，富奥来自于一汽集团的收入占比一直稳定在60%以上(2018年收入占比一汽大众29%、一汽解放29%、一汽轿车9%)。西威液晶仪表盘已经突破比亚迪、长安汽车，智能驾驶已经为吉利汽车、奇瑞汽车整车厂客户大批量供货，但是新产品现阶段仅在自主品牌整车厂客户上有较大突破，西威通过首次与一汽集团体系下公司进行股权上合作，有利于西威两大新产品线后续进入配套门槛较高且对供应商质量要求更为严苛的一汽大众。
- **2021年前拟与富奥新设第二家生产汽车电子核心零部件的子公司，预计西威有意补齐在智能驾驶执行层面的短板。**完整的智能驾驶解决方案应由“感知-决策-执行”三方面构成，西威已经全面布局感知(车载摄像头、毫米波雷达)和决策(自动驾驶域控制器，L1/L2/L3级算法)，但是执行层面相对于博世、大陆、采埃孚等海外Tier1巨头存在明显短板。虽然目前可以通过整车厂与海外Tier1商谈向国内智能驾驶Tier1开放接口予以解决，但是海外Tier1议价权仍然较强。而富奥电子旗下有与法雷奥、采埃孚、电装等设立的控/参股公司，引进了国外乘用车转向技术(动力转向器等)、热交换技术(蒸发器、冷凝器等)、减振器技术等底盘系统、传动系统、制动系统、环境系统技术，配套市场包括一汽大众、一汽丰田、一汽轿车；但是汽车电子技术是富奥短板，营收占比一直不足0.5%。两者互补，有助于西威增加对于执行层系统的理解以及富奥在汽车电子领域的产品拓展。
- **维持盈利预测和“买入”评级。**我们维持此前盈利预测，预计2019年/2020年/2021年EPS分别为0.49元/0.88元/1.61元，对应PE分别为52/29/16倍，并维持之前给出的“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	5,409	3,546	5,534	7,274	9,909
同比增长率(%)	-10.0	-12.7	2.3	31.4	36.2
归母净利润(百万元)	416	143	268	482	884
同比增长率(%)	-32.5	-57.8	-35.6	80.0	83.4
每股收益(元/股)	0.76	0.26	0.49	0.88	1.61
毛利率(%)	24.0	22.8	22.5	23.4	24.6
ROE(%)	10.5	3.6	6.3	10.2	15.8
市盈率	34		52	29	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,010	5,409	5,534	7,274	9,909
其中: 营业收入	6,010	5,409	5,534	7,274	9,909
减: 营业成本	4,461	4,111	4,289	5,570	7,468
减: 税金及附加	40	28	29	38	52
主营业务利润	1,509	1,269	1,216	1,666	2,389
减: 销售费用	208	156	183	244	319
减: 管理费用	128	137	122	157	215
减: 研发费用	418	524	617	750	907
减: 财务费用	12	5	-2	-1	4
经营性利润	743	447	296	516	944
减: 资产减值损失	30	79	45	35	34
减: 信用减值损失	0	0	17	18	39
加: 投资收益及其他	-28	33	27	12	9
营业利润	687	423	279	489	894
加: 营业外净收入	4	0	-4	-3	-1
利润总额	692	422	275	486	893
减: 所得税	76	6	4	7	13
净利润	616	416	271	479	880
少数股东损益	-1	0	3	-3	-4
归属于母公司所有者的净利润	616	416	268	482	884
全面摊薄总股本	550	550	550	550	550
每股收益 (元)	1.37	0.76	0.49	0.88	1.61

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。