

投资评级 优于大市 维持

印度原材料市场需求潜力

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

- 《无锡不锈钢交易所钴价开始反弹》
2018.08.19
- 《强势美元压制，金价底部区间震荡》
2018.08.19
- 《信息消费升级对有色板块影响》
2018.08.12

分析师:施毅

Tel:(021)23219480

Email:sy8486@htsec.com

证书:S0850512070008

分析师:钟奇

Tel:(021)23219962

Email:zq8487@htsec.com

证书:S0850513110001

联系人:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxh11840@htsec.com

联系人:甘嘉尧

Tel:(021)23154394

Email:gjy11909@htsec.com

投资要点:

- **原材料需求空间大。**1) 全国人口超 13 亿, 平均年龄 28 岁。2) 17 年铜需求 48.5 万吨, 同期中国在 1000 万吨以上。3) 人均耗铜和人均 GDP 规律: 人均 GDP 在 4-5 万美金以下, 随着人均 GDP 提升, 人均耗铜量提升。目前印度人均 GDP 约 2000 美金, 人均耗铜量 0.38 公斤。而中国的人均耗铜量超过 2 公斤。4) 印度资源禀赋不占优, 原料几乎靠进口。
- **发展障碍:** 1) 宗教问题是难题。种姓制度是印度教的特色。相比中国 (佛教人数约 2 亿)、日本和韩国这些东亚民族的勤劳拼搏, 印度民族相比更为安于现状, 很多原因都和宗教信仰及文化哲学密不可分。2) 联邦的官僚制度和土地私有制增加宏观调控难度。各邦有其独特的法律, 增加复杂性。而印度土地私有, 且世代继承不涉及遗产税。因此, 政府力量在城市规划中显得弱化。财政政策的乏力也反映在了基础设施建设中: 当前, 印度约 30% 的人口没有电力, 主要集中在农村地区。而印度电力基础设施落后又很难提供稳定的电力。
- **新政府锐意改革:** 废止旧钞 (意在打击黑钱、倒逼互联网电子货币使用)、GST 税费改革和 E-way Bill (后两者意在提高企业经营效率)。从 CPI 走势看, 2015-16 年, 印度 CPI 同比普遍在 6-7%, 而实行废除旧钞后, CPI 下降至 3% 的水平, 有效地抑制了高企的通货膨胀。同时, 印度 GDP 在经历了废钞之后, 经济经历了 2 个季度的下行, 从 2017 年开始, 经济增速开始反弹。
- **印度有色公司投资价值: 集中在锌和铝企业:** 合计 32 家有色公司, 前两家市值占比超过 90%。中国的有色上市公司超过 100 家, 总市值将近 2 万亿元, 而印度仅约 2000 亿元。PE 估值方面, 中国企业估值 (PE, ttm53 倍) 要高于印度 (PE, ttm31 倍)。1) 印度斯坦锌业: 印度最大的上市矿企。2018 年, 预计生产精炼铅锌矿产量将约为 95 万吨。2) 印度国家铝业: 深掘下游加工产业链。FY2018 年产量为 288 万吨氧化铝, 129 万吨电解铝; 此外拥有 Novelis (诺贝丽思) 100% 股权, 年产 320 万吨铝材深加工, 无愧全球铝加工第一。
- **总结, 印度发展趋势:** 人口基数庞大且年龄层结构优越; 但种姓制度、官僚制度和土地制度牵绊经济, 导致 20 世纪 80 年代之后和中国的 GDP 差距越来越大。17 年印度 GDP 占中国总量的 22%, 耗铜量占 4%。两者差距也反应了印度 GDP 占比较大的为服务业 (IT 等)。

新政府的锐意改革有望促进全国 GDP 高增长, 但由于基数过小, 导致中印 GDP 差距短期难以拉近。而在原材料需求这端, 如果按照现有的年均增速, 由于基数偏小, 印度需求拉动对全球原材料的价格影响力偏弱。

因此, 我们对于印度崛起对金属价格的影响倾向于是一个中期因素。

- **风险提示:** 全球经济疲弱压制金属需求。

目 录

1. 印度对于原材料需求空间有多大？	5
1.1 人口红利大	5
1.2 现有需求基数小：年均耗铜量不到中国 1/10	5
1.3 人均耗铜 VS 人均 GDP 数据更夸张	7
1.4 资源禀赋不占优	8
2. 影响印度发展障碍是什么？	8
2.1 宗教问题是难题	8
2.2 联邦的官僚制度和土地私有制增加宏观调控难度	9
3. 新政府锐意改革	11
3.1 废钞改革 Demonetisation：效果明显	11
3.2 GST（商品和服务税）改革	12
3.3 E-way Bill：针对跨邦之间的物流便捷	12
4. 印度有色公司投资价值：集中在锌和铝企业	12
4.1 印度股市特色：数量众多，市值两极化	12
4.2 具体公司梳理	14
4.2.1 印度斯坦锌业公司（Hindustan Zinc）：印度最大的上市矿企	14
4.2.2 印度国家铝业（NALCO）：深掘下游加工产业链	15
5. 如何看印度发展趋势	16
6. 风险提示	17

图目录

图 1	2017 年全球主要地区平均年龄（岁，中位数）	5
图 2	中印汽车产量比对（万辆）	6
图 3	印度用铜量（吨）	6
图 4	中国用铜量（万吨）	7
图 5	全球主要经济体人均耗铜量 VS 人均 GDP	7
图 6	亚洲资源分布（储量占比）	8
图 7	中印人均 GDP 比对（美元）	8
图 8	印度的主要王朝	9
图 9	印度宗教信仰人数占比（大约数目）	9
图 10	印度主要的邦、联邦属地和城市	10
图 11	莫迪政府近年来重大经济举措	11
图 12	印度 CPI（%）	11
图 13	印度 GDP 同比（%）	12
图 14	全球主流证券交易所市值排序（万亿人民币，截至 2018 年 6 月 1 日）	13
图 15	中印有色板块对比（市值和 PE 口径为 2018 年中）	14
图 16	根据不同情景假设（年均增速）中美印 GDP 和铜需求量比对	17

表目录

表 1	中印对比	5
表 2	当前印度家电普及率（大致数）	10
表 3	主要家电的功率	11
表 4	老版税法的主要弊端	12
表 5	前 100 家上市企业板块市值比对（截至 2018 年 6 月 1 日数据）	13
表 6	印度有色公司	14
表 7	印度斯坦锌业公司近五年矿产量情况（万吨）	15
表 8	印度斯坦锌业公司近五年矿冶炼情况（万吨）	15
表 9	印度斯坦锌业公司矿山资源	15
表 10	印度斯坦锌业公司近五年盈利情况（亿美元）	15
表 11	Koraput 区铝土矿情况	16
表 12	印度国家铝业 2013 年至 2017 年主要产量情况（万吨）	16

1. 印度对于原材料需求空间有多大？

1.1 人口红利大

面积大、人口多是对印度普遍印象。从地理上看，喜马拉雅山向南，直至印度洋；北部是山地，中部是印度河—恒河平原，南部是德干高原及其东西两侧的海岸平原。平原约占总面积的 40%，山地占 25%，高原 30%。值得一提的是，由于地处热带，不同于中国的四季分明，印度气候分为雨季（6~10 月）、旱季（3~5 月）及凉季（11~次年 2 月）。

全国人口超 13 亿，其 2017 年 GDP 占全球第 7；和中国对比来看，人均 GDP 低，人口密度集中是主要特征。

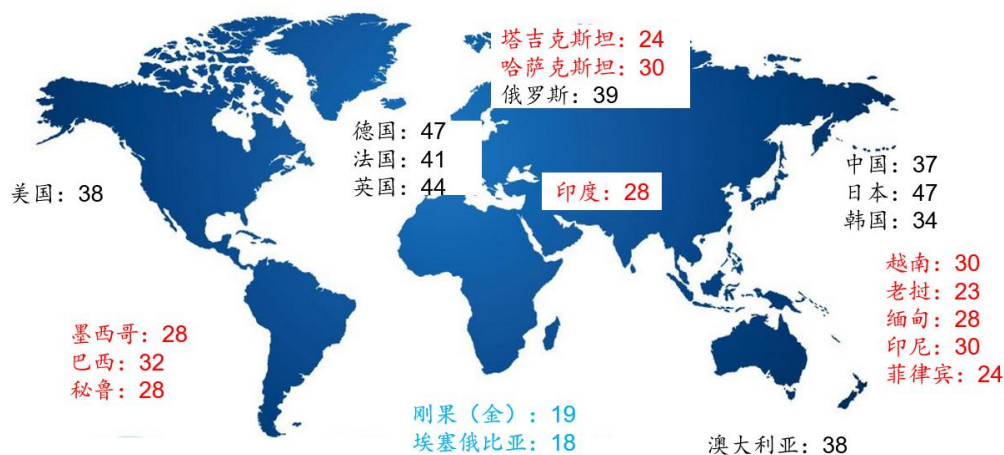
表 1 中印对比

指标	中国	印度
人口（2017，亿）	13.86	13.39
国土面积（万平方公里）	963	297
GDP（2017，万亿）	12.2	2.4

资料来源：世界银行，海通证券研究所

除了人口密集外，年轻化也是印度年龄结构层的主要特点。相比中国 37 岁的平均年龄，印度仅 28 岁。人口红利潜力大。

图1 2017 年全球主要地区平均年龄（岁，中位数）

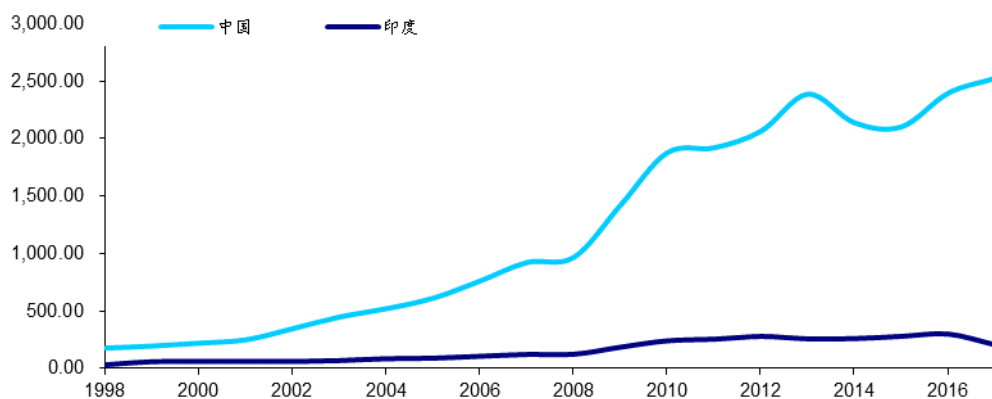


资料来源：世界银行，海通证券研究所

1.2 现有需求基数小：年均耗铜量不到中国 1/10

从可跟踪的长周期数据中，我们选择了终端的汽车数据进行中、印两国的比对。2017 年印度汽车约 200 万辆水平，大约相当于中国 2000 年水平。显示印度的重资产工业水平和中国相差较大。

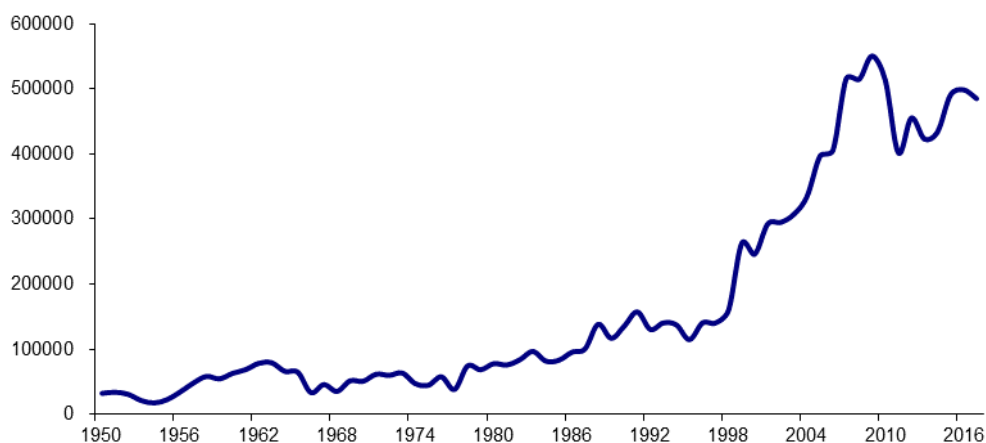
图2 中印汽车产量比对（万辆）



资料来源：Bloomberg, Wind, 海通证券研究所

具体到上游需求端，2017 年印度全年铜需求量为 48.5 万吨，这个数值远不如中国的 1000 万吨以上的年需求量。印度在上世纪 60 年代到 90 年代保持稳定的铜需求增量，平均增速大约 2.5%。进入到 90 年代后期，铜需求增速提升，1995-2007 年平均增速超过 13%。而 2007 年金融危机之后，铜需求量保持在 40-50 万吨的年需求量。

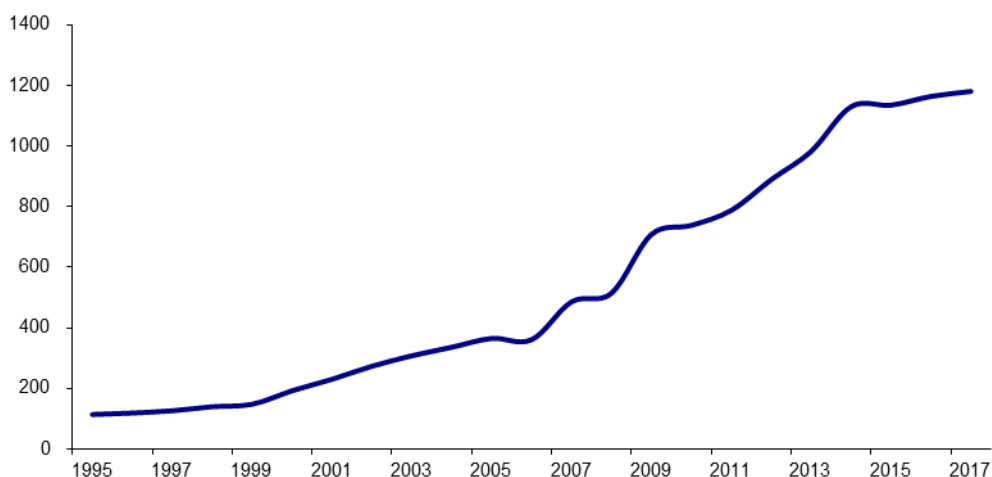
图3 印度用铜量（吨）



资料来源：Bloomberg, 海通证券研究所

中国用铜量从 100 万吨年需求量到 1000 万吨年需求量用了 18 年时间（1995 年到 2013 年），年均增速 14%。当前中国年均耗铜量稳定在 1200 万吨水平。

图4 中国用铜量（万吨）



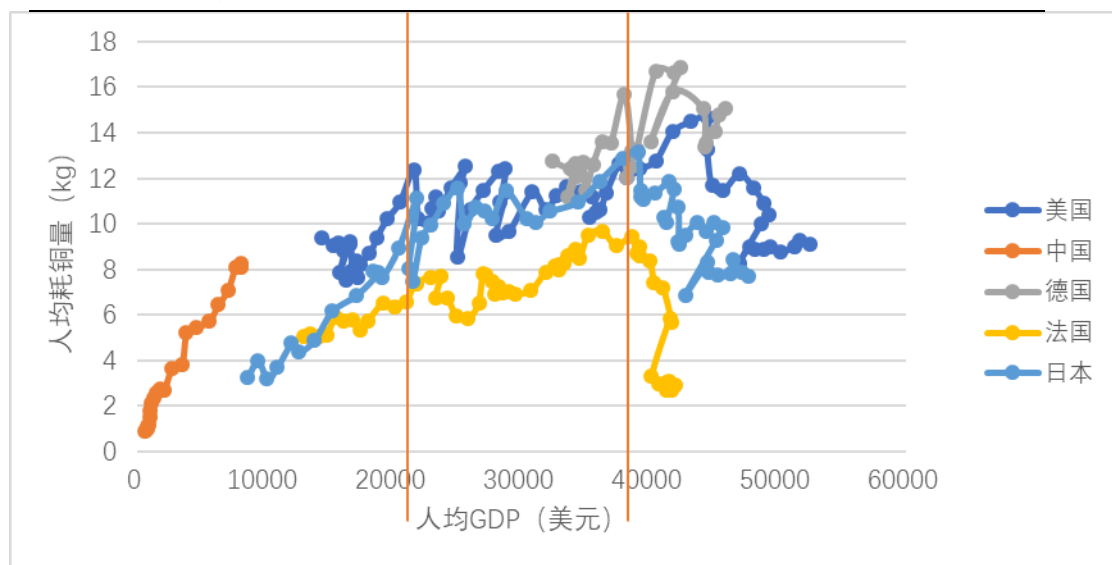
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

1.3 人均耗铜 VS 人均 GDP 数据更夸张

从主流经济体的发展历程看，人均耗铜量和人均 GDP 有明显的规律性，即人均 GDP 在 4-5 万美金以下，随着人均 GDP 提升，人均耗铜量提升：1) 人均 GDP 在 1 万美金以内斜率最大，大概的量化比例是 1 万美金人均 GDP 对应人均 4-8 公斤年耗铜量；2) 2 万美金人均 GDP 对应 6-12 公斤耗铜量；3) 4 万美金人均 GDP 对应 10-16 公斤耗铜量。而在 5 万美金人均 GDP 后，人均耗铜量会下降至 10 公斤以内。

目前印度人均 GDP 约 2000 美金，2017 年铜需求量近 50 万吨，按照 13 亿总人口计算，那么人均耗铜量为 0.38 公斤。而当中国在人均 2000 美金时候（2016 年），人均年耗铜量已经超过 2.5 公斤。因此，如果按照 2 公斤耗铜量来计算，那么印度的一年的铜需求量就可以增长到 260 万吨。印度人口红利潜力大，原材料需求基数小。

图5 全球主要经济体人均耗铜量 VS 人均 GDP



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

1.4 资源禀赋不占优

虽然印度作为南亚最大的次大陆，但其矿产资源禀赋在全球来看并不占优。其中锌和钛是两大特征品种，全球储量占比分别为 18%和 23%；而在其他的基本金属和稀贵金属上并没有太大的资源禀赋优势。

因此，印度一旦掀起类似 2000-2010 年中国的基建热潮，我们认为对于原材料市场的影响会是巨大的：基数大，且原料几乎靠进口。

图6 亚洲资源分布（储量占比）

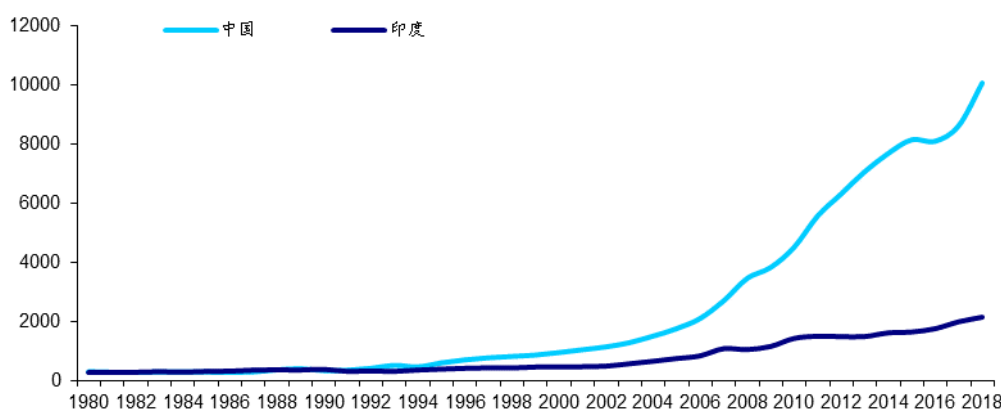


资料来源：USGS，海通证券研究所

2. 影响印度发展障碍是什么？

从人均 GDP 上看，上世纪 80 年代两国的差距不大，而进入到 90 年代，两者差距开始拉大，自 2004 年，差距进一步加大。2017 年印度的人均 GDP 大约相当于 2006 年中国水平。

图7 中印人均 GDP 比对（美元）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

2.1 宗教问题是难题

印度的历史悠久，孔雀王朝是其第一个帝国式政权，年代相当于中国的秦汉时期。

此后，德里苏丹和莫卧儿帝国信奉伊斯兰教。最早在印度建立据点的欧洲国家是葡萄牙，随后在 19 世纪被英国殖民。

图8 印度的主要王朝

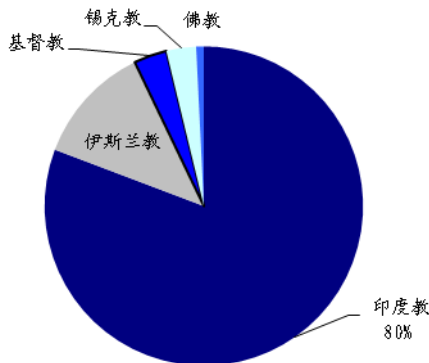
印度主要王朝	对应时间年份	对应中国朝代
孔雀王朝，旃陀罗笈多	公元前324-前185年	秦汉
贵霜帝国	公元前55年-400年	汉朝和三国两晋
笈多帝国	320—500年	南北朝
拉其普特时期，小国林立	7世纪-12世纪	隋唐和部分宋朝
德里苏丹国	1206-1526	元朝和部分明朝
莫卧儿帝国	1526-1857	明朝后期和清朝
英国殖民	至1947年	

欧洲海上强国
 16世纪西班牙、葡萄牙
 17世纪荷兰
 18世纪英国

资料来源：《印度通史》，海通证券研究所

印度民族有 100 多个，主体民族为印度斯坦族，主要宗教信仰为印度教和伊斯兰教。而种姓制度是印度教的特色，虽然在印度建国之后政府就竭力希望取缔，但在当前仍旧有明显的阶级划分。贱民阶层这一阶层，受到教育少、依靠体力生计。相比中国（佛教人数约 2 亿）、日本和韩国这些东亚民族的勤劳拼搏，印度民族相比更为安于现状，很多原因都和宗教信仰及文化哲学密不可分。

图9 印度宗教信仰人数占比（大约数目）



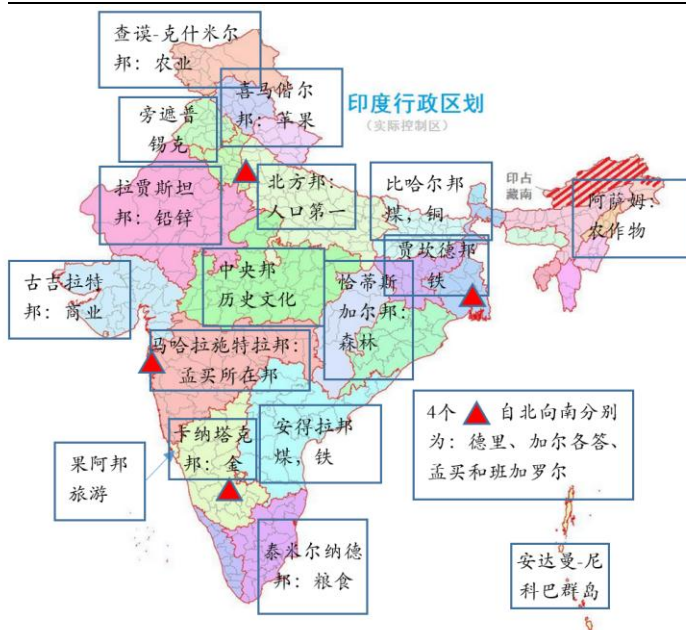
资料来源：《印度通史》，海通证券研究所

2.2 联邦的官僚制度和土地私有制增加宏观调控难度

印度行政区划中的一级行政区域包括有 28 个邦、6 个联邦属地及 1 个国家首都辖区。重要的城市为新德里（约 2500 万人口，行政首都），孟买（约 2100 万人口，重要经济城市），加尔各答（约 1200 万人口，第三大城市）和班加罗尔（约 850 万人口，“印度硅谷”）。

每一个邦都有各自的民选政府，而联邦属地及国家首都辖区则由联合政府指派政务官管理。各邦有其独特的法律，增加复杂性。

图10 印度主要的邦、联邦属地和城市



资料来源：百度百科，海通证券研究所

印度土地私有，且世代继承不涉及遗产税。因此，政府力量在城市规划中显得弱化。最简单的例子就是全亚洲最大的贫民窟（达拉维）坐落在孟买，近2平方公里面积居住着100万人口。由于土地私有，根深蒂固的社会传统阻碍了贫民窟改造，导致孟买城中出现大型贫民窟和亚洲首富豪宅的明显对比情景；也无怪印度大都市多为世界级“堵城”。

财政政策的乏力也反映在了基础建设中。当前，印度约30%的人口没有电力，主要集中在农村地区。而印度电力基础设施落后又很难提供稳定的电力（这也从侧面反应印度耗铜量少，因为铜的最大需求就是电力领域）。

表2 当前印度家电普及率（大致数）

产品	市场普及率
电视	40%
冰箱	29%
洗衣机	11%
笔记本电脑	6%
空调	4%

资料来源：ICEC，海通证券研究所

在中国习以为常的白电消费，在印度成了“稀罕”消费。一方面，由于上述提及的缺电；另一方面则关乎成本开支。比如空调，按照1000w的功率计算，10小时的成本开支就达到10度电，按照7-8美分/度电计算，成本就达到5-6元人民币，对于平均工资在1000-3000人民币/月而言，这样的成本是很多人难以承受的。再比如洗衣机，印度人工便宜，在孟买这样的国际都市，一个佣人每天可以清洗200件衣服，获得的清洗费用只有100卢比。印度当前只有11%的家庭拥有洗衣机，市场渗透率很低。

在印度，家电产品的优先顺序是手机、电视、冰箱、洗衣机和空调。目前在印度家电市场占据优势地位的主要是非印度本土的外资企业，在白电领域是LG、三星、惠而浦和格力等，在电视等消费电子领域是三星、LG和松下等，在手机领域三星、苹果、小米和VIVO&OPPO等。

表 3 主要家电的功率

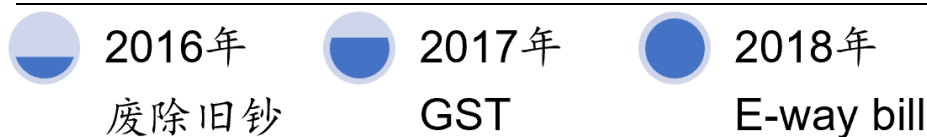
家电品种	功率
冰箱	110W
空调	1000W
洗衣机	250W

资料来源：太平洋 IT 百科，海通证券研究所

3. 新政府锐意改革

自 2014 年莫迪政府成立，新政府重大经济举措颇多。包括废止旧钞（意在打击黑钱、倒逼互联网电子货币使用）、GST 税费改革和 E-way Bill（后两者意在提高企业经营效率）。

图11 莫迪政府近年来重大经济举措



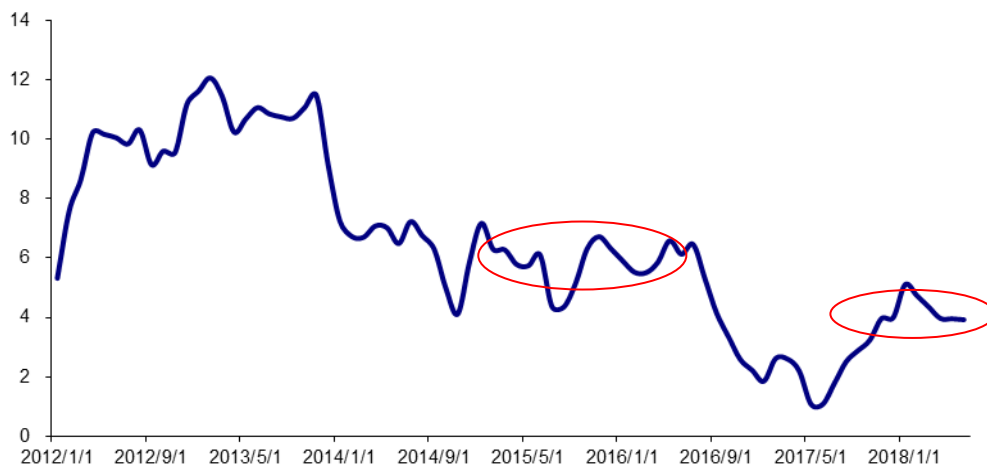
资料来源：E-WayBill System，海通证券研究所

3.1 废钞改革 Demonetisation: 效果明显

2016 年 11 月 8 日，印度总理莫迪宣布从当天午夜零时起，废除 500 和 1000 卢比两种大额纸币的流通，并将发行新的 500 和 2000 卢比纸币；目的为打击贪污和洗黑钱。

从 CPI 走势看，2015-16 年，印度 CPI 同比普遍在 6-7%，而实行废除旧钞后，CPI 下降至 3% 的水平，有效地抑制了高企的通货膨胀。

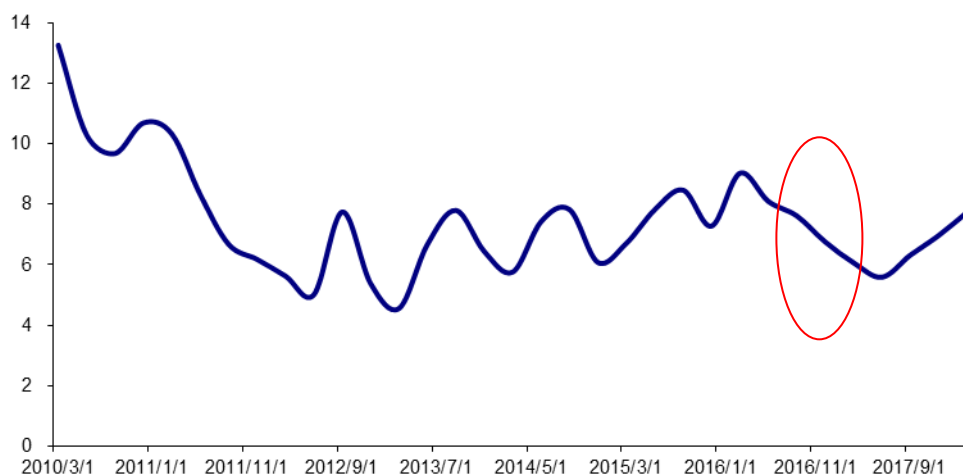
图12 印度 CPI (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

同时，印度 GDP 在经历了废钞之后，经济经历了 2 个季度的下行，从 2017 年开始，经济增速开始反弹。

图13 印度 GDP 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 GST (商品和服务税) 改革

印度政府从 2017 年 7 月 1 日开始实施 GST(商品和服务税)改革。在改革之前, 各个邦有不同的消费税制度和司法制度; 而面对越来越多企业要进行全印度销售和服务, 政府对于统一税赋迫切性强。此外, 新的消费税将用一种税制全面结束这种复杂的国税、地税混合制度。新的税制将简化公司缴税流程, 并最终有利于目前支付各种税率的消费者。

表 4 老版税法的主要弊端

原因	后果
不同邦的税收不同	财务合规成本高
跨邦检查	增加物流时间
重复计算赋税	增加商品价格

资料来源: 海通证券研究所根据 GST 法案整理

3.3 E-way Bill: 针对跨邦之间的物流便捷

印度政府于 2018 年 2 月 1 日推出 E-way bill (电子货运单)。E-way bill 用于追踪全国各地货物流通的情况及是否有逃税的行为, 是转移货物必备的电子文件。意在针对复杂的跨邦物品流动背景, 以实现货物运输的无缝衔接。使用的政府网站为: <http://ewaybillgst.gov.in>。

4. 印度有色公司投资价值: 集中在锌和铝企业

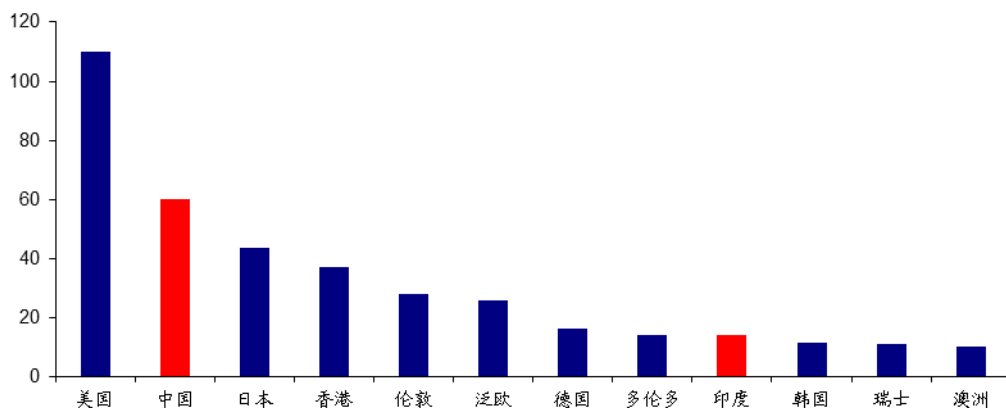
4.1 印度股市特色: 数量众多, 市值两极化

孟买证券交易所 (BSE) 自 1875 年以来就一直存在, 而国家证券交易所 (NSE) 成立于 1992 年, 1994 年开始交易。这两个交易所都遵循同样的交易机制、交易时间、结算程序等。几乎所有印度的重要公司都在交易所上市。印度股市在 20 世纪 90 年代初开始允许外国投资。外国机构投资者及其子账户可以直接投资于任何证券交易所上市的任何股票。

按照 2018 年 6 月初的统计口径，两市合计上市企业为 4371 家，其中前 100 家企业的总市值占据总量约 70%，有相当一部分企业市值在 10 亿人民币以下。

从全球的主流证券交易所规模看，每个国家或地区的交易所基本上和当地的 GDP 相匹配。

图14 全球主流证券交易所市值排序（万亿人民币，截至 2018 年 6 月 1 日）



资料来源：Wind，海通证券研究所

前 100 家企业内，主要板块有 11 个，其中银行、石化能源和消费占据前三，合计总市值都超过 1 万亿人民币。有色占比不大，仅有印度铝业和印度铝业两家企业的市值位居前。此外，印度的 IT 和制药两个板块也是核心板块，两者总市值相加约 1 万亿人民币。而最大的财团塔塔集团单一市值超过 6000 亿元。

表 5 前 100 家上市企业板块市值比对（截至 2018 年 6 月 1 日数据）

	公司个数（个）	市值（亿元）
银行	11	17779
石化能源	8	13204
消费	12	12039
交通运输：汽车摩托车	8	7327
塔塔集团	1	6717
IT	5	6062
黑色有色	7	5569
保险	9	4957
制药	9	3982
地产	3	3865
电力	2	2462
水泥	3	2014
其他	22	14327

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

具体到有色板块，合计 32 家有色公司，前两家市值占比超过 90%。在 10-100 亿市值有 5 家，剩下的 80% 公司均未超过 10 亿市值。两极化是印度股市的一大特色。

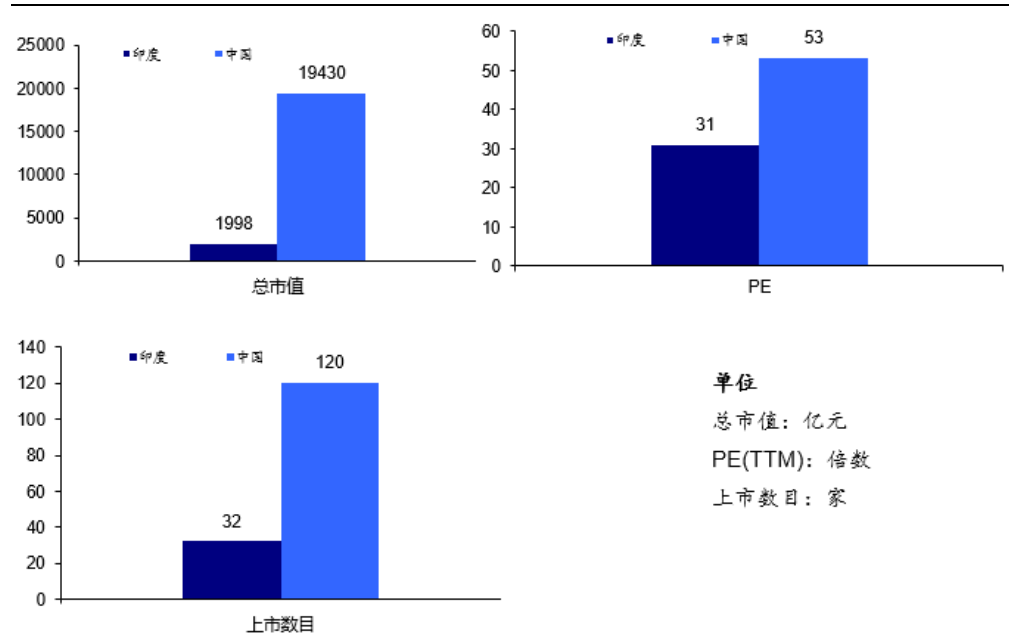
表 6 印度有色公司

印度公司	主营	市值, 折算人民币(亿元) 截止 2018 年中	地点
HINDUSTAN ZINC LTD	铅锌银	1260	拉贾斯坦邦
HINDALCO INDUSTRIES LTD	铝铜	538	孟买
HINDUSTAN COPPER LTD	铜	65	加尔各答
MOIL LTD	锰矿	48	那格浦尔
MISHRA DHATU NIGAM LTD	钛	26	特伦甘纳邦
TINPLATE CO OF INDIA LTD	锡	21	--
GRAVITA INDIA LTD	加工	12	拉贾斯坦邦

资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

对比中国有色板块, 中国的有色上市公司超过 100 家, 总市值将近 2 万亿元, 而印度仅约 2000 亿元。PE 估值方面, 中国企业估值 (PE, ttm53 倍) 要高于印度 (PE, ttm31 倍)。

图 15 中印有色板块对比 (市值和 PE 口径为 2018 年中)



资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

4.2 具体公司梳理

4.2.1 印度斯坦锌业公司 (Hindustan Zinc): 印度最大的上市矿企

公司是全球第二大铅锌矿商, 其股东包括韦丹塔有限公司 (Vedanta) 持股 64.92%, 印度政府持股 29.54%。2017 年矿产金属量达到 90.7 万吨。从产量市值比看, 印度锌业在全球范围不占优。

表 7 印度斯坦锌业公司近五年矿产量情况（万吨）

种类	2013	2014	2015	2016	2017
锌	76.5	77.0	77.4	74.4	75.6
铅	10.6	11.0	11.3	14.5	15.1

资料来源：印度斯坦锌业公司 2017 年年度报告，海通证券研究所

表 8 印度斯坦锌业公司近五年矿冶炼情况（万吨）

种类	2013	2014	2015	2016	2017
锌	67.7	74.9	73.4	75.9	67.2
铅	12.5	13.0	13.5	15.2	14.4
白银	0.0408	0.0308	0.0368	0.0459	0.0480

资料来源：印度斯坦锌业公司 2017 年年度报告，海通证券研究所

表 9 印度斯坦锌业公司矿山资源

矿名	性质	储量（探明）	锌品味	铅品味	锌含量	铅含量
Rampura Agucha	露天矿	4.97 千万吨	13.9%	1.9%	48.3 万吨	4.5 万吨
Sindesar Khurd	地下矿	3.56 千万吨	4.2%	2.9%	11.7 万吨	6.0 万吨
Zawar	地下矿	0.95 千万吨	3.3%	1.8%	3.9 万吨	3.0 万吨
Rajpura	地下矿	0.90 千万吨	6.3%	1.5%	3.2 万吨	0.6 万吨
Kayad	地下矿	0.54 千万吨	7.8%	1.1%	8.5 万吨	0.9 万吨

资料来源：印度斯坦锌业公司 2017 年年度报告，海通证券研究所

表 10 印度斯坦锌业公司近五年盈利情况（亿美元）

	2013	2014	2015	2016	2017
营业总收入	15.9	20.9	24.7	23.7	28.8
营业利润	10.6	10.6	12.5	12.5	12.7

资料来源：印度斯坦锌业公司 2017 年年度报告，海通证券研究所

2018 年，公司预计生产精炼铅锌矿产量将约为 95 万吨，同比增长 5%，白银产量预计将超过 500 吨。公司预计矿产金属的份额将从 2017 年度的 52% 上升至 2018 年的 80%。公司有望在 2020 年实现每年达到 120 万吨的金属产能。

4.2.2 印度国家铝业（NALCO）：深掘下游加工产业链

公司的铝土矿位于奥里萨邦 Koraput 区的 Panchpatmali 山，目前铝土矿产能为 682.5 万吨/年。铝土矿资源几乎可以完全自给。

表 11 Koraput 区铝土矿情况

矿区面积	16 平方公里
资源储量	3.1 亿吨
品味	氧化铝 45%，硅 3%
铝土类型	三水铝石红土

资料来源：印度国家铝业公司官网，海通证券研究所

主业电解铝：

公司 FY2018 年产量为 288 万吨氧化铝，129 万吨电解铝。所需产量的煤炭资源大多依靠进口（印度没有煤炭资源）。用电平均成本 8-9 美分/度。这样算下来现金成本是 1700 美金/吨。资本开支方面，大约 30 万吨，的电解铝厂投资额大约 20 亿美金。

表 12 印度国家铝业 2013 年至 2017 年主要产量情况（万吨）

项目	2013	2014	2015	2016	2017
铝土矿	541.9	629.3	573.9	634	682.5
氧化铝	180.2	192.5	185.1	195.3	210

资料来源：印度国家铝业 2017 年年度报告，海通证券研究所

铜加工部分：

这块业务全部依靠进口铜精矿做加工，赚 TC/RC 费用，这部分盈利一般。

Novelis（诺贝丽思），100%持股：

分布在四大洲，主要工厂在德国。2018FY 产生 6 亿美金的净利润。产量为 320 万吨的铝材深加工，其中 2018 年汽车类用铝是同比增长 20%。原材料选择上的废旧铝材比例达到 57%。2017 年数据：罐用铝市场全球 560 万吨，公司占比 34%。汽车 140 万吨，公司占比 45%。特殊件 1250 万吨，公司占比 5%。

诺贝丽思的经营优势：1）大量使用回收料，降低成本。2）自动化。3）规模化。

5. 如何看印度发展趋势

印度拥有庞大的人口基数，且年龄层结构优越；但种姓制度、官僚制度和土地制度牵绊经济，导致 20 世纪 80 年代之后和中国的 GDP 差距越来越大。2017 年印度 GDP 占中国总量的 22%，耗铜量占 4%。两者差距也反应了印度 GDP 占比较大的为服务业（IT 等）。

新政府的锐意改革有望促进全国 GDP 高增长，但由于基数过小，导致中印 GDP 差距短期难以拉近。而在原材料需求这端，如果按照现有的年均增速，由于基数偏小，印度需求拉动对全球原材料的价格影响力偏弱。

因此，我们对于印度崛起对金属价格的影响倾向于是一个中期因素。而具体到印度金属板块投资，由于产量均较为稳定，因此盈利核心还是要跟踪金属价格走势。

图16 根据不同情景假设（年均增速）中美印 GDP 和铜需求量比对

	2017年GDP（万亿美元）	年均增速假设	10年以后	20年以后
全球	81	2.5%	104	133
美国	19	3%	26	34
中国	12	6%	21	38
印度	2.6	8%	6	12

	2017年铜消费量（万吨）	年均增速假设	10年以后	20年以后
全球	2373	2.0%	2893	3526
美国	177	3%	238	320
中国	1180	3%	1586	2131
印度	48	10%	124	323

资料来源：Wind，世界银行，海通证券研究所

6. 风险提示

全球经济疲弱压制金属需求。

信息披露

分析师声明

施毅 有色金属行业
钟奇 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 藏格控股,神火股份,金贵银业,西藏珠峰,东旭光电,格林美,宁波韵升,厦门钨业,威华股份,赣锋锂业,鹏欣资源,索通发展,中金黄金,楚江新材,紫金矿业,银泰资源,贵研铂业,横店东磁,恒邦股份,盛达矿业,兴业矿业,华友钴业,天齐锂业,寒锐钴业,碳元科技,金诚信,科达洁能,西部矿业,江特电机,中矿资源

投资评级说明

<p>1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;</p> <p>2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛 涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzz9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
联系人
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
联系人
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹 蓉(021)23154119 yl11569@htsec.com 石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com			煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com			电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com		
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com			计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com 联系人 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com			通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com		
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com			交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com			纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com		
建筑建材行业 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com			机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 联系人 周 丹 zd12213@htsec.com			钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘 璇 lx11212@htsec.com		
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com			农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com			食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com		
军工行业 张恒恒 zh x10170@htsec.com 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com			银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com			社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com		
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李 阳 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com			造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com					

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 宗 亮 zl11886@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com			上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com			北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 吴 尹 wy11291@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜 飞 df12021@htsec.com 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com		
--	--	--	--	--	--	---	--	--

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com