

投资评级：增持(维持)

德赛西威(002920)**Q2 营收小幅回暖，高研发费用导致业绩承压****市场数据 2018-08-17**

收盘价(元)	22.50
一年内最低/最高(元)	22.50/48.75
市盈率	22.7
市净率	3.22

基础数据

净资产收益率(%)	41.37
资产负债率(%)	40.3
总股本(亿股)	5.5

最近12月股价走势**联系信息**

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
李渤	联系人
libo@ctsec.com	

相关报告

- 《德赛西威 002920-季报点评:营收下滑费用上涨,拖累 Q1 业绩不及预期》2018-04-25
- 《德赛西威 002920-年报点评:大客户业务增速放缓,拉低公司业绩增速》2018-04-04
- 《德赛西威 002920-事件点评:业绩符合预期,布局 ADAS 静待成长》2018-02-28

● 事件:

公司发布半年报,上半年实现营业收入 28.6 亿元,同比下滑 8.8%;实现归母净利润 2.9 亿元,同比下滑 19.8%。预计 1-9 月归母净利润为 3.1-3.6 亿元,同比下滑 33.9%-23.2%。

● Q2 营收小幅回暖,高研发费用导致业绩承压

公司 Q2 营收 14.6 亿元,同比增长 1.1%,或因部分商品的营收在 Q1 没确定年降金额而推迟到 Q2 确认所致。Q2 归母净利润 1.3 亿元,同比下滑 10.6%,系研发费用高增长所致。上半年汽车行业增速放缓竞争加剧,公司部分配套车型销量下滑导致公司 H1 营收有所下降。此外公司加大在智能座舱、无人驾驶以及车联网方面的研发投入,H1 研发费用共计 2.4 亿元,同比增长 26.7%,营收下滑叠加研发费用大幅提升导致公司 H1 业绩承压。

● Q2 毛利率稳中微降,三费率提升明显

公司 Q2 毛利率 25.1% (-0.5pct),相对保持稳定,公司的盈利能力仍得到肯定。三费率提升较为明显 15.3% (+2.1pct),主要系研发费用大幅提升导致的管理费用较高,Q2 管理费用率达 11.4% (+2.2pct)。公司 Q2 销售费用率 3.2% (-0.5pct),财务费用率 0.7% (+0.4pct),二者相对保持稳定。

● 绑定下游优质客户+消费升级大趋势不变,业绩有望回暖

公司已进入众多知名汽车制造商的全球零部件供应体系,作为 Tier1 供应商直接参与新车型的同步开发,供应关系将长期存在。在消费升级的大趋势下,汽车电子产品前装率将逐步提高,公司单车配套价值量有望提升,带来业绩回暖。公司在智能驾驶舱和 ADAS 市场提前布局,未来有望受益于 ADAS 市场放量带来的业绩爆发。

● 盈利预测及投资建议

调低盈利预测,预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.84/0.99/1.12 元,对应 PE 为 26.9/22.7/20.1 倍,维持增持评级。

风险提示:行业景气度下滑,销量不及预期。

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	5,678	6,010	5,529	6,082	6,812
增长率	54.8%	5.9%	-8.0%	10.0%	12.0%
归属母公司股东净利润(百万)	590	616	461	546	616
增长率	64.5%	4.4%	-25.3%	18.5%	13.0%
每股收益(元)	1.07	1.12	0.84	0.99	1.12
市盈率(倍)	21.0	20.1	26.9	22.7	20.1

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

图 1：公司单季度营收及同比增速



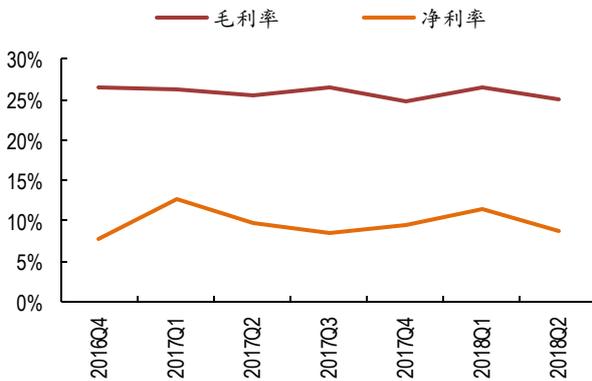
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比增速



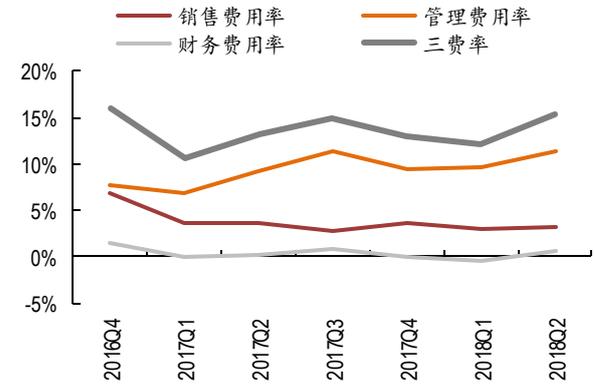
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 3：公司单季度毛利率及净利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 4：公司单季度三费率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,678	6,010	5,529	6,082	6,812	成长性					
减:营业成本	4,148	4,461	4,101	4,507	5,042	营业收入增长率	54.8%	5.9%	-8.0%	10.0%	12.0%
营业税费	34	40	37	41	45	营业利润增长率	66.9%	4.3%	-25.8%	18.8%	13.1%
销售费用	262	208	170	182	204	净利润增长率	64.5%	4.4%	-25.3%	18.5%	13.0%
管理费用	454	546	584	626	688	EBITDA 增长率	54.6%	-0.3%	-12.4%	14.6%	14.0%
财务费用	64	12	79	78	104	EBIT 增长率	58.0%	-4.5%	-14.8%	16.2%	15.4%
资产减值损失	58	30	23	22	23	NOPLAT 增长率	58.2%	-2.0%	-15.8%	16.2%	15.4%
加:公允价值变动收益	3	-6	-6	1	-0	投资资本增长率	29.8%	28.9%	-27.6%	46.0%	-23.2%
投资和汇兑收益	-2	-28	-20	-20	-20	净资产增长率	47.5%	191.1%	9.0%	13.9%	9.9%
营业利润	659	687	510	606	685	利润率					
加:营业外净收支	13	4	7	7	7	毛利率	26.9%	25.8%	25.8%	25.9%	26.0%
利润总额	672	692	517	613	692	营业利润率	11.6%	11.4%	9.2%	10.0%	10.1%
减:所得税	82	76	57	67	76	净利润率	10.4%	10.3%	8.3%	9.0%	9.0%
净利润	590	616	461	546	616	EBITDA/营业收入	13.9%	13.1%	12.5%	13.0%	13.3%
						EBIT/营业收入	12.7%	11.5%	10.6%	11.2%	11.6%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	运营效率					
货币资金	435	2,375	2,595	2,985	3,924	固定资产周转天数	26	31	33	25	18
交易性金融资产	3	-	1	1	1	流动营业资本周转天数	56	71	75	76	76
应收帐款	1,231	1,169	1,043	1,390	1,335	流动资产周转天数	193	266	350	352	368
应收票据	702	604	625	727	787	应收帐款周转天数	62	72	72	72	72
预付帐款	20	11	11	14	14	存货周转天数	69	63	63	63	63
存货	1,196	919	1,018	1,111	1,270	总资产周转天数	240	321	407	401	411
其他流动资产	24	187	180	180	180	投资资本周转天数	78	95	100	94	88
可供出售金融资产	-	20	20	186	194	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	46.1%	16.6%	11.4%	11.8%	12.1%
长期股权投资	6	4	10	16	22	ROA	13.2%	9.9%	7.3%	7.5%	7.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	59.4%	44.9%	29.3%	47.0%	37.2%
固定资产	501	538	464	386	304	费用率					
在建工程	24	30	42	55	67	销售费用率	4.6%	3.5%	3.1%	3.0%	3.0%
无形资产	137	158	146	132	116	管理费用率	8.0%	9.1%	10.6%	10.3%	10.1%
其他非流动资产	205	206	133	90	84	财务费用率	1.1%	0.2%	1.4%	1.3%	1.5%
资产总额	4,483	6,221	6,287	7,273	8,298	三费/营业收入	13.7%	12.7%	15.1%	14.6%	14.6%
短期债务	755	676	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,496	1,058	1,325	1,294	1,636	资产负债率	71.5%	40.3%	35.6%	36.5%	38.9%
应付票据	413	209	361	265	435	负债权益比	251.3%	67.5%	55.2%	57.6%	63.6%
其他流动负债	253	250	251	249	254	流动比率	1.24	2.40	2.83	3.55	3.23
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.83	1.98	2.30	2.93	2.68
其他非流动负债	290	314	300	850	900	利息保障倍数	11.27	58.02	7.50	8.76	7.60
负债总额	3,207	2,507	2,237	2,658	3,225	分红指标					
少数股东权益	-5	-6	-6	-6	-5	DPS(元)	0.27	0.30	0.23	0.27	0.30
股本	450	550	550	550	550	分红比率	25.4%	26.8%	27.0%	27.0%	27.0%
留存收益	832	3,170	3,506	4,071	4,528	股息收益率	1.2%	1.3%	1.0%	1.2%	1.3%
股东权益	1,276	3,715	4,050	4,615	5,073	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	1.07	1.12	0.84	0.99	1.12
净利润	590	616	461	546	616	BVPS(元)	2.33	6.76	7.37	8.40	9.23
加:折旧和摊销	117	163	103	109	115	PE(X)	21.0	20.1	26.9	22.7	20.1
资产减值准备	58	30	23	22	23	PB(X)	9.7	3.3	3.1	2.7	2.4
公允价值变动损失	-3	6	-6	1	-0	P/FCF	36.8	90.8	44.4	24.7	11.2
财务费用	34	19	79	78	104	P/S	2.2	2.1	2.2	2.0	1.8
投资收益	2	28	20	20	20	EV/EBITDA	12.9	13.2	13.9	12.2	9.7
少数股东损益	0	-1	0	0	0	CAGR(%)	-2.6%	0.0%	8.8%	-2.6%	0.0%
营运资金的变动	125	-319	489	-638	353	PEG	-8.1	461.6	3.1	-8.8	461.6
经营活动产生现金流量	558	646	1,168	139	1,230	ROIC/WACC	5.7	4.3	2.8	4.5	3.5
投资活动产生现金流量	-392	-342	-70	-239	-78	REP	1.3	1.4	2.7	1.1	1.7
融资活动产生现金流量	-158	1,748	-880	491	-213						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。