

2017. 6. 2

한국시장에서 본
중국주식 50선 업데이트

新中華 Nifty Fifty

최설화 3276-6274 emily.cui@truefriend.com
최문선 3276-6182 moonsun@truefriend.com
최민하 3276-6260 mhchoi@truefriend.com
염희현 3276-5993 heehen@truefriend.com

Contents

중국주식 투자전략: 신중화(新中華) Nifty Fifty.....	4
1. 신중화(新中華) Nifty Fifty	
2. 중국 주식시장 전망 및 투자전략	
Appendix: 중국주식 투자방법 및 거래제도	
중국 유망종목 10선.....	13
바오산강철(600019.SH)	
상하이자동차(600104.SH)	
중천과기(600522.SH)	
이리실업(600887.SH)	
대진철로(601006.SH)	
중국평안보험(601318.SH/2318.HK)	
중국건축(601668.SH)	
원룽평농업하이테크(000998.SZ)	
비야디(002594.SZ/1211.HK)	
완다시네마(002739.SZ)	
중국 관심종목 40선.....	77

This page is left blank intentionally

중국주식 투자전략

I. 중국주식 투자전략: 신중화(新中華) Nifty Fifty.....	4
1. 신중화(新中華) Nifty Fifty	
2. 중국 주식시장 전망 및 투자전략	
Appendix: 중국주식 투자 방법 및 거래제도	

I. 중국주식 투자전략: 신중화(新中華) Nifty Fifty

1. 신중화(新中華) Nifty Fifty

중국 A 주, 글로벌 주식 시장에서 나홀로 약세

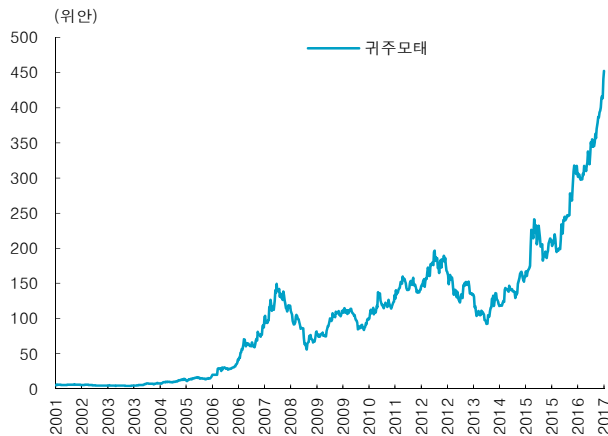
올해 중국 주식시장은 글로벌 증시에서 나홀로 약세를 보이고 있다. 5월 29일 기준으로 홍콩H지수는 13%, 한국 코스피는 16%, 인도 센세스지수는 17%, 브라질 보베스파지수는 6.4% 상승했으나 상해종합지수는 0.2% 상승하는데 그치고 있다.

일부 개별종목은 신고가를 경신, 중국판 Nifty Fifty 출현

그러나 종목별을 보면 신고가를 경신하는 종목들이 많다. 중국 고량주 1위 업체 귀주모태(贵州茅台), 보안카메라 1위 업체 하이크비전(海康威视), 맞춤형 가구 1위 소피아(索菲亚), 소형가전 1위인 메이디그룹(美的集团) 등이 대표적이다. 이들 대부분은 내수 소비재 업체로 중국판 ‘니프티 피프티’라 해도 과언이 아니다.

니프티-피프티(Nifty Fifty) 장세는 1969~1973년 미국 주식시장에서 유행한 단어였다. Nifty는 '멋진, 맵시 있는'이라는 표현이다. '멋진 50종목'이라는 의미의 이 유행어는 기관투자자가 시장을 주도했던 이른바 '기관화 장세'를 달리 표현한 말이다. 당시 기관투자자들은 시장 주도권을 장악하고 철저히 대형 우량주 중심으로 투자했다. '멋진 50종목'이 바로 기관들의 투자 대상이었다.

[그림 1] 고량주 1위 기업 귀주모태 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 보안카메라 1위 기업 하이크비전 주가 추이



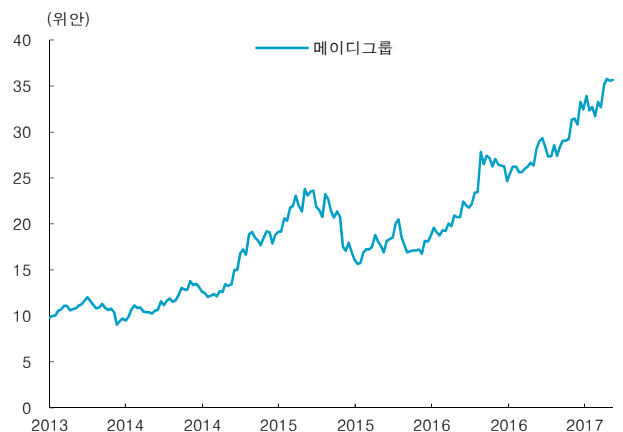
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 맞춤형 가구 1위 기업 소피아 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 소형가전 1위 기업 메이디의 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

신중화 니프티 피프티는
내수 소비재 업종에
압도적으로 많아

신중화(新中華) 니프티 피프티 종목은 여러 산업과 분야에 골고루 분포되어 있다. 이는 철저하게 닷컴 주식만 집중적으로 올랐던 2000년대의 IT 버블과 다르다. 다만 시크리컬보다는 내수용 소비재 업종에 압도적으로 많이 분포되어 있다.

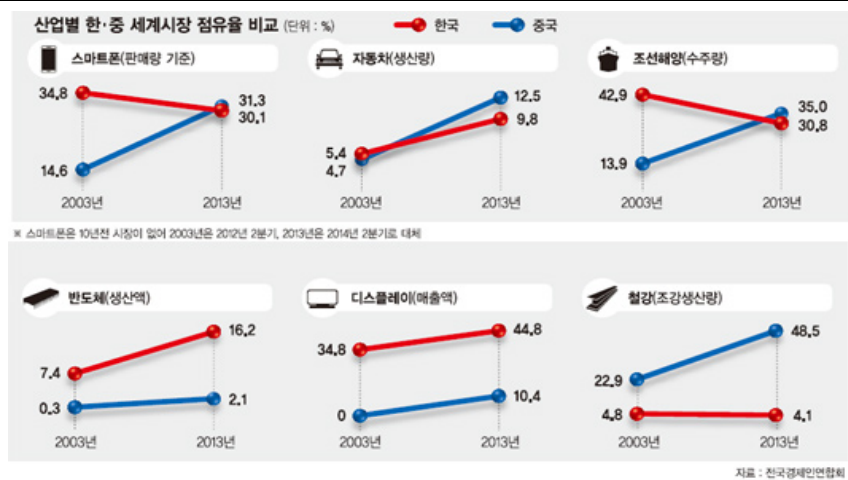
왜 이런 현상이 나타나는 것일까? 우리는 2가지 이유를 제시한다.

가성비 중시 소비가 늘는
가운데 로컬 기업들의 경쟁력
향상이 주요 원인

첫째, 인터넷 보급으로 정보 취득이 용이해진 가운데 중국 중산층들은 단순 고가 제품보다는 가성비가 좋은 제품에 대한 수요를 늘렸는데, 이를 로컬 기업들이 충족해줄 정도로 성장했기 때문이다. 이런 현상은 대체적으로 내구 소비재인 가전, 가구, IT 기기 등에서 나타난다.

지난 5년 동안 중국 기업들은 해외 선두기업에 대한 M&A를 통해 경쟁력을 높여왔다. 대표적인 사례가 로컬 자동차 업체인 지리(Geely)가 볼보(Volve)를 인수해 2016년 주가가 80% 급등하며 전성기를 맞이한 것, 중소형 가전업체인 메이디그룹(Media)이 독일 산업용 로봇 선두기업인 Kuka를 인수해 스마트 공장을 건설하는 것 등이다. 또한 백주, 한약 등 중국 시장에만 있는 희소 업종들은 이미 오랜 시간을 거치면서 브랜드가 고착화 되었다. 통상적으로 이러한 혁신 과정에서 로컬 제품은 가격이 상승하고 수요가 동반 증가하며 실적 개선을 주도하게 된다.

[그림 5] 중국 기업들의 경쟁력 상승



자료: 전국경제인연합회

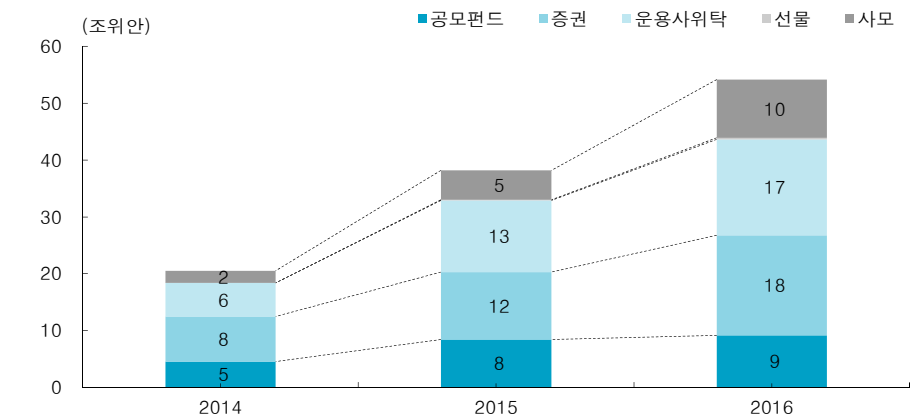
점진적 기관화 실현되며
저평가 우량주에 대한
수요 증가

둘째, 기관자금이 날로 확대되는 가운데 글로벌 시장이 유동성 긴축 사이클에 진입하며 저평가 우량주에 대한 수요가 늘었기 때문이다. 중국 주식시장은 개인투자자 중심이라 알려져 있지만 중국 자산관리 시장은 2014년 20.5조 위안에서 2016년 51.8조 위안으로 약 2.5배 성장했고 이 과정에서 증권사, 사모펀드, 운용사 일임계정 등이 빠르게 늘었다. 뿐만 아니라 정부는 사회보장기금, 양로기금 등 연기금의 주식시장 투자를 유도하고 있다. 기관 수요가 점차 증가하며 펀더멘털 중심의 투자 문화가 고착화되고 있다. 특히 올헤처럼 유동성 긴축과 성장 산업들의 고성장기 둔화되는 환경에서 저평가 우량 가치주에 대한 수요가 더욱 확대된 것으로 판단된다.

해외자금의 꾸준한 유입,
가치 투자문화의 정착에
유리

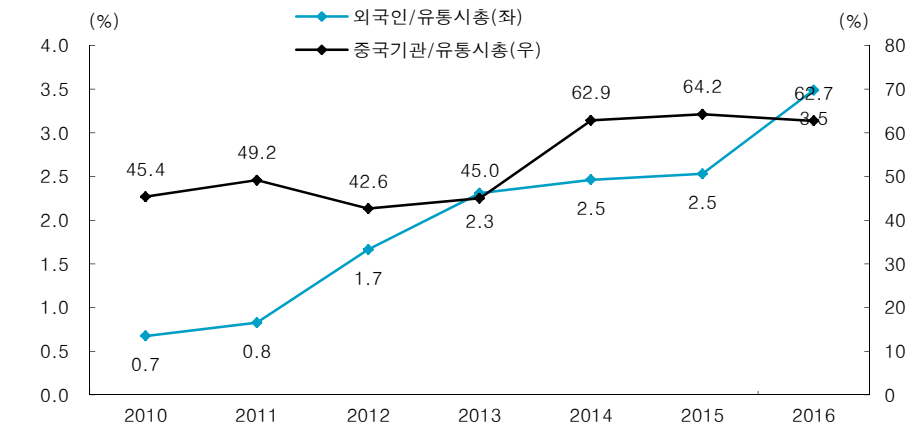
한편 꾸준한 자본시장 개방도 저평가 우량주에 리레이팅 기회를 제공했다. QFII, RQFII에 이어 후강통, 선강통까지 시행되면서 중국 시장의 외국인 시가총액 비중은 2010년 0.7%에서 2016년 3.5%로 확대됐다. 오는 6월 21일(한국시간 기준) A주는 4번째로 MSCI EM 지수 편입에 도전한다. 올해 편입 가능성이 작년보다 높으나, 실령 불발하더라도 중국 자본시장 개방은 시점의 문제지 방향의 문제가 아니다. 해외 기관들의 선진적인 투자 문화 역시 저평가 우량주에 대한 리레이팅 기회를 제공했다.

[그림 6] 중국 기관들의 자산관리 규모 급증: 3년 내 1.5배 증가



자료: Wind

[그림 7] 중국 주식시장에서 외국인들의 투자 비중



주: 외국인 투자비중은 투자한도 기준
자료: Wind, CEIC

중국판 Nifty Fifty 종목들에
외국인 투자 집중,
수익률 양호

2. 중국 주식시장 전망 및 투자전략

1) 후강통/선강통 투자 동향 및 수익률

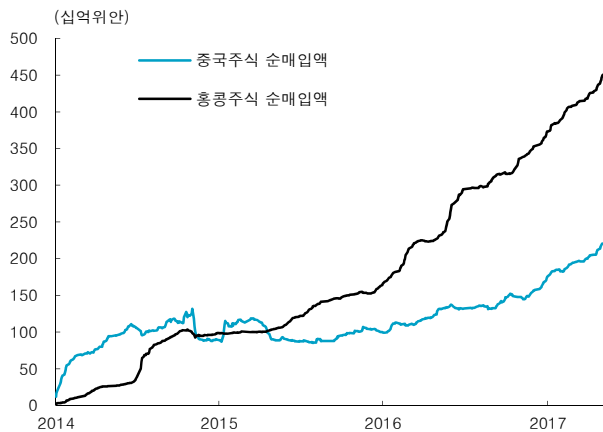
상기 관점에서 볼 때 후강통 시행이후 외국인들의 중국주식 투자는 선방했다. 외국인이 투자한 종목 대부분이 저평가, 고배당 및 내수 소비재 대표 종목이고 수익률이 양호했기 때문이다.

2014년 11월 17일 후강통이 실시된 이후 외국인들의 상해A주 순매입액은 2015년 버블 붕괴 시 일시적으로 줄었다가 일정 기간의 조정을 거치면서 꾸준히 늘어나는 추세다. 특히 2016년 12월 선강통이 실시된 이후에는 시장 조정에도 불구하고 심천 종목에 대한 순매수세가 빠르게 늘었다. 5월 26일 기준으로 상해A주의 순매입 누적액은 1,527억 위안, 심천A주의 순매입누적액은 711억 위안에 달했다.

2017년 1월 1일부터 5월 26일까지 외국인 일별 거래액 상위 10종목에서 순매입 규모 순으로 상해 종목이 4개, 심천 종목이 6개다. 구경제를 대표하는 상해주식에 비해 성장성 높은 심천종목에 대한 기대감이 심천종목에 대한 투자를 유도한 것으로 판단된다.

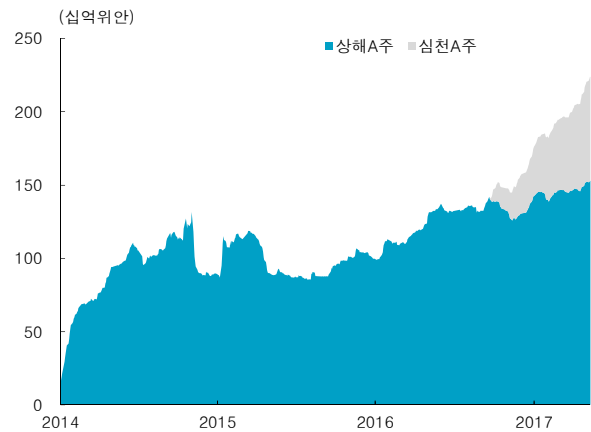
외국인이 투자한 종목들의 수익률도 좋았다. 한국의 과거 소비시장 확대 경험을 바탕으로 선제적인 투자를 진행했기 때문이다. 연초 이후 순매입 순으로 상위 10개 종목으로는 하이크비전, 메이디그룹, 방정증권, 중국평안보험, 거리전자, 의빈오량액, 항서제약, 운남백약, 양허구분, 이리실업이다([표1] 참조).

[그림 8] 후강통 제도 이후 중국주식과 홍콩주식의 순매입액



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 외국인투자자들의 상해 A주와 심천 A주 누적 순매수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 1〉 후강통/선강통 순매수 상위 20개 종목

(단위: 억위안, %)

종목명	티커	업종	시가총액	외국인 순매입액	제도이후 주가 상승률
하이크비전	002415.SZ	하드웨어	2,468	98	62
메이디그룹	000333.SZ	가전	2,306	75	23
방정증권	601901.SH	증권	734	55	27
중국평안보험	601318.SH	보험	8,196	38	109
거리전자	000651.SZ	가전	2,050	38	18
의빈오량액	000858.SZ	음식료	1,805	34	36
항서제약	600276.SH	헬스케어	1,382	25	142
운남백약	000538.SZ	헬스케어	925	21	28
양허구분	002304.SZ	음식료	1,310	19	25
이리실업	600887.SH	음식료	1,186	13	66
란사과기	300433.SZ	하드웨어	716	12	25
동아아교	000423.SZ	헬스케어	432	11	12
삼일중공	600031.SH	기계	529	10	11
초상은행	600036.SH	은행	5,622	10	124
대진철도	601006.SH	산업재	1,258	9	4
중신증권	600030.SH	증권	1,941	7	11
바오산강철	600019.SH	철강	1,430	7	39
농업은행	601288.SH	은행	11,342	6	45
중국국여	601888.SH	레저	542	6	49
화위자동차시스템	600741.SH	자동차부품	625	6	48

주: 순매입액은 2017년 1월 1일~5월 26일 기준
자료: Wind

2) 한국투자증권이 추천한 50개 중국주식, 시장대비 아웃퍼폼

중국 주식시장의 개방에 대비해 당사는 중장기적으로 중국 소비재주를 사야 한다는 전략 하에 관련 수혜주들을 제시했다. 후강통의 시행을 대비해 2014년 9월에 ‘한국시장에서 본 후강통 24선’을 발간했고, 2015년 1월에는 기존 24개 종목을 리밸런싱 한 포트폴리오를 제시, 이후 신규 종목 발간 및 업데이트를 진행했다. 또한 2016년 12월의 선강통 시행을 대비해 같은 해 10월에 ‘한국시장에서 본 선강통 23선’을 발간했다.

결과적으로 한국투자증권이 제시한 50개의 상해와 심천 종목들은 시장을 크게 아웃퍼폼했다. 우리는 상해종목들은 2015년 1월 19일¹에 매입했다고 가정하고 지수화하면 5월 26일 수익률은 44%에 달한다. 같은 기간 상해종합지수가 보합세를 보이고 있어 시장을 상회했다. 또한 동기간 원위안 환율의 절하폭까지 감안해도 수익률이 36.8%에 달한다. 같은 방법으로 심천종목들도 지수화하면 절대 수익률은 -1.2%로, 심천종합지수의 상승폭인 -12.5%를 상회했다. 특히 심천종목 중에서 실제 개인이 거래가 불가능했던 차스다 종목들을 제외한다면 주가 수익률은 4%로 플러스다.

당분간 중국 내수 소비재들의 강세는 지속될 전망이다. 미국의 보호무역주의 팽배, 중국 중산층의 확대, 로컬 기업들의 제품 경쟁력 상승 등으로 로컬 기업들의 수혜가 부각될 것이기 때문이다. 반면 IT 산업은 중국의 3대 강자인 BAT(Baidu, Alibaba, Tencent)가 모두 해외시장(미국과 홍콩)에 상장되어 있어, 4차산업 혁명 붐으로 A주의 IT(소프트웨어) 종목들의 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

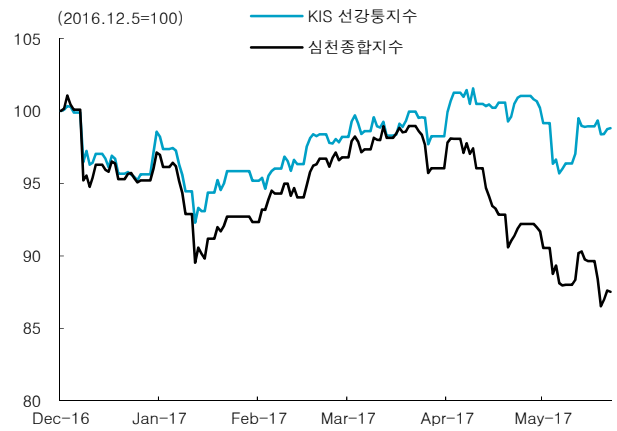
¹ 리밸런싱 포트폴리오를 기준으로 했고, 금강호텔개발 종목이 2015년 1월 19일 상장되어 당일을 기준으로 제시.

[그림 10] 한국투자증권(KIS) 후강통지수와 상해종합지수 흐름



주: 제시 종목인 금강호텔개발일이 2015.1.19일 상장해 이를 기준으로 지수 산출
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 11] 한국투자증권(KIS) 선강통지수와 심천종합지수 흐름



주: 선강통 시행일인 2016년 12월 5일 기준으로 지수 산출
자료: Bloomberg, 한국투자증권

3) 하반기 중국시장 전망 및 투자전략

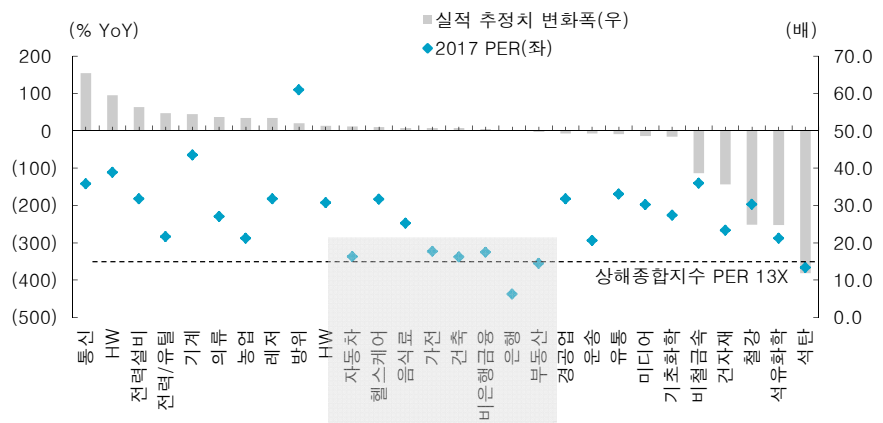
중국 시장,
하반기 점진적인 반등 예상

비록 올해 상반기 중국 주식시장이 예상보다 부진했으나, 하반기에는 완만한 우상향 흐름을 보일 전망이다. 4~5월 시장을 억눌렀던 정부의 금융규제 충격이 약화되면서 투자심리가 개선될 것이기 때문이다. 최근 중국 정부가 중기유동성창구(MLF) 등을 통해 시장에 유동성을 공급해주며 국채의 장단기 금리차 역전 현상이 소폭 개선된 것이 이를 반증한다. 한편 오는 6월 21일 발표될 A주의 MSCI EM지수 편입, 10월 시진핑 2기 내각 형성 이후 기대감이 모멘텀으로 작용할 전망이다.

글로벌 유동성 흡수 환경에서
펀더멘털 중심의 투자 중요

그러나 연간으로 미국의 금리인상 사이클과 맞물려 글로벌 유동성 축소 기조는 이어질 것이다. 이런 매크로 환경에서는 개별 기업의 펀더멘털이 투자 의사결정에 중요하다. 올해 연간 실적이 작년 말 대비 지속 상향 조정되면서 밸류에이션이 부담이 낮은 자동차, 헬스케어, 음식료, 가전, 건축, 비은행금융, 은행, 부동산 업종을 선호한다([그림 10 참고]).

[그림 12] 업종별 예상 밸류에이션과 실적 추정치 변화폭 비교



주: 실적 추정치 변화폭=2017년 업종별 연간 순이익 증가를 추정치 - 1Q17 증가율
자료: Wind, 한국투자증권

2014년 11월 후강통 실시 이후 발간했던 50개 중국 주식 업데이트

우리는 그동안 발간했던 50개의 상해/심천 종목에 대해 작년과 올해 1분기 실적을 토대로 bottom up 분석을 진행했다. 나아가 올해 연말까지 주가흐름이 견조할 것으로 예상되는 10개 기업을 선정했다. 선정 기준은 1) 주가 낙폭이 상대적으로 컸던 종목 중 펀더멘털 개선이 예상되는 기업, 2) 저평가돼 기관들이 선호할 만한 종목 등이다. 나머지 40개 종목은 최근 동향과 실적을 중심으로 업데이트했다.

연말까지 주가 상승이 예상되는 Top10 종목

선정된 10개 종목들은 주가 상승폭이 상대적으로 적고, 업황의 턴어라운드 수혜를 누릴 수 있는 바오산강철, 상하이자동차, 이리실업, 대진철도, 중국평안보험, 중국건축, 비야디, 완다시네마, 중천과기, 원룽평농업하이테크 등이다.

〈표 2〉 중국 유망종목 10선

코드	종목명	업종	시가총액 (백만원)	주가변동폭 (YTD,%)	PER(X) 2017F	PBR(X) 2017F	ROE(%) 2017F	배당수익률 (%)
600019.SH	바오산강철	철강·비철금속	143,004	1.9	10.8	0.9	9.6	3.3
600104.SH	상하이자동차	자동차·자동차부품	346,064	26.3	9.3	1.6	17.9	7.5
600522.SH	중천과기	자본재(전선)	33,911	5.0	14.0	1.9	14.0	1.1
600887.SH	이리실업	음식료·담배	118,601	14.6	20.6	4.6	22.8	3.4
601006.SH	대진철도	운송	125,773	19.5	11.8	1.3	11.2	3.5
601318.SH/2318.HK	중국평안보험	보험	817,130	27.5	12.3	1.9	16.6	2.2
601668.SH	중국건축	자본재	279,900	5.3	8.2	1.3	17.0	2.4
000998.SZ	원룽평농업하이테크	농업	26,254	-2.5	32.1	4.5	13.1	0.7
002594.SZ/1211.HK	비야디	자동차	125,038	-1.1	24.1	2.4	10.2	1.5
002739.SZ	완다시네마	미디어	65,854	3.7	35.1	5.6	16.3	0.4

주: 주가는 2017/05/26 기준, 배당수익률은 2016년 기준, 전망치는 Bloomberg 전망치
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 유망종목 10선의 투자포인트

종목	업종	투자포인트
바오산강철 (600019.SH)	철강·비철금속	- 중국의 철강산업 구조조정으로 철강 사이클 개선에 따른 수혜 예상 - 중국 3위 업체인 우한강철과의 합병으로 중국 1위, 세계 2위 업체로 부상 - 고부가가치 강종 늘리며 중국 철강 산업의 질적 성장을 주도
상하이자동차 (600104.SH)	자동차·자동차부품	- 2014년부터 빠르게 질주하는 로컬 브랜드 승용차, 2017년에도 성장세 이어질 전망 - 중국 SUV 시장에서 올해 관련 포인트는 7인승 SUV, 연간 3개 신모델 출시 예정 - 2013년 이후 배당수익률 5% 이상, 적금보다 나은 고배당 종목
중천과기 (600522.SH)	자본재(전선)	- 2015년부터 본격화된 중국의 통신 인프라 건설로 광케이블 시장이 빠르게 성장 - 원자재 자급률 높여 수익성 방어, 수급 불균형에 따른 광케이블 가격 상승으로 마진을 개선될 것 - 성장 잠재력 큰 해저케이블 시장을 선도, 군사용 수요 증가 기대
이리실업 (600887.SH)	음식료·담배	- 중국인 소비 업그레이드, 1가구 2자녀 허용으로 프리미엄 유제품 시장 두 자릿수 성장 - 고수익 프리미엄 제품 Mix 개선으로 시장 점유율 확대, 상온 요구르트에서 경쟁사 압도 - 2017년 분유 시장 턴어라운드 따른 로컬 선두기업의 수혜 예상
대진철도 (601006.SH)	운송	- 중국 경기 리플레이션과 함께 화물 운송 업황 바닥 통과 - 운임가격과 물량의 동반 성장으로 2017년 실적 뚜렷하게 개선될 전망 - 50%의 배당성향, 건전한 재무구조 및 실적 개선은 저평가 해소의 기회로 작용
중국평안보험 (601318.SH/2318.HK)	보험	- 중국의 대형 종합금융회사, 성장성 뿐만 아니라 수익성도 업계 1위 - 중국 보장성 보험 본격화 시기 진입, EV 평가제도 변경에 따른 보험사들의 내재가치 상승 - 핀테크 사업 강화, 온라인 플랫폼 확대 등 금융 시장 혁신의 선두주자
중국건축 (601668.SH)	자본재	- 사업구조 전환 성과 가시화, 중국 내 인프라 사업 수주 꾸준히 증가 - 2017년은 일대일로 본격화의 원년, 정부 정책 주도 하에 해외 수주 늘어날 전망 - 중국 인프라 상장사 중 밸류에이션 가장 낮아 저평가 매력도 부각
원룽평농업하이테크 (000998.SZ)	농업	- 중국 최강의 종자 생산회사, 잡곡 벼와 옥수수 종자 점유율 1위 - 국내 기업 중 R&D 투자 압도적, 제품 경쟁력이 상승하며 실적 연결도 이어질 전망 - 정부 정책 지원 속에 외형 확장은 발전을 가속화하는 부스터(Booster)
비야디 (002594.SZ/1211.HK)	자동차	- 2017년 중국 전기차 시장은 정책 불확실성 해소로 턴어라운드 예상 - 2018년부터 전기차 의무생산제 도입 예정, 전기차 생산 비중 가장 높아 최대 수혜 예상 - 모노레일 건설 사업은 새로운 성장 동력으로 부각될 것
완다시네마 (002739.SZ)	미디어	- 중국 최대 영화관 체인 사업자로 문화 소비 확대의 수혜주 - 차별화된 영업 전략으로 시장 내 입지 강화 지속 - 그룹사의 적극적 인수합병 전략으로 밸류체인 확장 및 추가 성장 추구

<표 4> 중국 관심종목 40 선

코드	종목명	업종	시가총액 (백만원)	주기변동폭 (YTD, %)	PER(X) 2017F	PBR(X) 2017F	ROE(%) 2017F	배당수익률 (%)
600000.SH	푸동발전은행	은행	360,852	4.3	6.7	0.9	14.6	1.2
600028/0386HK	중국석화	화학	729,975	13.5	13.5	1.0	7.6	5.1
600048.SH	폴리부동산	건설	113,485	4.8	7.4	1.2	15.8	3.5
600066.SH	우통객차	자동차·자동차부품	44,500	2.6	11.7	2.9	25.9	5.1
600085.SH	동인당	제약	43,942	2.1	39.3	5.3	11.1	0.8
600115.SH//0670.HK	동방항공	항공	84,339	-4.8	21.3	1.9	10.5	3.1
600196.SH/2196HK	복성의약	제약	75,120	34.1	22.3	3.1	13.9	1.5
600276.SH	항시제약	제약	138,242	29.4	44.2	9.2	21.8	0.3
600366.SH	영파운승	신소재	9,633	-12.2	24.1	2.0	6.4	1.0
600436.SH	편자항	헬스케어	32,627	18.1	46.3	7.4	16.1	0.6
600519.SH	귀주모태	음식료·담배	567,701	35.2	27.4	6.6	25.5	2.0
600585.SH/0914HK	안휘시멘트	소재(시멘트)	113,947	24.6	9.9	1.3	13.7	2.6
600690.SH	칭다오하이얼	전자부품	85,123	41.3	13.7	2.8	21.5	2.5
600741.SH	화위자동차시스템	자동차·자동차부품	62,455	24.2	9.8	1.5	16.5	6.3
600754.SH	금강호텔개발	호텔·레저	22,980	-12.4	30.3	2.0	6.4	3.2
601012.SH	웅기고분	태양광	29,599	11.4	15.2	2.6	17.0	0.7
601058.SH	사일룬금우	자동차부품	7,754	-15.6	20.5	1.5	10.6	1.5
601139.SH	심천가스	전력·가스	18,401	-8.6	18.5	2.2	11.7	1.2
601801.SH	환신미디어	미디어	26,039	-14.5	22.2	-	-	0.9
601888.SH	중국국어	호텔·레저	54,162	27.8	26.1	3.9	15.3	2.3
000001.SZ	핑안은행	은행	156,251	0.0	6.6	0.8	11.6	1.7
000333.SZ	메이디그룹	백색가전	230,631	30.3	13.7	3.2	24.7	3.5
000725.SZ	경동방테크놀로지	디스플레이	139,889	40.6	21.5	1.5	7.9	1.5
000768.SZ	중항항공기	자본재	47,648	-19.0	66.6	3.0	4.8	0.2
000776.SZ/1776.HK	광발증권	증권	122,224	-1.7	14.1	1.5	10.9	2.1
000858.SZ	의빈오량액	음식료	180,536	40.8	21.6	3.4	16.1	2.6
000938.SZ	청화자광	반도체	54,669	-8.6	-	-	-	0.2
002007.SZ	화란바이오	제약	32,907	-1.0	32.5	6.6	21.2	1.1
002074.SZ	국현하이테크	전기배터리	22,818	-16.1	17.5	3.9	25.1	0.5
002202.SZ/2208.HK	금풍테크놀로지	자본재	37,998	-13.9	11.9	1.8	15.9	4.3
002415.SZ	하이크비전	IT(하드웨어)	246,780	71.0	25.1	8.0	34.0	2.5
002563.SZ	선마의류	의류	23,059	-13.2	14.0	2.2	15.4	3.7
002570.SZ	베이인메이	음식료	14,407	7.4	203.0	4.7	1.9	0.0
300011.SZ	딩한테크놀로지	자본재	8,428	-23.3	26.9	3.5	11.3	0.1
300015.SZ	아이얼안과그룹	의료기기	34,091	13.3	46.4	8.7	21.5	0.6
300017.SZ	왕수과학기술	IT(S/W)	26,856	-37.2	19.9	3.5	17.6	0.5
300070.SZ	벽수원	환경보호	58,161	5.9	22.6	3.2	14.5	0.3
300133.SZ	화책미디어	미디어	19,160	-3.3	28.2	2.7	9.2	0.3
300146.SZ	바이헬스	음식료	17,041	-0.6	25.0	3.5	13.0	2.2
2328.HK	중국인민재산보험	보험	169,908	7.8	8.3	1.3	15.8	2.9

주: 주가는 2017/05/26 기준, 배당수익률은 2016년 기준, 전망치는 Bloomberg 전망치
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

Appendix: 중국 A 주 투자 방법 및 거래제도

후강통(沪港通)/선강통(深港通)이란 해외투자자가 별도의 라이선스 없이 본토와 홍콩 주식시장의 교차투자를 허용하는 제도다. 후강통은 상해와 홍콩주식시장의 교차거래를, 선강통은 심천과 홍콩 주식시장의 교차거래를 허용한다.

전체 투자한도는 이번 선강통 제도와 함께 모두 철폐됐다. 기존 후강통의 경우 상해A주는 3,000억위안, 홍콩 주식은 2,500억위안의 총 투자한도가 있었으나 선강통에서는 관련 규제가 없다. 후강통의 투자한도 역시 이번에 폐지됐다.

일일 거래한도는 후강통 제도와 같다. 순매수액 기준으로 심천A주는 130억위안, 홍콩 주식은 105억위안이다. 과거 후강통의 사례를 보면 일일 순매수액이 평균 10%에 불과해 한도 때문에 거래가 안 되는 경우는 거의 없었다. 게다가 일일 한도소진율을 순매수액(매수액-매도액) 기준으로 계산하기 때문에 실제 거래액은 이보다 더욱 클 것이다.

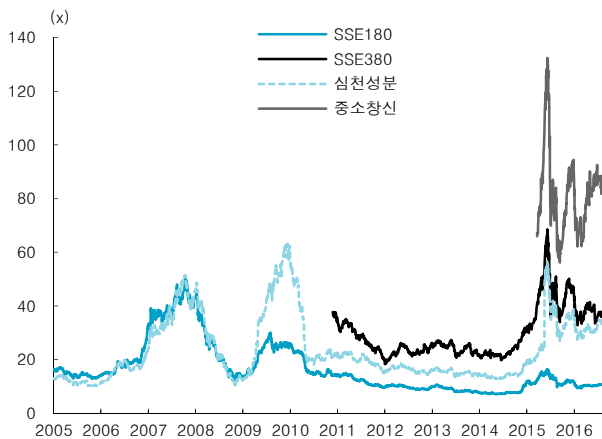
투자종목은 상해인 경우 상해180지수와 상해380지수를 구성하는 560개 종목과 A+H 동시상장 종목 포함해서 총 572개다, 심천의 경우 심천성분지수(深证成份指数)와 중소창신지수(中小创新指数)의 구성 종목 중에서 시가총액이 60억위안(원화 약 1조원) 이상인 종목과 심천과 홍콩에 동시 상장된 A+H 종목으로 총 870개다.

〈표 5〉 선강통과 후강통 정책 비교

	선강통		후강통	
	선구통(심천A)	강구통(홍콩)	후구통(상해A)	강구통(홍콩)
시행시기	2016년 12월(예상)		2014년 11월 17일	
종목수(개)	870	424	572	317
종목구성	① 심천성분 및 중소창신지수 구성종목 중 시가총액 60억위안 이상인 종목 ② 심천 A/H 동시상장 종목	① 항셱 대형 및 중형지수 구성종목과 항셱 소형지수 중 시가총액 50억HKD이상 종목 ② 홍콩 A/H 동시상장 종목	① SSE180+SSE380지수의 구성종목 ② 상해A/H 동시상장 종목	① 항셱 대형 및 중형지수 구성종목 ② 상해와 홍콩증시의 A/H 동시상장 종목
투자한도	- 총 투자한도: 없음 - 일일 거래한도: 130억위안	- 총 투자한도: 없음 - 일일 거래한도: 105억위안	- 총 투자한도: 폐지 - 일일 거래한도: 130억위안	- 총 투자한도: 폐지 - 일일 거래한도: 105억위안
기타	매년 1월, 7월 구성종목 정기 조정 중국 A주는 단일 종목 외국인 지분을 최대 30%, 단일 종목에 대한 단일 외국인 지분을 최대 10%		매년 1월, 7월 구성종목 정기 조정 중국 A주는 단일 종목 외국인 지분을 최대 30%, 단일 종목에 대한 단일 외국인 지분을 최대 10%	

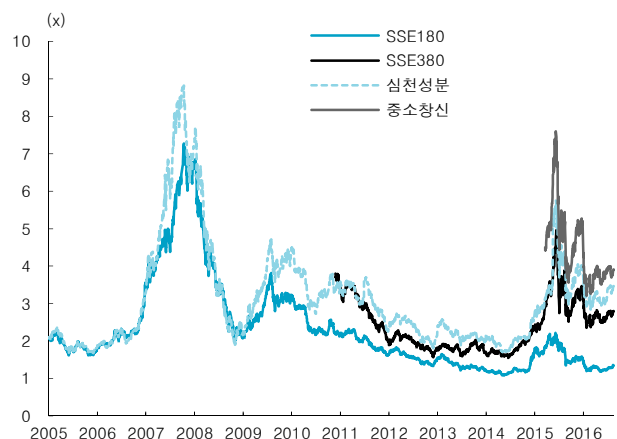
주: 5월 26일 기준
자료: CSRC, 홍콩거래소, 한국투자증권

[그림 13] 선구통과 후구통의 구성종목들의 PER 비교



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 14] 선구통과 후구통 구성종목들의 PBR 비교



자료: Wind, 한국투자증권

중국 유망 종목 10선

바오산강철 (600019.SH).....	14
상하이자동차(600104.SH)	19
중천과기 (600522.SH)	25
이리실업 (600887.SH)	31
대진철도 (601006.SH)	37
중국평안보험 (601318.SH/2318.HK).....	44
중국건축 (601668.SH)	51
원룽평농업하이테크 (000998.SZ)	57
비야디(002594.SZ/1211.HK)	63
완다시네마(002739.SZ).....	71

바오산강철(600019.SH)

최문선(moonsun@truefriend.com) ☎ 02-3276-6182

Stock Data

CSI300(5/26)	3,480.4
주가(5/26)	6.5
시가총액(백만위안)	143,004.2
발행주식수(백만주)	22,102.7
52 주 최고/ 최저가(위안)	7.3/4.9
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	474.3
유동주식비율(%)	20.1
주요주주(%) 중국 보무철강그룹	52.1
무한철강 그룹	13.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.0	2.5	26.6
상대주가(%p)	4.0	4.7	11.7

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	93.0	11.5	10.9
PBR(x)	0.8	0.9	0.9

1977년 설립 이후 2000년
상해증권거래소 상장

중국 1위, 세계 2위
철강업체로 도약

최선두에 서다

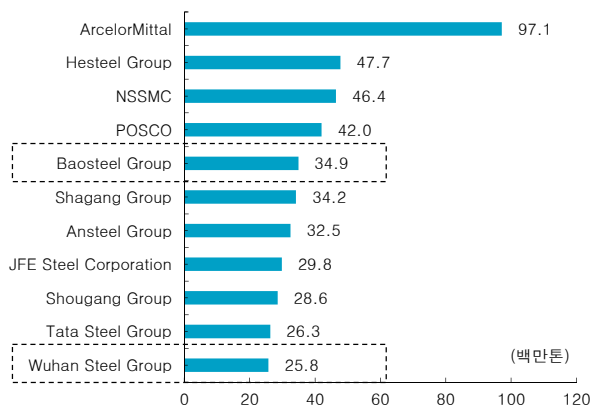
- 중국 철강 생산능력 감축으로 중국 내 공급 과잉 2016년부터 완화
- 중국 3위 업체인 우한강철과의 합병으로 중국 1위, 세계 2위 업체로 부상
- 고부가가치 강종 늘리며 중국 철강 산업의 질적 성장 주도

1. 기업 소개: 중국 1위, 세계 2위 철강 업체

바오산강철(BaoShan Iron & Steel)은 중국의 대표적인 철강 기업이다. 1977년에 ‘Shanghai Baoshan Iron & Steel’ project가 발족된 이후 1985년에 첫 번째 고로가 가동을 시작했다. 1993년에는 ‘Baoshan Iron & Steel Corporation(바오산강철공사)’로 사명을 변경했다. 1998년에 ‘Shanghai Metallurgical Holding Group Corporation’과 ‘Shanghai Meishan Group Co.,Ltd.’를 합병해 ‘Baosteel Group Corporation’이 되었다. 지금의 바오산강철은 2000년 ‘Baosteel Group Corporation’에서 분할됐으며 같은 해에 상해증권거래소에 상장했다.

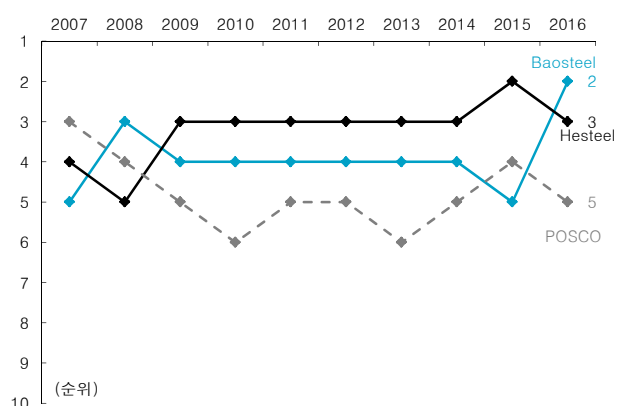
바오산강철이 속한 ‘Baosteel Group Corporation’은 2016년 Wuhan Iron & Steel Group과의 합병을 단행했다. 이를 통해 허베이강철이 속한 ‘Hebei Iron & Steel Co.,Ltd’을 제치고 중국 제1의 철강기업으로 발돋움했으며, 전 세계 조강 생산 순위도 2위로 뛰어 올랐다. Arcelormittal(1위), Nippon Steel & Sumitomo Metal Group(3위), Hebei Iron & Steel(4위), POSCO(5위)와 함께 세계 철강 Big 5 업체 중 하나다.

[그림 1] 2015년 전 세계 조강 생산량 순위



주: 순위 기준은 group 기준
자료: WSA, 한국투자증권

[그림 2] 바오산강철 그룹 전 세계 조강 생산량 순위 변동



주: Group 기준. 2016년은 한국투자증권 예상
자료: 세계철강협회, 한국투자증권

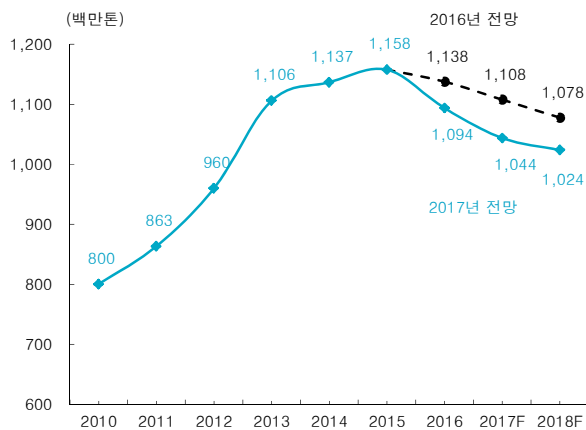
2. 투자포인트

1) 중국의 철강산업 구조조정으로 철강 사이클 개선

중국의 철강 구조조정으로
공급 과잉 완화

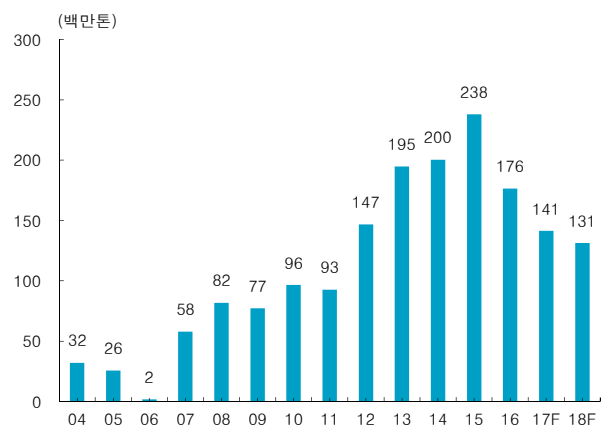
중국은 2016년부터 13차 5개년 계획에 돌입하며 최우선 과제 중 하나로 철강산업의 구조 조정을 꼽았다. 그리고 설비폐쇄 목표를 5년간 1~1.5억톤에서 3년간 1.4억톤으로 강화했다. 철강산업의 다운 사이클은 중국의 잉여 생산능력 확대에 기인한다. 그런데 설비 폐쇄로 잉여 생산설비가 줄면서 철강 사이클이 개선되고 있다. 공급과잉이 완화되면서 철강 사이클은 2016년부터 상승 반전했고 적어도 2017년까지 의미 있는 설비 폐쇄가 이어지며 철강 사이클의 우상향 추이가 지속될 것이다.

[그림 3] 중국 철강 생산능력



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 4] 중국 철강 잉여 생산능력



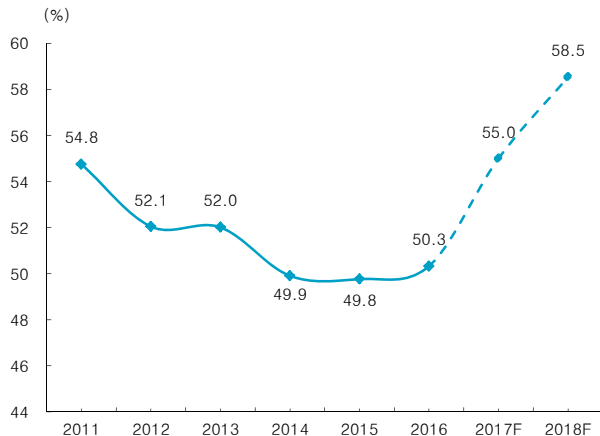
주: 잉여생산능력은 가동률 90%를 초과하는 생산능력
자료: CEIC, 한국투자증권

2) 중대형 철강사 중심으로 개편되는 중국 시장

양적 축소뿐 아니라
중대형 철강사 점유율 상승해
철강업체 이익 안정화

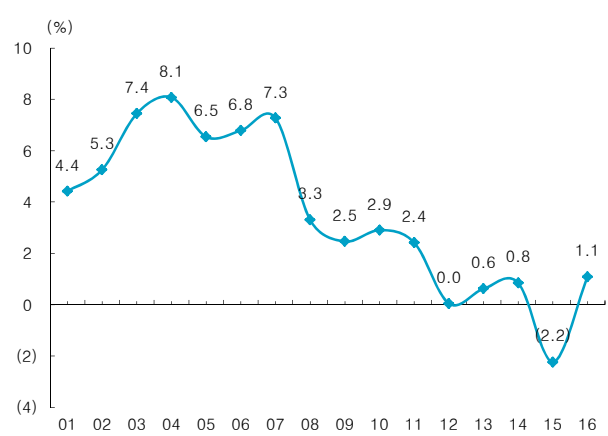
중국의 철강산업 구조조정은 양적인 측면뿐만 아니라 중대형 철강사의 점유율 확대와 같은 질적인 변화에도 초점을 맞추고 있다. 중국 내 2위와 3위 업체였던 바오산과 우한의 합병이 그 예라 할 수 있다. 2011년부터 2015년까지 중소형 철강사의 생산능력이 크게 늘어나며 잉여 생산능력이 확대되고 가격 질서가 교란되면서 철강산업의 다운 사이클이 심화되었다. 적극적인 산업 구조조정으로 이제는 중대형 철강사의 점유율이 상승하며 철강업체의 가격 협상력이 높아지고 있다. 이는 철강사 이익이 안정화되는 요인으로 작용할 것이다.

[그림 5] 중국 중대형 철강사 시장 점유율



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] 중국 철강업 순이익률



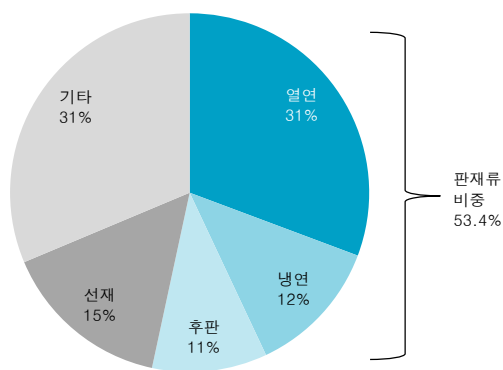
자료: Wind, 한국투자증권

3) 중국 철강사 중 고부가가치 강종 비중 가장 높아

판재류 비중이 높아
차별화된 수익성 창출 가능

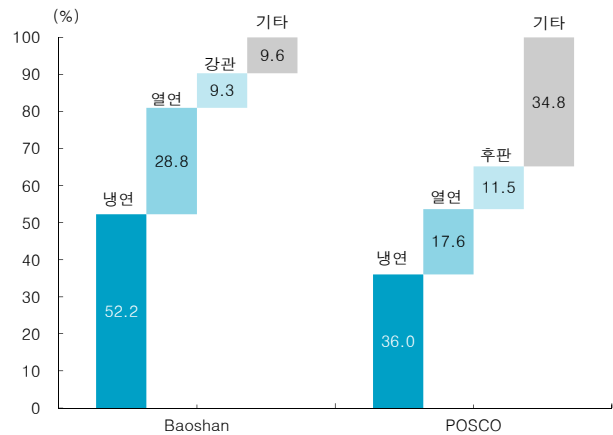
바오산강철의 판재류(열연과 냉연) 판매비중은 81%로 중국의 중대형 철강사 전체 평균인 53.4%보다 월등히 높다. 일반적으로 판재류는 선재류(철근, 형강, 와이어 등)나 강관보다 이익률이 높다. 생산에 고가의 설비와 생산 기술이 필요하기 때문이다. 바오산강철의 높은 판재류 비중은 중국 철강 시장에서의 지위를 가늠할 수 있는 부분이다. 여기에 더해 판재류 중에서도 냉연의 비중이 52.2%로 가장 높다. 판재류의 수익성은 냉연>열연>후판 순인데 높은 냉연 비중은 더 많은 이익을 창출하는 원동력이 되고 있다. 전 세계에서 가장 경쟁력 있는 철강사로 꼽히는 POSCO의 냉연 비중 54.8%와 비교해도 차이가 크지 않다.

[그림 7] 중국의 중대형 철강사의 강종별 생산량 비중



주: 2016년 기준
자료: 중국철강협회, 한국투자증권

[그림 8] 바오산강철과 POSCO의 강종별 매출액 비중



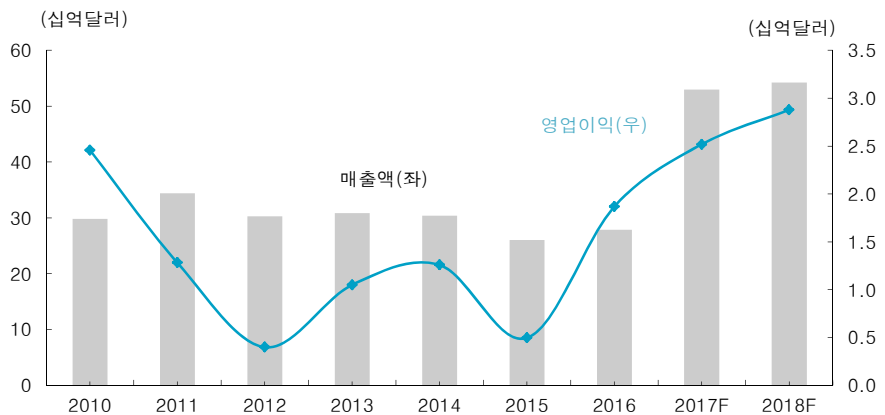
주: 바오산강철 강종별 비중은 2015년 기준 바오산과 우한의 합계
POSCO는 2016년 기준
자료: 각 사, 한국투자증권

3. 실적 추이 및 valuation

합병 효과로
2017년 매출액은 90%
영업이익은 34.8% 증가

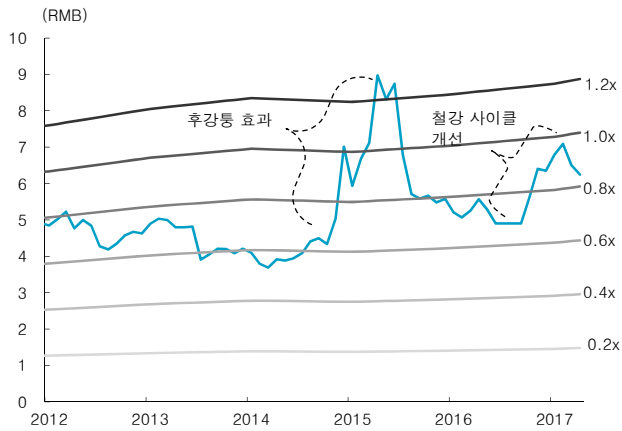
철강 업황 개선으로 2016년 영업이익은 18.7억달러로 전년의 5억달러 대비 277% 급증했다. 2017년에도 합병으로 재무제표가 병합되면서 외형이 크게 늘어날 전망이다. 2017년 매출액은 529.7억달러로 전년 대비 90% 증가할 것으로 예상된다. 우한의 수익성이 바오산보다 낮아 영업이익률은 5%로 하락하나 영업이익은 25.2억달러로 전년대비 34.8% 증가할 전망이다.

[그림 9] 실적 전망: 2017년 합병 효과로 외형 확대



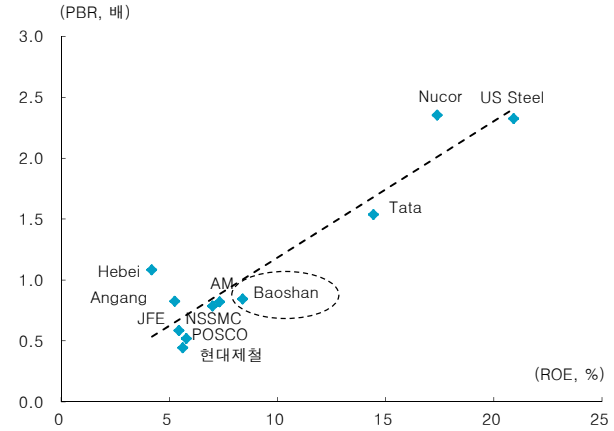
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 11] 글로벌 주요 철강업체 ROE-PBR



주: 2017년 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

**2014년 11월 후강통
시행 이후 주가 등락**

바오산강철 주가는 후강통이 시행된 2014년 4분기에 강세를 보여 11월부터 2015년 1월 말까지 31.4% 상승했다. 이후 후강통 효과가 사라지고 철강의 다운 사이클이 지속되면서 주가는 오랜 조정을 겪고 있다. 2016년 7월부터 9월까지의 우한과의 합병으로 거래가 정지된 기간이었다. 2016년 10월부터 철강 사이클 개선이 주가에 뒤늦게 반영되기도 했으나 2017년 3월 이후 중국 철강 가격 하락으로 주가 조정이 지속되고 있다.

현재 주가는 적정 수준

글로벌 주요 철강업체와 비교할 때 바오산강철의 valuation은 적절한 수준이다. 철강 산업은 사이클 산업으로 주로 ROE와 PBR을 비교해 가치를 평가한다. [그림 11]에서 보는 바와 같이 글로벌 주요 철강업체의 ROE-PBR와 비교하면 바오산강철의 밸류에이션은 적절한 수준이다.

<표 1> Global peer와의 valuation 비교

(단위: USD mn)

구분		Baoshan	AM	NSSMC	Hebei	US Steel	POSCO
시가총액		20,852	22,748	21,066	6,905	3,448	22,111
주가(현지 통화, 5월 26일)		6.5	22.3	2,469	4.5	19.7	284,000
매출액	2015A	26,046	63,578	40,911	11,612	11,574	51,450
	2016A	27,887	56,791	11,306	11,182	10,261	45,775
	2017F	52,971	64,227	48,873	12,620	12,222	50,870
EBITDA	2015A	2,171	(969)	3,997	1,475	(655)	4,976
	2016A	3,707	7,087	980	1,543	342	5,235
	2017F	5,238	7,732	5,425	1,633	1,355	6,264
영업이익	2015A	496	(4,161)	1,398	786	(1,202)	2,131
	2016A	1,868	4,161	251	810	(165)	2,464
	2017F	2,518	4,742	2,265	388	881	3,585
순이익	2015A	150	(7,946)	1,212	91	(1,642)	160
	2016A	1,350	1,779	244	234	(440)	1,176
	2017F	1,810	2,486	1,823	298	544	2,176
ROE(%)	2015A	0.8	(23.6)	5.1	1.3	(52.7)	0.4
	2016A	7.7	6.4	0.8	3.5	(18.7)	3.3
	2017F	8.7	7.3	7.0	4.4	20.9	5.8
Valuation(x)	PBR	0.9	0.4	0.8	1.1	2.3	0.5
	PER	11.1	9.3	11.8	23.9	9.8	9.6

주: 주가만 현지 통화고 나머지는 USD로 환산
자료: 한국투자증권

〈표 2〉 바이오산강철의 실적 추이

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액(백만달러)	30,842.7	30,403.7	26,045.7	27,886.9	45,755.7
영업이익(백만달러)	1,050.0	1,257.8	495.5	1,867.9	2,626.8
세전이익(백만달러)	1,302.9	1,343.6	280.6	1,734.7	2,580.7
순이익(백만달러)	946.4	940.2	150.3	1,350.1	1,865.9
EBITDA(백만달러)	2,719.8	2,952.2	2,171.1	3,706.8	5,247.0
순차입금(백만달러)	9,136.3	8,191.6	8,437.7	7,582.5	8,900.3
영업이익률(%)	3.4	4.1	1.9	6.7	5.7
ROE(%)	5.3	5.2	0.8	7.7	9.7
배당수익률(%)	2.4	2.6	1.1	3.3	4.2
EPS(달러)	0.06	0.06	0.01	0.08	0.09
(EPS 증가율, %)	(39.7)	(0.2)	(83.2)	767.3	5.0
BPS(달러)	1.11	1.12	1.06	1.06	1.00
DPS(달러)	0.02	0.03	0.01	0.03	0.27
PER(x)	11.7	20.0	93.0	11.5	10.9
PBR(x)	0.6	1.0	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA(x)	7.9	9.7	11.4	6.8	6.7

주: 2017F는 Bloomberg 추정치
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

상하이자동차(600104.SH)

최설화(emily.cui@truefriend.com) ☎ 02-3276-6274

Stock Data

CSI300(5/26)	3,480.4
주가(5/26)	29.6
시가총액(백만원)	346,064.1
발행주식수(백만주)	11,683.5
52 주 최고/ 최저가(위안)	29.6/18.5
일평균거래대금(6개월, 백만원)	832.4
유동주식비율(%)	15.4
주요주주(%)	상해자동차 공업 총공사 71.24 약진 자동차 그룹 3.54

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.8	18.8	60.2
상대주가(%p)	5.8	20.9	45.3

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	7.9	8.1	9.3
PBR(x)	1.3	1.3	1.6

코끼리도 성장할 수 있다

- 2014년부터 빠르게 질주하는 로컬 브랜드 승용차, 2017년에도 성장세 이어질 전망
- 중국 SUV 시장에서 올해 관련 포인트는 7인승 SUV, 연간 3개 신모델 출시 예정
- 2013년 이후 배당수익률 5% 이상, 적금보다 나은 고배당 종목

1. 기업 소개: 중국 최대의 로컬 완성차 업체

중국 내 최대 로컬 완성차 업체로 1997년 11월 상하이 증권거래소에 상장됐다. 도요타와 더불어 세계 3대 자동차 업체인 폭스바겐(VW), 지엠(GM)과 파트너십을 체결해 합자 모델을 생산/판매할 뿐 아니라, 룽웨이(荣威) 등 자체 모델 라인군도 구축했다. 2006년부터 시장점유율 1위에 올라 11년째 시장점유율 1위를 유지하고 있다. 2016년 자동차 판매량은 648.9만대(+10% yoy), 시장점유율은 22.6%다.

동사는 시장의 빠른 변화에 대비해 2017년 '전동화(电动化), 커넥티드화(网联化), 스마트화(智能化), 공유화(共享化)'라는 전략적 방향을 제시하고, 최근 R&D 투자를 늘려 기존 전통 내연차 외에 전기차, 스마트카, 커넥티드카 등의 개발에 주력하고 있다.

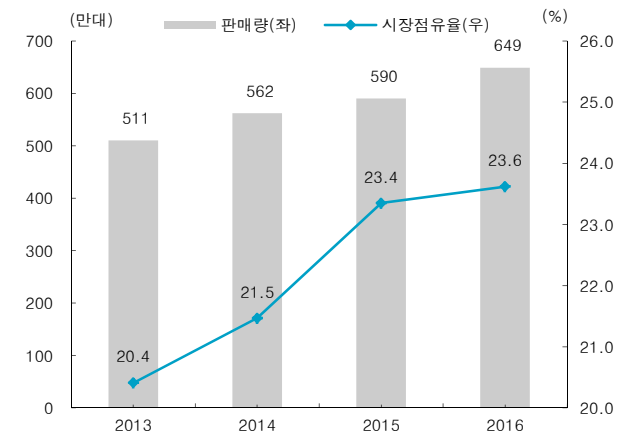
2016년 7월 알리바바와 전략적 제휴를 맺고 세계 최초로 양산형 커넥티드 카인 'RX5'(로컬 브랜드)를 출시해 폭발적인 반응을 얻어 출시 9개월 만에 15만대의 판매고를 넘겼다. 또한 지난 4월 상하이 모터쇼에서는 주행거리가 500km에 달하는 순수 전기차 모델인 'Vision E-concept'을 출시했는데 기술뿐만 아니라 세련된 외형에 시장의 주목을 받았고, 2018년부터 양산을 진행할 것이라고 밝혔다.

[그림 1] 2017년 4월 선보인 순수 전기차 - Vision E-concept



자료: 상하이자동차, 한국투자증권

[그림 2] 상하이자동차의 연간 자동차 판매량과 시장점유율 추이



자료: 상하이자동차, Wind, 한국투자증권

2. 투자포인트

1) 로컬 브랜드 승용차의 무서운 질주

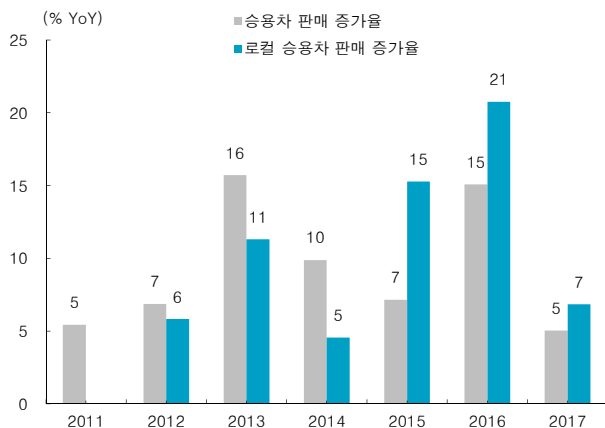
2014년 이후 로컬 브랜드 승용차 판매량 급증, 판매 비중 상승 본격화

2014년 이후 중국은 로컬 브랜드 승용차들이 전성기를 맞이했다. 기술력 상승에 따른 제품 경쟁력 강화, 중국 정부의 부양 기조가 맞물리면서 로컬 브랜드 승용차 성장률이 시장 증가율을 상회했다([그림 3] 참고). 2017년 들어 취득세율 인상과 높은 기저로 전체 승용차 판매량이 작년 대비 5% 증가했으나, 로컬 브랜드의 판매량은 전년 대비 7% 늘어나며 시장 증가율을 상회했다. 전체 시장에서 로컬 승용차 판매비중도 2014년 38%에서 46%로 상승했다.

RX5, i6 등의 시장 반응 폭발적, 2016년 89% 급성장

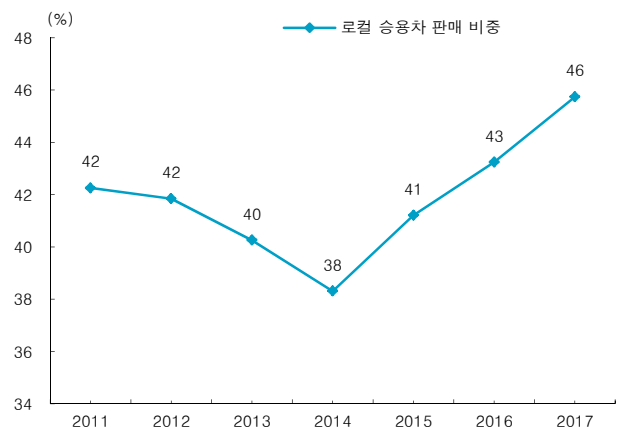
로컬 브랜드의 성장 속에 단연 상하이자동차가 선두기업으로 시장을 주도했다. 2016년 출시한 RX5, i6를 중심으로 판매량은 전년 대비 89% 증가한 32.2만대를 기록했다. 뿐만 아니라 올해에는 최근 출시한 ZS 모델의 판매 호조까지 가세하며 4월까지의 누적 판매 대수가 이미 15.6만대를 기록, 전년동기 대비 118% 증가했다. 특히 인터넷 커넥티드 컨셉카가 시장의 폭발적인 반응을 얻었고, 중국인들이 좋아하는 SUV 모델을 출시했던 것도 판매 호조에 기여했다. 향후 RX5 EV 모델, ei6, MG 스포츠카 등 신차 출시가 예정되어 있어 올해에도 로컬 승용차 판매 호조는 지속될 전망이다. 한편 동사는 2018년까지 100만대를 판매할 계획이다.

[그림 3] 중국시장 전체 승용차와 로컬 승용차 판매 증가율 비교



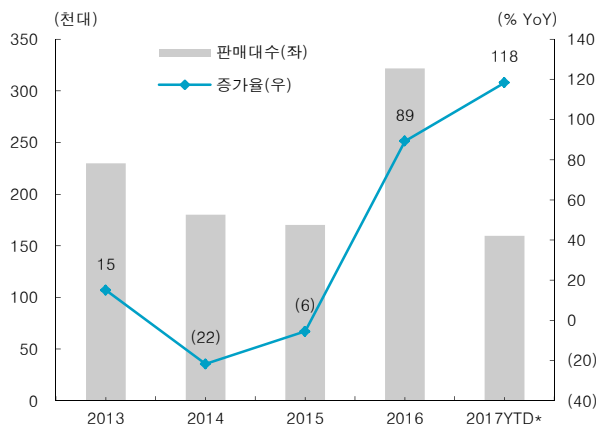
자료: 중국승용차협회, 한국투자증권

[그림 4] 중국 내 승용차 판매에서 로컬 브랜드 비중 추이



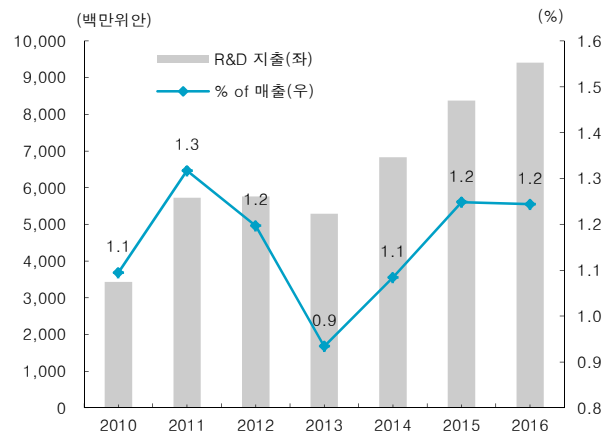
자료: 중국승용차협회, 한국투자증권

[그림 5] 상하이자동차의 로컬 브랜드 판매대수 및 증가율 추이



주: 2017년은 4월까지의 누적 기준
자료: 상하이자동차, 한국투자증권

[그림 6] 상하이자동차의 R&D 지출 및 비중 추이



자료: 상하이자동차, 한국투자증권

2017년 중국의 7인승 SUV 성장에 주목

폭스바겐을 비롯한 합자 회사에서 올해 3개의 중대형 SUV 모델 출시 예정, 타사 대비 높은 브랜드 인지도와 성능으로 판매 및 수익성 견인 예상

2) 7인승 SUV, 양호한 판매로 수익성 견인할 것

2017년 상하이자동차에서 출시할 신차 모델에서 핵심은 SUV다. 2011년 이후 중국인들의 SUV 선호 현상이 지속되었는데 이는 주로 SUV 모델의 안정성, 가시성, 편리성 등이 주요 원인으로 추정된다. 2016년 중국의 SUV 판매량은 총 894만대로 전년대비 44% 증가했다. 그럼에도 불구하고 중국은 인당 SUV 보유율이 타 국가 대비 여전히 낮아 향후 전망도 밝다. 동사도 이런 시장 변화에 대응해 적극적으로 SUV 모델을 출시하면서 SUV 시장 점유율이 2011년 4.4%에서 2016년 13.4%로 상승했다.

2017년 중국 SUV 시장의 최대 관심사는 7인승 SUV다. 소득 증가와 두 자녀 정책 허용 등에 힘입어 중대형 SUV가 향후 중국 SUV 시장을 견인할 것으로 예상된다. 이런 시장 환경에서 합자회사인 상하이차-폭스바겐은 지난 4월 7인승 SUV 투양(途昂) 모델을 32만 위안(약 원화 5,300만 원)에 출시했다. 타사 모델 대비 외관이 큰데 출시 이후 반응이 양호해 올해 합자회사 판매를 견인할 것으로 예상된다.

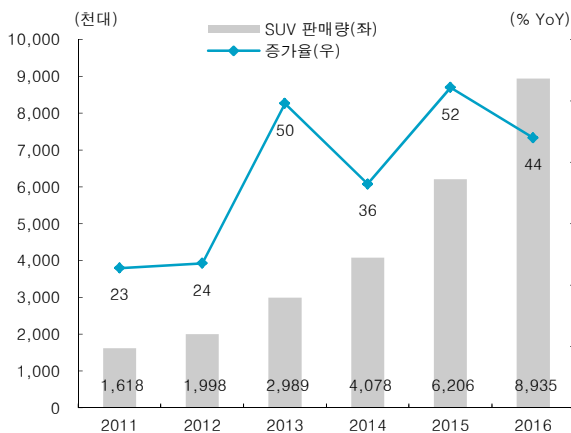
한편 타 합자회사인 상하이차-GM 산하의 쉐보레에서도 4월에 중형 SUV인 디스커버리를 출시했고, 스코다에서도 오는 5월에 코디악을 출시할 예정이다. SUV 라인업이 한층 강화되고 프리미엄화에 따른 가격 상승이 동반되면서 합자회사의 매출과 수익성이 개선될 전망이다.

[그림 7] 상하이차-폭스바겐이 출시한 2017년 7인승 SUV 투양(途昂, Teramont)



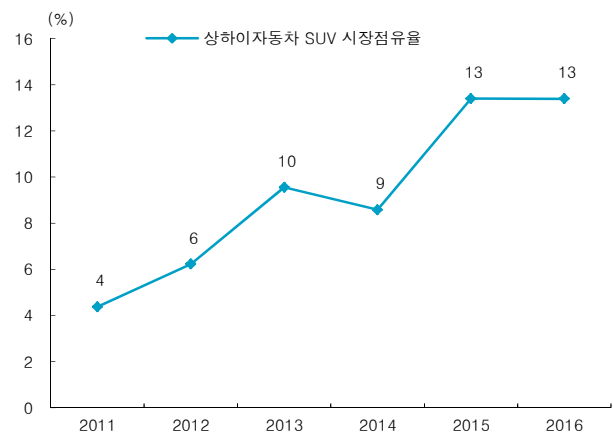
자료: 상하이자동차, 한국투자증권

[그림 8] 중국 SUV 판매대수 및 증가율 추이



자료: 중국승용차협회, 한국투자증권

[그림 9] 상하이 자동차 SUV 시장점유율 추이



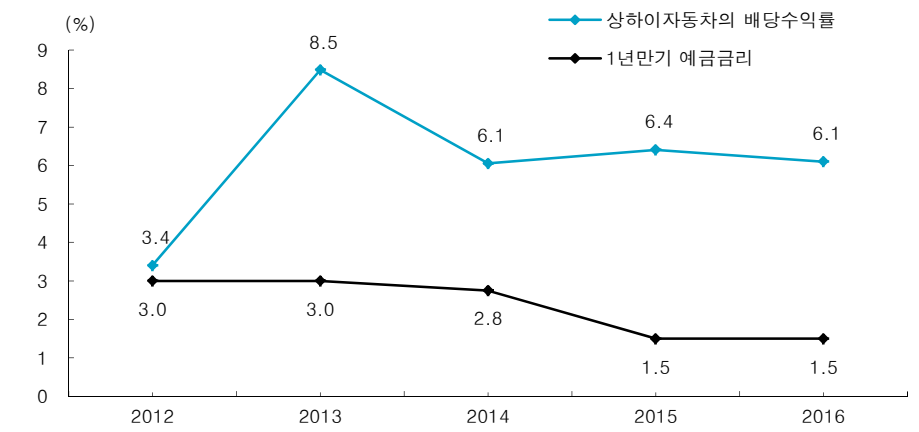
자료: 중국승용차협회, 한국투자증권

성장과 고배당 매력 보유,
2013년 이후 연간 5% 이상의
배당수익률 유지

3) 적금보다 나은 고배당주, 일거양득(一舉兩得)

2016년 동사는 주당 1.65위안을 배당하기로 결정했다. 올해 4월 28일 종가로 계산하면 배당수익률이 약 6.1%에 달한다. 2015년에 비해서는 0.3%p 하락했으나, 상해종합지수의 2016년 평균 배당수익률이 2%인 점을 감안하면 고배당주에 속한다. 한편 중국의 1년 만기 정기 예금금리가 1.5%이며 글로벌 저금리 환경을 감안하면 6%의 배당수익률은 매력이 돋보인다. 탄탄한 펀더멘탈에 따른 주가 상승과 고배당은 일거양득을 누릴 수 있는 투자 기회다.

[그림 10] 상하이자동차 연간 배당수익률 및 1년만기 예금금리



주: 배당수익률은 각 해 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

3. 실적 추이

2016년 매출 호조에 힘입어
실적 개선 추세, 2017년에도
견조한 실적 전망

2016년 매출액은 7,564억 위안으로 전년대비 12.8%, 순이익은 320억 위안으로 7.4% 증가하며 컨센서스에 부합했다. 2015년 매출과 순이익 증가율은 각각 6.4%와 6.5%였다.

2016년 실적이 개선된 것은 1) 중국 정부가 2015년 10월부터 1,600cc이하의 소형차 취득세율을 10%에서 5%로 인하하면서 2016년 자동차 판매가 빠르게 늘어났고, 2) 동사의 로컬 브랜드 신모델들이 시장의 폭발적인 반응으로 판매가 급증했기 때문이다. 이 외에 매출 비중이 적은 해외 매출이 전년대비 112% 급증한 것도 긍정적이었다. 다만 합자 브랜드인 폭스바겐과 GM은 판매비용 증가로 실적이 예상보다 부진했다.

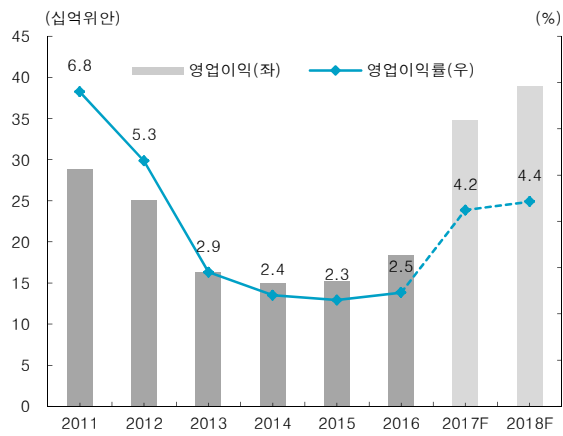
2017년 1분기 매출액은 1,932억 위안으로 전년동기대비 5.7%, 순이익은 82.6억 위안으로 4.1% 증가하며 컨센서스에 부합했다. 비경상손익을 제외하면 순이익은 전년동기대비 11% 늘어난 수준이다. 1분기의 양호한 실적은 여전히 로컬 브랜드 승용차의 판매 호조가 견인했다.

매출총이익률 2Q14 11.7% →
1Q17 13.2%로 지속 상승

2016년 하반기 이후 로컬 브랜드의 판매가 급증하며 동사의 매출총이익률(GP Margin)도 2014년2분기 11.6%에서 올해 1분기에는 13.2%로 상승했다.

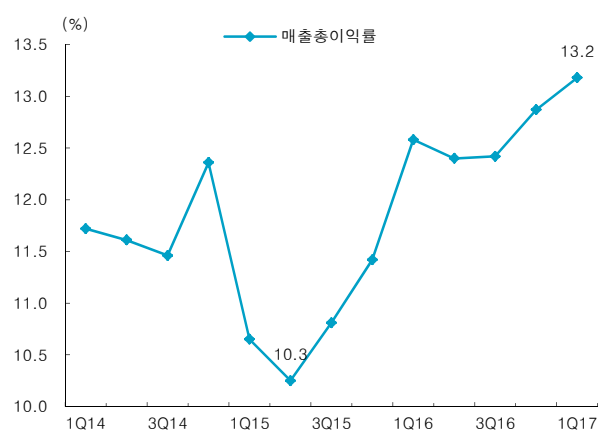
2017년에도 로컬 브랜드의 견조한 판매와 더불어 합자회사들의 제품 믹스 개선으로 안정적인 성장을 달성할 전망이다. 컨센서스에 따르면 2017년 매출액은 전년대비 9% 늘어난 8,263억 위안, 순이익은 전년대비 13.4% 늘어난 363억 위안으로 추정된다.

[그림 11] 상하이자동차의 영업이익 및 영업이익률 추이



주: 영업이익은 Bloomberg에서 제공한 평준화된 영업이익 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 12] 상하이자동차의 매출총이익률 추이



자료: 상하이자동차, 한국투자증권

5. 주가 추이

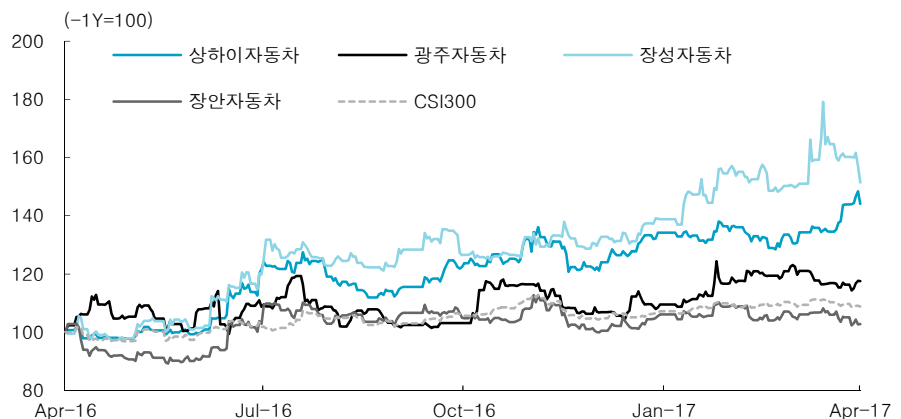
지난 1년간 주가 60% 급등,
경쟁사 및 시장 대비 아웃퍼폼

5월 26일 기준 동사의 주가는 29.6위안으로 지난 1년간 60% 상승했다. 이는 같은 기간 CSI300 지수 상승률 13.6%를 크게 상회했을 뿐 아니라 장성차를 제외한 기타 본토에 상장된 완성차 업체를 아웃퍼폼한 것이다. 견조한 판매 실적과 더욱 공고화된 업계 선두 지위로 올해 들어서도 연초 대비 26.3% 오르며 상승 흐름을 이어갔다.

밸류에이션도 경쟁사 대비
낮으나, 역사적 PER 돌파
구간으로 다소 부담

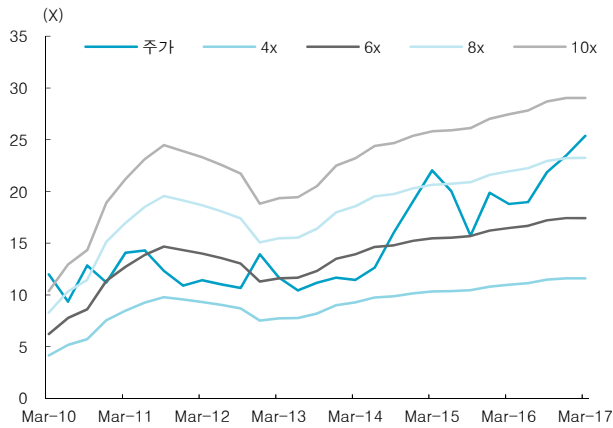
5월 26일 기준 상하이자동차의 2017년 예상 PER는 8.6배로 장안자동차를 제외한 주요 자동차 기업 중 가장 낮다. 또 올해 순이익이 13% 증가할 것으로 추정되고 있어 성장성 대비 저평가 매력이 부각된다. 다만 올해의 견조한 실적과 신차 출시에 대한 기대감이 주가에 반영되며 밸류에이션이 2011년 이후 최고치를 경신했다는 점은 다소 부담스럽다. 향후 로컬 브랜드와 SUV의 판매 실적이 리레이팅 여부를 결정할 것이다.

[그림 13] 상하이자동차와 경쟁사 및 시장 주기수익률 추이



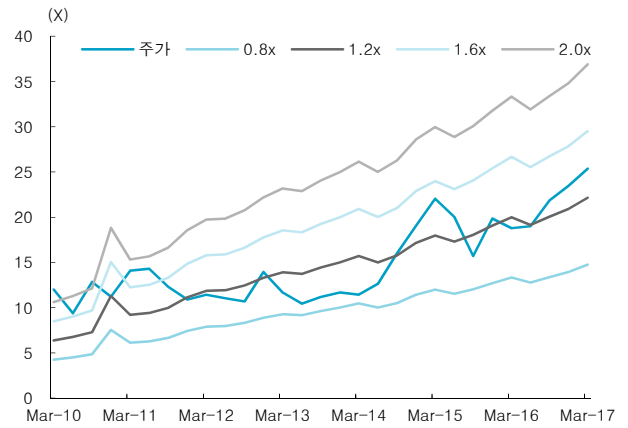
주: 2017/05/26 기준
자료: 한국투자증권

[그림 14] 상하이자동차의 PER 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 15] 상하이자동차의 PBR 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 상하이자동차의 실적 추이

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액(백만달러)	91,475.8	101,645.6	105,813.3	112,774.6	120,081.8
영업이익(백만달러)	2,352.7	2,001.7	2,176.9	2,636.8	5,369.8
세전이익(백만달러)	6,749.3	6,928.8	7,290.8	7,603.6	8,376.8
순이익(백만달러)	4,034.6	4,540.4	4,741.8	4,820.1	5,385.2
EBITDA(백만달러)	3,142.8	2,773.6	3,103.5	3,744.0	5,880.8
순차입금(백만달러)	(3,837.2)	(3,440.0)	4,818.2	3,107.0	(6,683.4)
영업이익률(%)	2.6	2.0	2.1	2.3	4.5
ROE(%)	19.1	18.9	17.9	17.4	17.9
배당수익률(%)	8.5	6.1	6.4	7.5	6.0
EPS(달러)	0.37	0.41	0.43	0.44	0.46
(EPS 증가율, %)	19.6	12.5	4.4	1.7	5.5
BPS(달러)	2.06	2.30	2.45	2.51	2.74
DPS(달러)	0.20	0.21	0.22	0.26	1.77
PER(x)	6.3	8.5	7.9	8.1	9.3
PBR(x)	1.1	1.5	1.3	1.3	1.6
EV/EBITDA(x)	8.1	14.2	15.4	13.0	10.2

주: 2017F는 Bloomberg 추정치
자료: Bloomberg, 한국투자증권

중천과기(600522.SH)

최설화(emily.cui@truefriend.com) ☎ 02-3276-6274

Stock Data

CSI300(5/26)	3,480.4
주가(5/26)	11.1
시가총액(백만원)	33,910.8
발행주식수(백만주)	3,066.1
52 주 최고/ 최저가(위안)	13.1/8.5
일평균거래대금(6개월, 백만원)	364.6
유동주식비율(%)	61.3
주요주주(%) 북경중천과기그룹	25.05
중양회금공사	2.36

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.2	(0.4)	28.4
상대주가(%)	4.2	1.8	13.5

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	23.2	17.3	13.9
PBR(x)	2.3	2.3	1.8

중국 케이블 업계의 강자, 통신, 전력, 친환경 에너지 삼두마차로 빠르게 성장

광통신과 전력 사업의 매출 비중이 큰 반면 친환경사업 매출 비중 미미, 마진율은 광통신 사업이 34%로 가장 높음

케이블 업계 강자, 정책 수혜 지속

- 2015년부터 본격화된 중국의 통신 인프라 건설로 광케이블 시장이 빠르게 성장
- 원자재 자급률 높여 수익성 방어, 수급 불균형에 따른 광케이블 가격 상승으로 마진을 개선될 것
- 성장 잠재력 큰 해저케이블 시장을 선도, 군사용 수요 증가 기대

1. 기업 소개: 해저케이블 및 광섬유/케이블 대표 기업, 높은 성장세 유지

중천과기(江苏中天科技, Jiangsu Zhongtian Technology)는 중국의 대표적인 광·해저·전력 케이블 생산기업이다. 통신, 전력, 친환경에너지를 삼두마차로 빠르게 성장하고 있다. 특히 경쟁사에 비해 광섬유·광케이블에 특화되어 있으며 해저케이블 분야에서 업계 1위를 유지하고 있다. 2002년 10월 상하이증권거래소에 상장되었다.

통신 사업에서 동사는 ‘광섬유 모재-섬유-케이블’ 생산의 수직 계열화를 구축해 생산개파 증설이 용이하다. 특히 케이블 생산비용의 70%를 차지하는 광섬유 모재(Fiber Preform)는 자체 기술을 보유해 자급자족이 가능하다. 최근 차이나 모바일을 비롯한 중국의 통신 사로부터 대량의 주문을 받으며 시장점유율을 늘리고 있다.

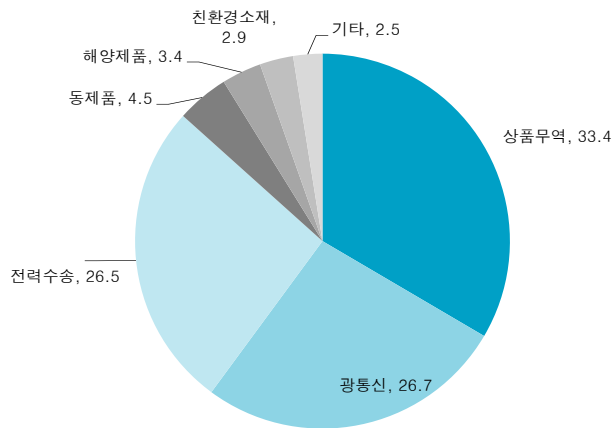
전력 사업에는 주로 도선, 전력 케이블, OPGW(광섬유 복합 가공지선), 절연체, 변압기 등이 포함된다. 동사는 전력 제품의 선두기업으로 특수도선, OPGW에서 안정적으로 업계 1위를 유지하고 있다. 중국 정부가 13.5 규획기간(2016~2020년) 중 농촌지역의 전력망 교체 사업을 추진하고 있어 송전과 배전 분야의 제품 수요가 늘어날 전망이다.

한편 해양 사업은 해저 광 케이블, 해저 전력 케이블, 해저 광복합지선 등을 생산하고 있다. 현재 중국에서 가장 다양한 제품 포트폴리오를 보유하고 있으며 2013년부터 다수의 국가 프로젝트를 진행하면서 업계를 선도하고 있다. 해양 사업 제품들은 주로 해상 석유 시추, 해상 풍력 설치 등에 사용된다.

친환경에너지 사업에는 주로 분포식 태양광 EPC, 태양광 백시트(Back sheet) 소재와 전기차용 리튬배터리 생산 등이 포함된다. 2011년 친환경사업에 출사표를 던진 이후 150mwp 규모의 분포식 태양광 발전 시범 프로젝트를 완성했고, 전기차용 리튬배터리는 북경차그룹, 동풍그룹, 남경금룡 등 주요 업체에 납품할 것으로 예상된다. 또 여러 대학교와 제휴해 신소재에 대한 연구 개발을 가속화 하고 있다.

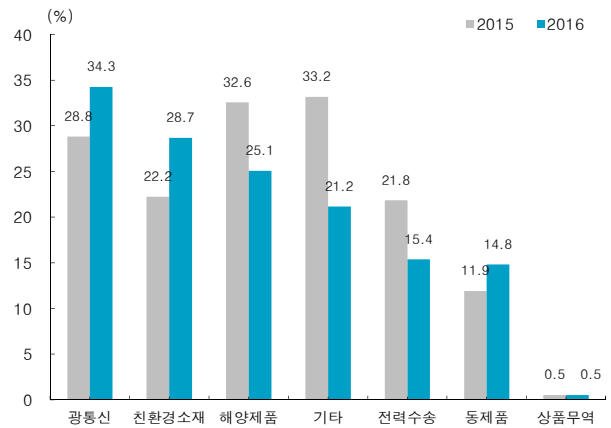
2016년 기준 매출 비중은 제품 무역(수출 포함) 33.4%, 광통신 사업 26.7%, 전력수송 사업 26.5%, 동(銅)제품 4.5%, 해양사업 3.4%, 친환경소재 2.9% 등이다. 단순한 제품 무역을 제외하고 통신과 전력 사업의 매출 비중이 비슷한 반면 신사업으로 추진하고 있는 해양사업과 친환경사업(태양광, 리튬배터리)은 아직 비중이 크진 않다. 사업별 매출 총이익률은 광통신 사업이 34.3%로 가장 높고 다음으로 친환경소재와 해양사업이 각각 28.7%, 25.1% 순이다.

[그림 1] 중천과기의 매출 구성(2016년)



자료: 중천과기, 한국투자증권

[그림 2] 중천과기의 사업별 매출총이익률 비교



자료: 중천과기, 한국투자증권

2. 투자포인트

1) 광케이블, 수급 불균형으로 가격 상승과 물량 증가

2014년 이후 정책적 지원 하에 통신 인프라 건설 수요 증가, 2017년에도 두 자릿수 성장 예상

중국의 통신산업은 전 세계 통신업의 발전과 ‘브로드밴드 전략’, ‘인터넷 플러스 전략’ 등의 정책 지원에 힘입어 수요가 빠르게 확대되고 있다. 특히 사물인터넷, 5G 사용자 증가 등으로 속도에 대한 요구가 커지면서 통신사들의 네트워크 업그레이드 수요가 크다. 2016년 차이나 모바일에서 대규모 광케이블 입찰을 진행하면서 전방 산업의 밸류체인이 확대되고 있는 것도 같은 맥락이다. 2016년 광섬유에 대한 중국 내 수요(물량 기준)는 전년대비 19% 증가했고, 2017년에는 전년대비 13% 늘어날 전망이다([표1 참고]).

수요 대비 공급 부족으로 광섬유 가격 평균 17~18% 상승

그러나 수요에 비해 공급은 부족하다. 현지 기관 추정에 따르면 중국의 광섬유 공급은 수요 대비 약 30% 부족하다. 이에 따라 광섬유의 가격이 2015년 55~60위안/fiber km에서 2016년 65~70위안/fiber km로 평균 17~18% 상승했다. 이러한 수급 불균형은 2018년 상반기까지 이어질 가능성이 높아 광섬유를 생산하는 기업에 유리하다.

해외 광섬유 수입 중단 등 보호무역주의 정책은 로컬 기업에 유리

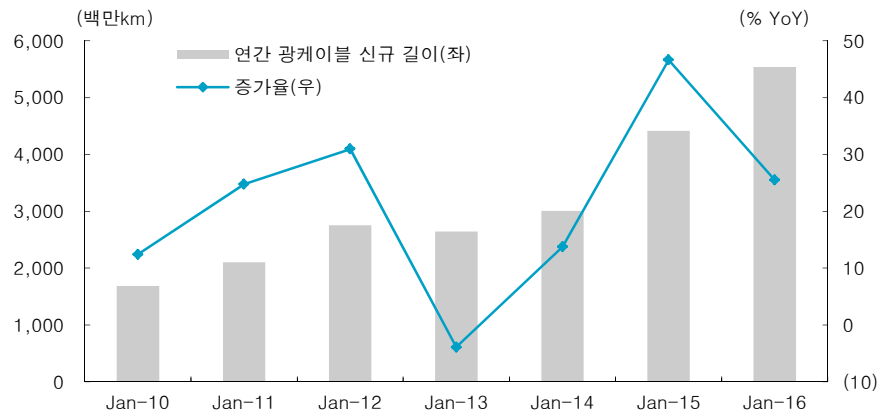
중천과기는 2016년 차이나 모바일의 광케이블 입찰에서 4번째로 많은 물량을 주문 받았다. 점유율도 12.6%로 2015년에 비해 오름세다. 또한 중국 정부가 미국과 일본에서 수입하는 광섬유 모재에 대해 2년 간의 반덤핑 규제를 실시하는 것도 광섬유 모재를 생산하는 동사에 유리하다. 수요 대비 공급이 부족한 상황에서 2017년에는 광섬유 모재의 생산 개파를 기존 대비 20% 늘어난 1,200톤으로 늘릴 계획이다. 가격 상승, 물량 증가 및 보호무역주의 정책 등에 힘입어 올해 실적은 꾸준한 증가세를 이어갈 가능성이 높다.

<표 1> 중국 광섬유 수요량 및 시장 규모

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F
중국광섬유수요 (만fiber km)	4169	7880	7660	9900	13070	14000	15400	18500	22000	25000
수요량 증가율(%)		89.0	-2.8	29.2	32.0	7.1	10.0	20.1	18.9	13.6
시장 규모(억위안)	32	68	56	70	89	73	74	102	121	150
규모 증가율(%)		112.5	-17.6	25.0	27.1	-18.0	1.4	37.8	18.6	24.0

자료: CRU, 한국투자증권

[그림 3] 중국의 광케이블 신규 건설 길이 및 증가율 추이



자료: 공업정보화부, 한국투자증권

수요 확대, 로컬 기업의 점유율 상승으로 시장규모 향후 3년간 매년 100% 이상 성장 기대

2) 해저케이블, 떠오르는 블루오션

현재 공사된 해저 광·전력케이블 프로젝트에 따르면 2016~2018년 건설 예정인 해저 광케이블의 길이는 각각 8.5만km, 10.1만km, 13.1만 km다. 일부 교체수요까지 감안한다면 실제 건설 길이는 이보다 더 길 것이다. 현재 해저 광 케이블 시장에서 로컬 업체의 점유율이 6%에 불과하나, 화웨이(华为)를 비롯한 로컬 업체들의 빠른 기술력 향상과 일대일로 등 정부의 정책 지원 등으로 2018년에는 로컬 업체의 점유율이 15%로 상승할 것으로 예상된다. 이런 가정 하에 중국의 해저 광케이블 시장은 매년 100% 이상 성장할 가능성이 높다. 이 외에도 해상풍력, 해양 시추 등의 수요까지 감안하면 해저 전력 케이블에 대한 수요는 더 클 수 있으며, 이는 다양한 제품군을 보유한 동사에 유리하며, 실제로 다수의 수주계약을 체결하고 있다.

<표 2> 중국 해저 광케이블 시장 규모 추정

시간	2016	2017F	2018F
해저광케이블 건설길이(만km)	8.5	10.1	13.1
실제 예상치(만km)	9.0	11.0	15.0
중국업체 점유율(%)	6.0	10.0	15.0
시장규모(억위안)(가격 9만/km)	4.9	9.9	20.3
해저광케이블 이익(30% 마진율)	1.5	3.0	6.1

자료: 하이통증권, 한국투자증권

<표 3> 중천과기의 해저 광·전력 케이블 수주 현황

시간	수주	계약규모(백만위안)
2013.07	110kv 해저 전력 케이블(남방전력)	>100
2013.08	200kv 해저 전력케이블(국가전력)	170
2014.03	중능전력, 풍전의 해저 전력 케이블	100
2014.12	6Kv 해저전력 케이블	-
2015.03	110kv 해저 전력 케이블(중국원전)	83.4
2015.06	해저 광케이블	61.44
2015.06	해저 광케이블	80
2016.11	방글라데시 33KV 해저 OPGW	121
2017.01	해저 전력케이블(독일 Tennet)	185
2017.03	해저전력케이블(국가전력)	166

자료: 중천과기, 한국투자증권

3. 실적 추이

2016년과 올해 1분기 견조한
시장 수요로 고성장세 유지

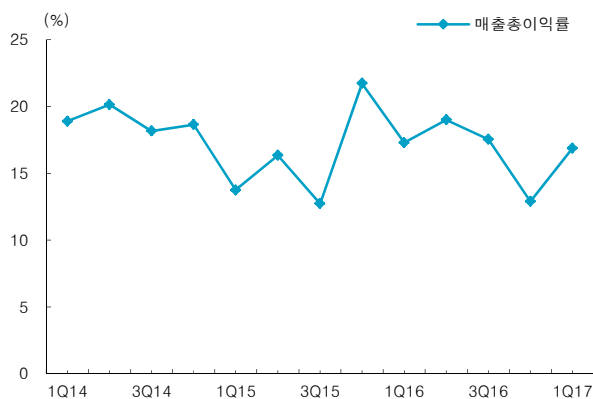
2016년 매출과 순이익은 각각 211.1억 위안(+27.8%), 159억 위안(+60.8%)을 기록했다. 통신 인프라 건설 급증에 힘입어 2015년의 높은 매출 성장세를 유지했으며, 통신 분야의 제품 가격 상승과 비용 감소로 순이익 증가율이 2015년의 41.9%를 상회했다. 그러나 경쟁 심화로 전력 케이블 사업의 마진율이 하락하며 전사 매출총이익률은 2015년 대비 소폭 하락했다.

올해 1분기 매출과 순이익도 각각 53.9억 위안(+25.0%), 4.5억 위안(+41.2%)으로 높은 성장세를 이어갔다. 다만 높은 기저로 인해 증가율이 2015~2016년에 비해 둔화됐다. 매출총이익률은 광케이블 가격 상승으로 작년 4분기 대비 소폭 상승했다.

2017 순이익 증가율 41%로
예상되나, 성장률은 둔화

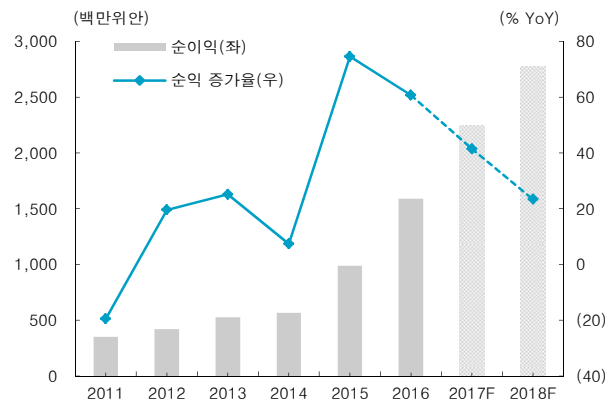
향후 중국의 '브로드밴드 차이나'와 LTE 건설 확대에 힘입어 3대 통신사들의 광섬유 구매 수요는 꾸준히 늘어날 전망이다. 지난 4월 차이나 유니콤이 입찰 결과를 발표한 데 이어 차이나 모바일도 곧 공개 입찰을 시작할 것이다. 시장 확대에 따른 매출 증가, 수급 불균형에 따른 가격 상승이 실적 호조를 견인할 것이다. Wind기준 올해 매출액은 253.8억 위안으로 전년대비 20.2% 증가하고, 순이익은 22.5억 위안으로 41.4% 늘어날 전망이다.

[그림 4] 중천과기의 분기별 매출총이익률 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 5] 중천과기의 순이익 및 증가율 추이



주: 추정치는 Wind 컨센서스 기준
자료: Wind, 한국투자증권

4. Peer 그룹 비교

업계 선두 지위 유지, 단
수익성과 밸류에이션은
홍통광전 대비 매력 약해

중국 내 peer그룹으로는 봉화통신(600498), 홍통광전(600487), 용정구분(600105), 통정호련(600522) 등이 있다. 이들 대부분 통신, 전력 케이블 사업을 영위하고 있으나 특화되어 있는 분야가 업체마다 틀리다. 수익성과 밸류에이션 지표를 기준으로 가장 큰 경쟁사로는 홍통광전으로 2017~2018년 주당순이익 증가율, 자기자본이익률(ROE) 등이 모두 동사를 상회하고 있다. 게다가 향후 2년간 예상 PER도 동사에 비해 낮다. 그러나 홍통광전을 제외한 타 기업들은 모두 동사에 비해 높은 밸류에이션을 받고 있다.

<표 4> Peer 기업 지표 비교

(단위: 백만원, %, 배, %)

종목명	티커	시가총액	EPS 증가율		PE		PB		ROE	
			2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
봉화통신	600498.sh	24,075	34.9	24.9	23.1	18.5	2.9	2.6	13.6	15.2
홍통광전	600487.sh	29,939	71.3	28.2	12.9	10.1	3.8	2.9	30.1	28.2
통정호련	002491.sz	17,285	86.3	23.2	15.4	12.5	3.6	2.8	25.5	24.6
용정구분	600105.sh	8,609	48.1	20.0	20.9	17.4	2.7	2.4	13.1	12.8
중천과기	600522.sh	32,592	30.6	20.9	13.7	11.4	1.8	1.6	13.6	14.3

주: 블룸버그 추정치 기준/자료: Bloomberg, 한국투자증권

5. 주가 추이

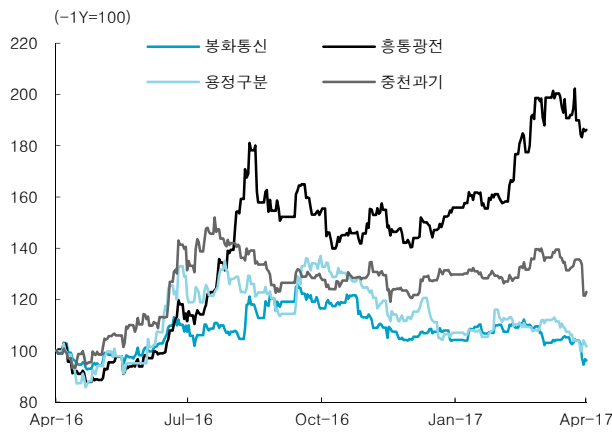
지난 1년간 고성장 기대로
주가 28% 상승

5월 26일 동사의 주가는 11.1위안으로 지난 1년간 28% 상승해 벤치마크인 CSI300지수 상승률 13.6%를 크게 상회했다. 다만 수익성, 밸류에이션 지표가 상대적으로 좋은 경쟁사 흥통광전 주가는 같은 기간 80% 이상 상승했다. 한편 올해 들어서는 고성장에 대한 기대감이 약화되며 연초대비 5.0% 상승에 그쳤으나 벤치마크 상승률 5.1%과 비슷했다.

견조한 실적, 해양시장의 빠른
성장으로 주가 상승 기대

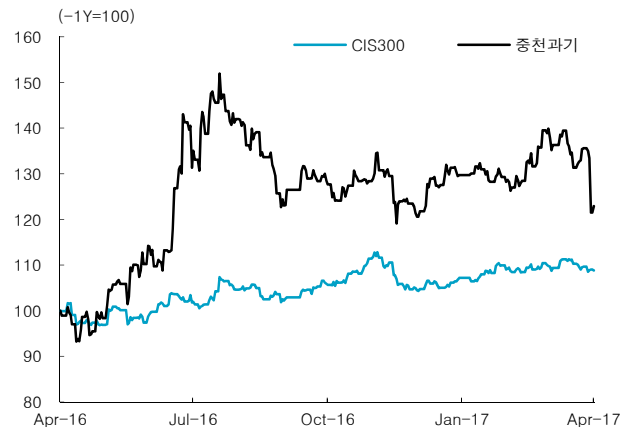
2017년 해저 광케이블 시장의 빠른 성장과 통신분야의 수급 불균형에 따른 가격 상승 등으로 주가의 추가 상승이 예상된다. 현재 2017년 예상 PER이 13배로 과거 대비 높으나, 블루오션인 해양 시장의 성장 기대와 2017년 예상 EPS 증가율이 31%에 달하는 점을 감안할 때 추가적인 주가 상승이 기대된다. 2017년 예상 PBR이 1.8배로 경쟁사 대비 낮은 것도 주가에 긍정적이다.

[그림 6] 지난 1년간 중천과기와 경쟁사 주가 추이



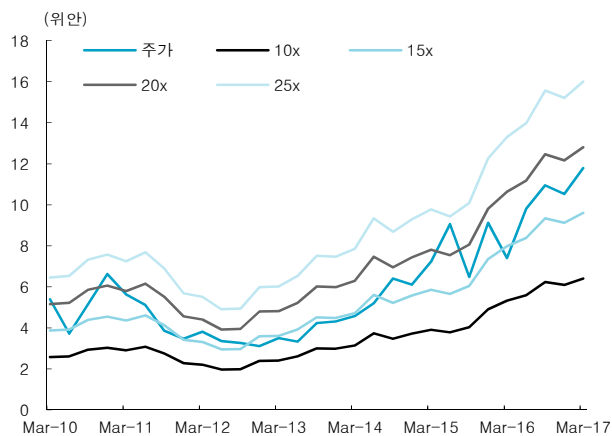
자료: 한국투자증권

[그림 7] 중천과기와 시장(CSI300)의 주가 추이



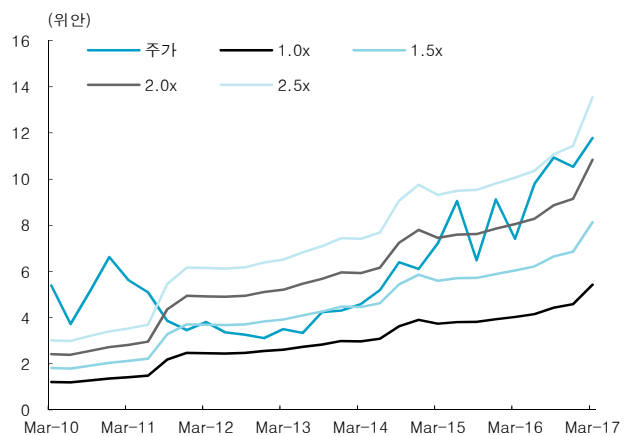
자료: 한국투자증권

[그림 8] 중천과기의 주가 및 PER 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 중천과기의 주가 및 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 5〉 중천과기의 실적 추이

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액(백만달러)	1,097.9	1,540.8	2,624.8	3,165.4	3,607.4
영업이익(백만달러)	109.8	138.7	180.0	220.4	371.2
세전이익(백만달러)	107.9	143.4	191.7	281.7	385.9
순이익(백만달러)	85.6	113.0	157.2	239.1	326.3
EBITDA(백만달러)	146.4	185.0	230.3	280.5	439.4
순차입금(백만달러)	152.8	(10.3)	(190.4)	(52.8)	-
영업이익률(%)	10.0	9.0	6.9	7.0	10.3
ROE(%)	10.8	10.2	10.6	14.3	14.0
배당수익률(%)	0.9	0.7	0.4	1.1	0.4
EPS(달러)	0.05	0.06	0.06	0.09	0.12
(EPS 증가율, %)	25.4	20.6	6.9	45.6	26.7
BPS(달러)	0.49	0.63	0.61	0.66	0.87
DPS(달러)	0.01	0.01	0.01	0.02	0.04
PER(x)	14.6	17.0	23.2	17.3	13.9
PBR(x)	1.5	1.6	2.3	2.3	1.8
EV/EBITDA(x)	9.9	11.9	15.8	14.6	10.5

주: 2017F는 Bloomberg 추정치
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

이리실업 (600887.SH)

최설화(emily.cui@truefriend.com) ☎ 02-3276-6274

Stock Data

CSI300(5/26)	3,480.4
주가(5/26)	19.5
시가총액(백만위안)	118,601.3
발행주식수(백만주)	6,079.0
52 주 최고/ 최저가(위안)	19.5/14.5
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	1,188.5
유동주식비율(%)	80.1
주요주주(%)	호화호특 투자유한회사 9.88
	홍콩중앙결산 유한회사 5.73

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.4	7.7	34.0
상대주가(%p)	5.3	9.9	19.1

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	17.3	18.9	20.2
PBR(x)	5.0	4.6	4.5

**중국인 소비 업그레이드로
프리미엄 유제품 시장 두 자릿
성장**

프리미엄화로 1 등 굳히기

- 중국인 소비 업그레이드, 1가구 2자녀 허용으로 프리미엄 유제품 시장 두 자릿수 성장
- 고수의 프리미엄 제품 Mix 개선으로 시장 점유율 확대, 상온 요구르트에서 경쟁사 압도
- 2017년 분유 시장 턴어라운드에 따른 로컬 선두기업의 수혜 예상

1. 기업 소개: 중국 유제품 시장의 선두 기업

이리실업(伊利實業)은 중국 유제품 시장의 선두기업으로 매출 규모가 크고 역사도 깊다. 1956년 내몽고 흑호트 지역의 젖소 농장으로 출발해 1993년 2월 중국 기업 구조개혁의 바람을 타고 법인 형태인 이리집단으로 설립됐으며, 1996년 3월 상하이증권거래소에 상장했다. 2016년 기준 매출비중은 유제품이 81.7%로 가장 높고, 분유와 아이스크림이 각각 9.0%, 6.9% 순이다.

최근 들어 동사는 중국인들의 소비 수요 업그레이드에 대비해 다양한 신제품을 출시하며 라인업을 강화하고 있다. 요구르트 제품인 안모희(安慕希)가 대표적인 예로, 2014년 출시 이후 2년 만에 매출액이 8배 늘었다. 또한 M&A를 통해 수직 계열화를 추진하면서 제품 경쟁력도 강화됐다. 그 결과 중국 유제품 종합 시장점유율이 20%(닐슨 조사 기준)로 업계 1위를 유지했고, 지난 3월 20일 영국의 브랜드 가치평가 전문기관인 Brand Finance에서 발표한 '2017 전 세계 유제품 브랜드 Top 100'에서 글로벌 브랜드를 제치고 1위를 차지했다.

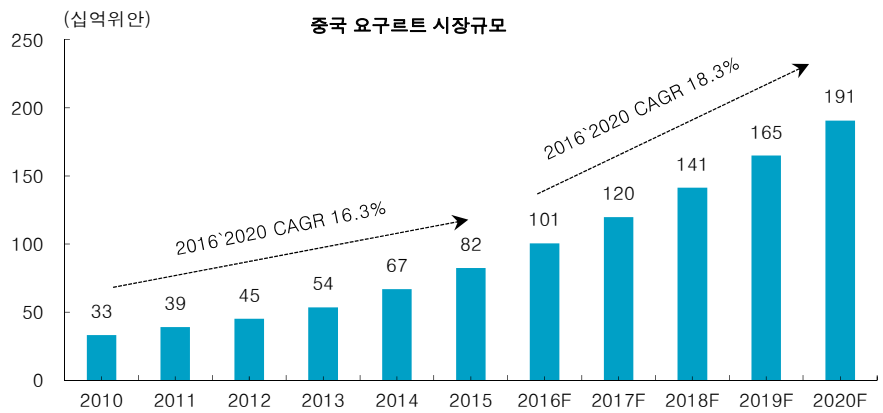
2. 투자포인트

1) 고수의 프리미엄 제품 Mix 개선에 따른 탄력성 성장

최근 들어 중국인들의 소득 수준이 증가하고, 건강에 대한 관심이 늘어나면서 프리미엄 우유와 요구르트 제품에 대한 수요가 확대되고 있다. 지난 2011~2015년 요구르트 시장은 20%대의 성장률을 기록한 반면 일반 흰 우유 시장은 한 자릿수 성장으로 둔화됐다([그림 2] 참고).

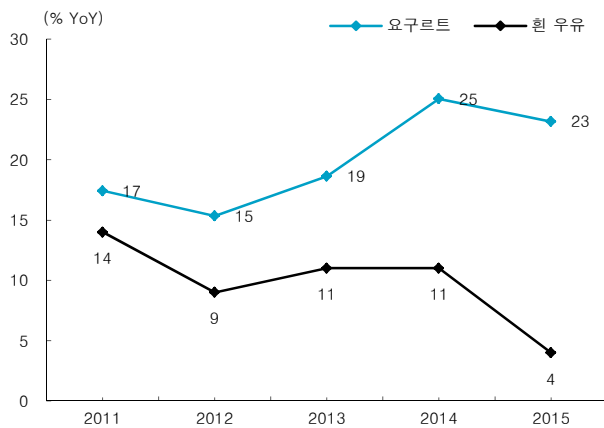
이러한 추세는 향후에도 이어질 전망이다. 액체 유제품 가운데 중국인들의 요구르트 소비 비중은 28%로 일본(59%), 홍콩(46%) 등에 비해 낮아 성장 잠재력이 크기 때문이다([그림 3 참고]). 중국산업연구원에 따르면 2016~2020년 중국 요구르트 시장의 연평균 성장률은 18.3%로 2010~2015년의 16.3%를 상회할 전망이다. 또한 액체 유제품 중 요구르트 소비 비중도 2015년 28%에서 2020년에는 50%로 상승할 가능성이 높다.

[그림 1] 중국 요구르트 시장 규모 추이



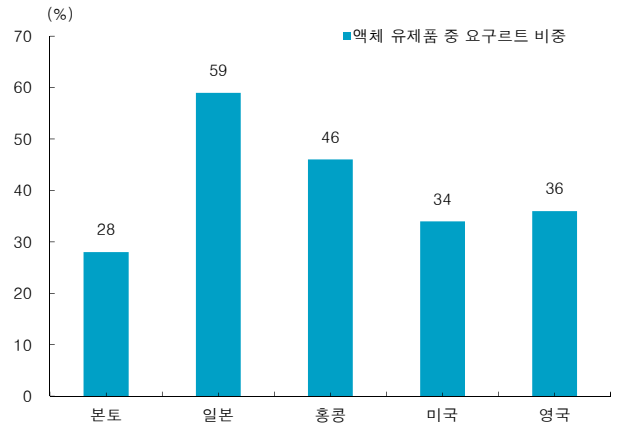
자료: 중국산업연구원, 한국투자증권

[그림 2] 중국 요구르트 및 흰 우유 시장 성장률 추이



자료: 중국산업연구원, 한국투자증권

[그림 3] 국가별 액체 유제품 소비 중 요구르트 비중 비교



자료: 중국산업연구원, 한국투자증권

고수의 프리미엄 제품 Mix 개선에 따른 탑라인 성장

이리실업은 이러한 시장의 수요 변화에 타사보다 빠르게 대처하며 탑라인 성장과 점유율 확대에 성공했다. 안모희(安慕希, 요구르트 제품), 금전(金典, 유기농 우유), 창칭(畅轻, 저온 요구르트) 등 주력 제품의 판매 호조로 전체 액체 유제품 매출에서 프리미엄 제품의 비중이 49%로 상승했다. 특히 요구르트 제품 가운데 상온 요구르트로 시장에 널리 알려진 안모희(安慕希)의 매출액은 2014년 10억 위안에서 2016년 80억 위안으로 급증하며 최대 경쟁사인 명뉴(蒙牛)의 모스리안(莫斯利安) 매출을 상회했다.

제품 경쟁력 강화로 시장점유율도 확대됐다. 닐슨 조사에 따르면 동사는 전체 유제품 시장에서의 종합 점유율이 전년대비 1.1%p 상승한 20%로 1위를 차지했다. 상온 유제품은 전년대비 1.8%p 상승한 31.6%로 1위, 저온 유제품은 전년대비 0.6%p 늘어난 16.2%로 세부 항목에서도 점유율이 꾸준히 올랐다.

2017년에도 안모희의 업그레이드 버전 외에 그릭 요거트 컨셉인 프리미엄 요구르트 Pureday, 러시아 발효유, 초콜릿 가공유 등 다양한 신제품을 출시했다. 경쟁사 대비 빠르고 다양한 신제품을 출시해 올해에도 동사의 탑라인 성장은 견조할 전망이다. 회사가 제시한 2017년 매출액 목표는 전년대비 7.2% 늘어난 650억 위안이다.

[그림 4] 유럽종 프리미엄 요구르트 Pureday



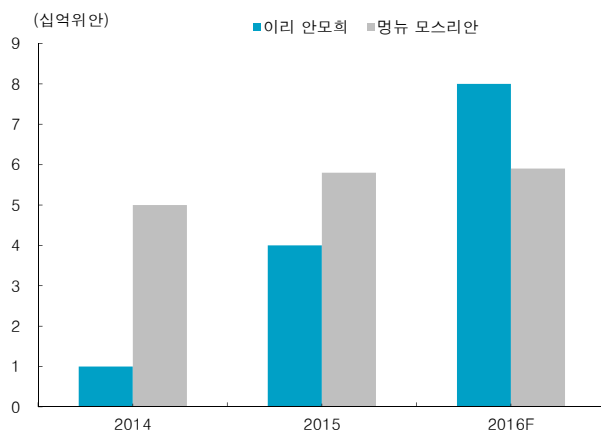
자료: Baidu, 한국투자증권

[그림 5] 안모희 2017년 업그레이드 제품



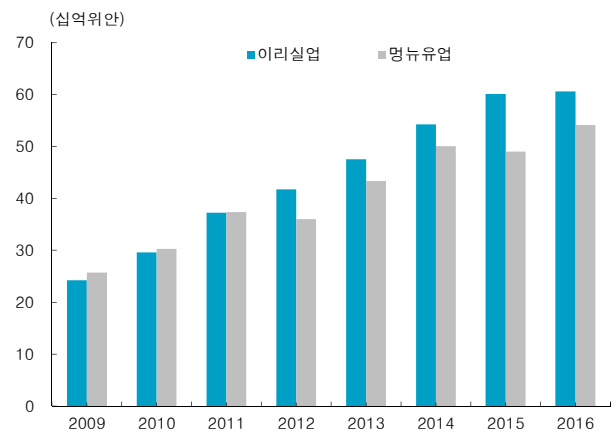
자료: Baidu, 한국투자증권

[그림 6] 이리실업과 명뉴유업의 상온 요구르트 대표 제품의 매출 추이



자료: 각 사, 현지 증권사 전망, 한국투자증권

[그림 7] 이리실업과 명뉴유업의 매출액 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

2) 2017년 중국 분유시장의 불확실성 해소, 선두기업의 수혜 예상

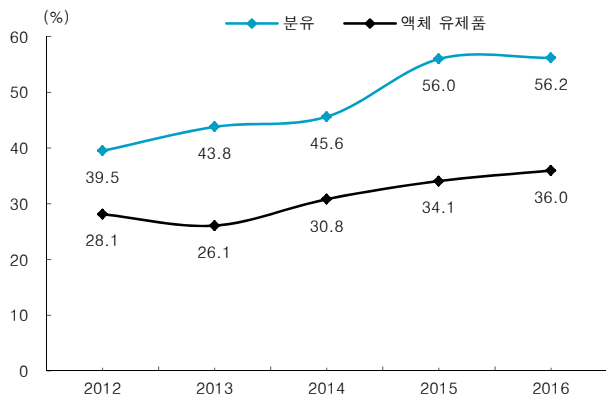
2016년 10월부터
분유 승인제 도입

동사의 중국 분유 시장 점유율은 5%로 전체에서 6위, 로컬 기업 중 3위이다. 분유는 액체 유제품에 비해 GP 마진율이 높아 로컬 기업들은 품질 개선에 주력하고 있다.

새로운 제도는 품질 경쟁력을
갖춘 선두기업에 유리

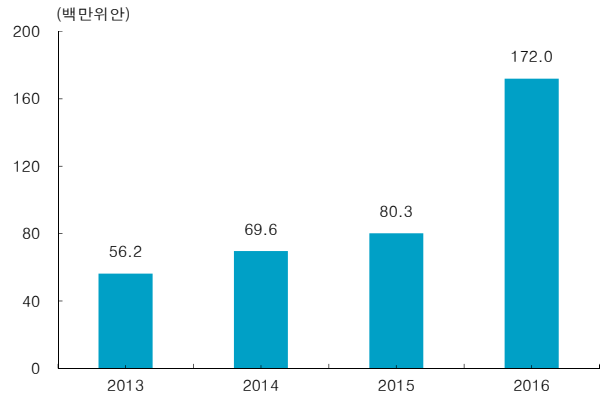
중국은 2016년 10월부터 분유 승인제를 시행해, 올해 상반기에 기준을 통과한 기업이 발표될 가능성이 높다. 승인제를 통과하지 못한 국내외 중소형사들은 시장에서 퇴출될 것이다. 분유 승인제는 R&D 능력, 유통채널 및 품질 등에서 경쟁력을 갖춘 선두기업들이 점유율을 늘릴 수 있는 기회가 된다. 무분별한 경쟁에 따른 마케팅 비용 부담이 줄어드는 것도 동사에게 유리하게 작용할 것이다. 다만 멜라닌 사태로 로컬 브랜드에 대한 소비자들의 불신이 여전히 급격한 성장은 쉽지 않아 보인다.

[그림 8] 제품별 매출총이익률 추이



자료: 한국투자증권

[그림 9] 이리실업의 R&D 비용 투자 규모 추이



자료: 한국투자증권

3. 실적 추이

2016년 매출은 분유사업 부진으로 0.4% 성장에 그쳐, 순이익은 마진을 개선으로 호조

2016년 매출액은 606억 위안으로 전년대비 0.4% 늘어나는데 그쳤으나, 순이익은 56.6억 위안으로 22.2% 증가했다. 매출의 9%를 차지하는 분유 매출액이 해외 직구와 전자상거래를 통한 해외 분유 수입 증가로 전년대비 15.4% 감소했기 때문이다. 반면 액체 유제품 매출액은 495억 위안으로 전년대비 5% 늘었고, 매출 비중도 꾸준히 상승하는 추세다.

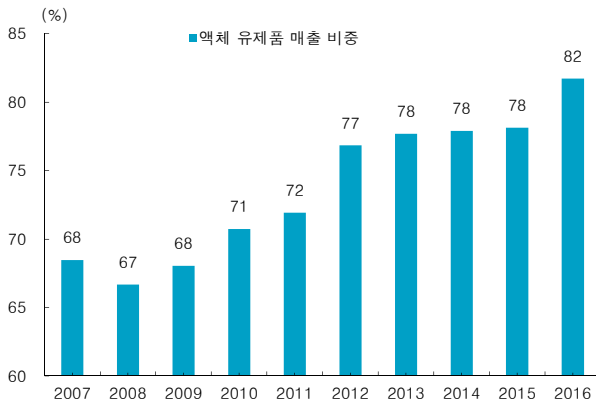
제품 Mix 개선과 원유 가격 하락으로 매출총이익률(GPM)도 꾸준히 상승했다([그림 11] 참고). 그러나 경쟁이 치열해지면서 판관비가 빠르게 늘어 판관비 비중은 2013년을 저점으로 반등, 2016년에는 29%를 기록했다.

한편, 4월 말 발표된 2017년 1분기 매출액은 157.9억 위안으로 전년동기대비 3%, 순이익은 17.3억 위안으로 11.6% 증가하며 컨센서스를 상회했다. 제품 Mix 개선으로 판매가 견조한 가운데 판관비를 전년동기대비 15% 절감했기 때문이다.

2017년 프리미엄 제품 판매 호조 이어질 전망

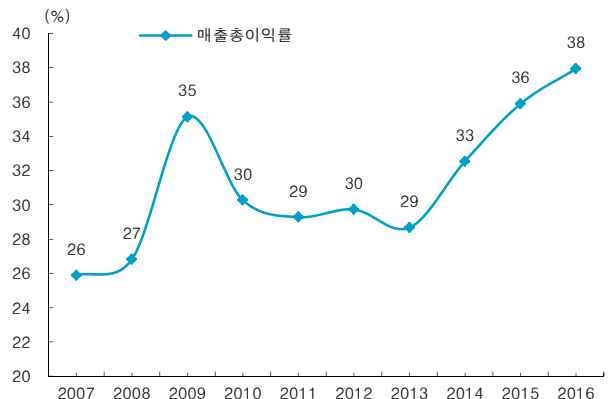
2017년 매출액은 전년대비 8.3% 늘어난 656억 위안, 영업이익은 21% 증가한 63억 위안에 이를 전망이다. 고수의 제품 라인업 강화와 판관비 절감, 분유 사업의 턴어라운드가 실적을 견인할 가능성이 높기 때문이다. 순이익은 60억 위안으로 전년대비 4% 늘어나는 데 그칠 전망이다. 정부의 보조금과 영업외수익이 감소할 가능성이 높기 때문이다.

[그림 10] 액체 유제품 사업의 매출 비중 상승



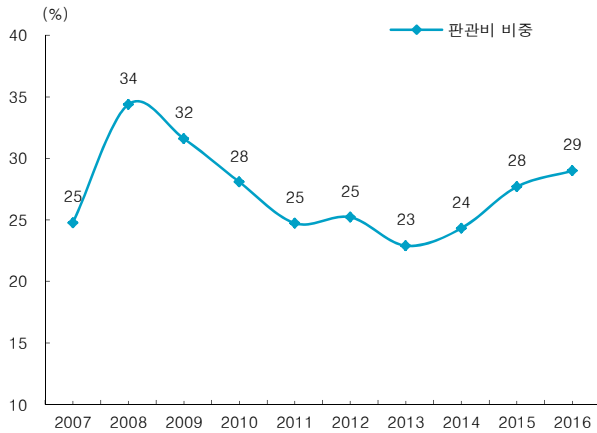
자료: 이리실업, 한국투자증권

[그림 11] 이리실업의 매출총이익률(GPM) 추이



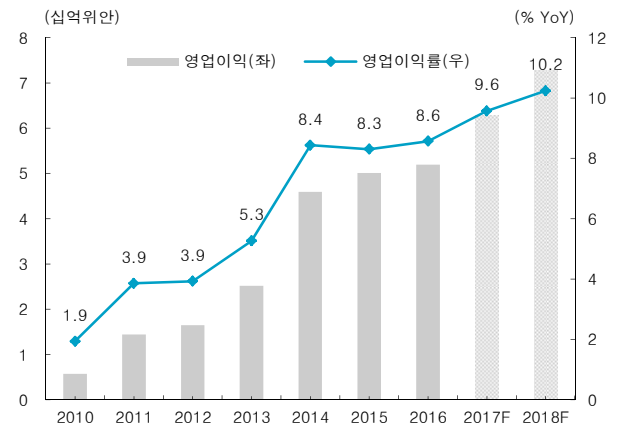
자료: 이리실업, 한국투자증권

[그림 12] 이리실업의 판관비 비중 상승



자료: 이리실업, 한국투자증권

[그림 13] 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 이리실업, 한국투자증권

4. 주가 추이

주가는 경쟁사와 시장 대비 선방

5월 26일 기준 이리실업의 주가는 19.5위안으로 지난 1년 동안 34% 상승했다. 이 같은 수익률은 같은 기간 상해종합지수 상승률인 10%를 크게 상회할 뿐만 아니라 경쟁업체인 삼원유업과 몽뉴유업 등에 비해 양호한 수준이다. 고수의 제품 판매 호조 및 이에 따른 시장점유율 상승이 주가 강세의 배경으로 판단된다.

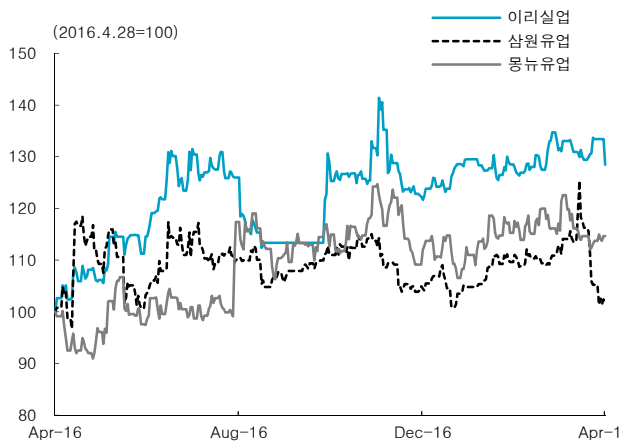
최근 약세는 1) 기존 인수건 중단, 2) 본토 시장 수급 악화 때문. 펀더멘탈 영향 제한적

최근 주가가 약세를 보이고 있는 것은 1) 작년 10월 46억 위안에 중국 유기농 유제품 기업인 Shengmu Organic Milk(1432.HK)의 지분 37%를 인수하려는 시도가 정부 당국의 승인을 받지 못해 거래가 중단되었고, 2) 감독당국이 금융 규제를 강화하면서 본토 시장의 수급이 크게 악화되었기 때문이다. 우리는 전자보다 후자의 영향이 더 컸던 것으로 판단하며, 인수 건이 중단에도 불구하고 지속적인 신제품 출시로 펀더멘탈 변화는 크지 않을 것으로 예상된다.

12개월 예상 PER 19배로 경쟁사 대비 저평가

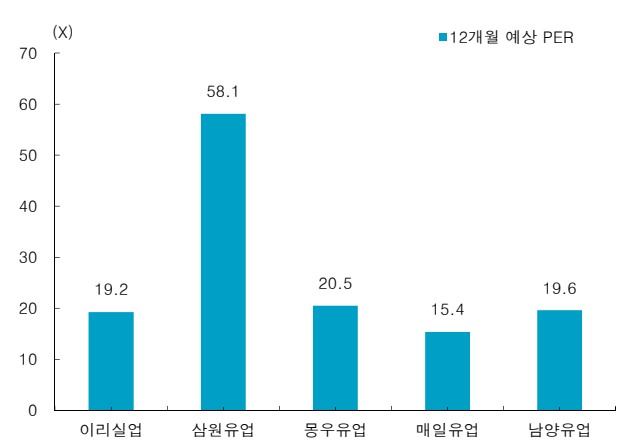
현재 12개월 예상 PER는 19.2배로 경쟁업체인 몽우유업(20.5배)과 삼원유업(58.1배)에 비해 낮다. 한국의 매일유업과 남양유업에 비해서도 밸류에이션이 크게 높지 않고, 중국 14억 인구의 소비시장과 성장률 등을 감안할 때 저평가 매력이 부각된다는 판단이다.

[그림 14] 중국의 주요 유제품 업체 주가 추이



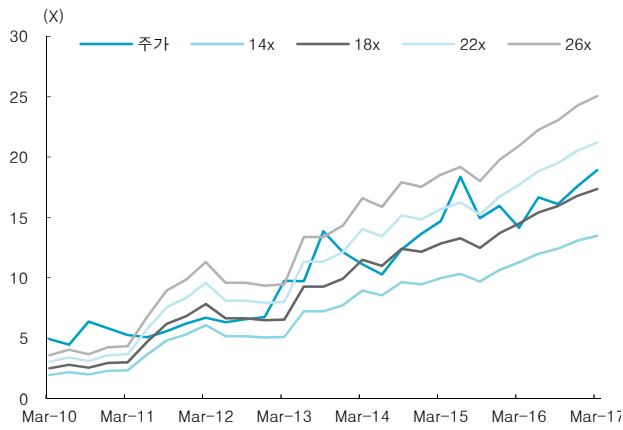
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 15] 중국과 한국의 주요 유제품 업체들의 12개월 예상 PER



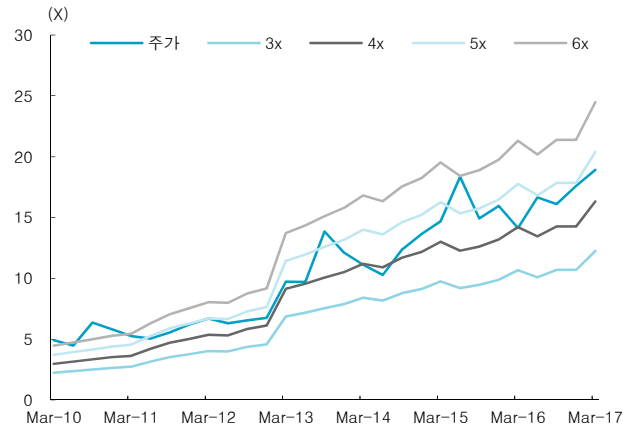
주: 2017년 5월 26일 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 16] 이리실업의 PER 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 17] 이리실업의 PBR 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 이리실업 실적 추이

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액(백만달러)	7,733.8	8,805.5	9,566.5	9,063.8	9,525.2
영업이익(백만달러)	405.8	720.1	796.6	774.8	905.8
세전이익(백만달러)	497.8	776.8	879.1	998.7	1,008.3
순이익(백만달러)	518.4	672.7	737.2	852.6	854.2
EBITDA(백만달러)	588.4	951.1	1,071.0	1,008.7	1,106.8
순차입금(백만달러)	(642.6)	(550.7)	(842.1)	(1,833.4)	(1,857.1)
영업이익률(%)	5.2	8.2	8.3	8.5	9.5
ROE(%)	27.2	23.8	24.0	26.3	22.8
배당수익률(%)	2.0	2.8	2.7	3.4	2.9
EPS(달러)	0.09	0.11	0.15	0.14	0.14
(EPS 증가율, %)	55.5	21.5	37.6	(7.1)	(0.0)
BPS(달러)	0.43	0.49	0.51	0.55	0.63
DPS(달러)	0.04	0.06	0.07	0.09	0.57
PER(x)	23.5	21.2	17.3	18.9	20.2
PBR(x)	5.0	4.7	5.0	4.6	4.5
EV/EBITDA(x)	21.0	14.4	14.0	14.1	14.0

주: 2017F는 Bloomberg 추정치
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

대진철로(601006.SH)

최설화(emily.cui@truefriend.com) ☎ 02-3276-6274

Stock Data

CSI300(5/26)	3,480.4
주가(5/26)	8.5
시가총액(백만위안)	125,773.1
발행주식수(백만주)	14,866.8
52 주 최고/ 최저가(위안)	8.6/5.9
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	328.7
유동주식비율(%)	29.6
주요주주(%) 타이웬 철도국	61.7
중국증권금융공사	2.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.3	17.8	43.4
상대주가(%p)	7.3	20.0	28.5

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	10.1	14.8	11.8
PBR(x)	1.4	1.2	1.3

고배당 대표주, 업황 바닥 통과

- 중국 경기 리플레이션과 함께 화물 운송 업황 바닥 통과
- 운임가격과 물량의 동반 성장으로 2017년 실적 뚜렷하게 개선될 전망
- 50%의 배당성향, 건전한 재무구조 및 실적 개선은 저평가 해소의 기회로 작용

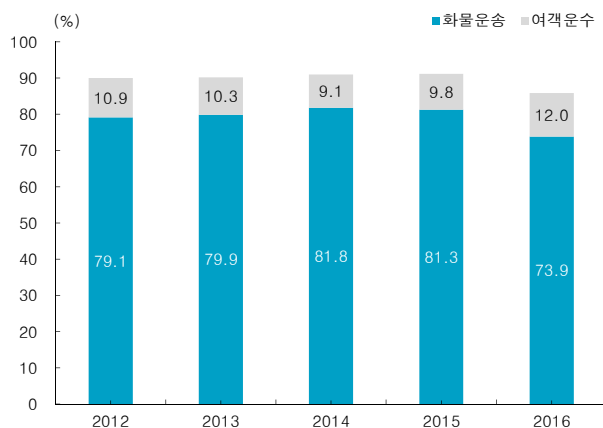
1. 기업 소개: 석탄 철도운송업계 1위의 국영기업

대진철로(大秦鐵路, Daqin Railway)는 화물 및 여객 운송과 노선 관리를 주업으로 하는 중국 철도 서비스업계 1위 기업이다. 중국 내 최대 석탄 생산지인 산시(山西), 산시(陝西), 내몽고(內蒙古)의 석탄을 중부와 연해도시에 운송하고 있다. 주요 고객은 중서부지역의 대형 석탄기업, 5개 전력발전그룹, 10대 철강회사 등이다. 2004년 산시성(山西省)에서 설립됐고, 2006년 8월에 상하이증권거래소에 상장했으며 국영기업인 중국철도공사의 지부인 산시성 타이웬(太原) 철도국이 61.7%의 지분을 보유한 최대 주주다.

2016년 매출 비중은 화물운송이 74%로 절대적이고, 여객운수와 기타 철도관리 사업이 각각 12%, 14%다. 화물운송은 주로 석탄, 코크스, 철강, 철광석 등을 운송하는데 매출의 80% 이상이 석탄에서 발생한다. 다만 중국의 경기 둔화, 구조조정 등으로 화물운송 사업의 부진이 지속돼 매출 비중도 2012년의 79% 수준에서 하락했다.

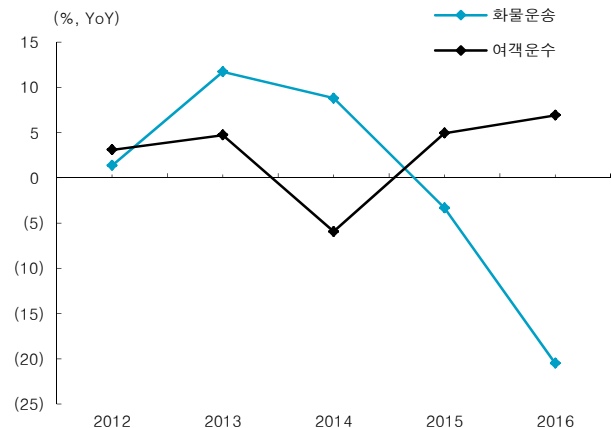
현재 동사는 9개의 간선철로와 9개의 지선철로를 관리하고 있다. 대표적인 철로는 대진(大秦)철로로 중국 최대 석탄산지인 다통(大同)과 허베이성 항구인 친황다오(秦皇島)를 잇는 653km의 최장 화물철도 노선이다. 지난 2013년에는 화물운송량이 4.5억톤으로 세계 1위를 기록하기도 했다.

[그림 1] 대진철로의 화물운송과 여객운수 매출 비중



자료: 대진철로, 한국투자증권

[그림 2] 화물운송과 여객운수 매출 증가율 추이



자료: 대진철로, 한국투자증권

2. 투자포인트

1) 업황 개선에 따른 가격 상승과 물량 증가

경기 리플레이션으로 운임
가격 정상화, 11% 인상

중국 경기가 정부의 강력한 구조조정과 수요 진작책에 힘입어 2016년 하반기부터 본격적으로 턴어라운드 하면서 대진철로는 올해 3월 화물운송 운임을 정상화했다. 지난 3월 24일 화물 운송 운임을 작년 2월의 0.088위안/톤km에서 0.098위안/톤km으로 0.01위안/톤km 인상했다. 인상률이 11.4%에 달해 올해 실적 개선으로 이어질 전망이다. 또한 현재 규정상 대진철도는 정부가 정한 기본 운임 가격에서 자체 판단에 따라 추가로 10% 정도 인상할 수 있다.

운송량 꾸준히 증가,
올해 운송량은 작년대비 18%
증가한 4.1억톤 예상

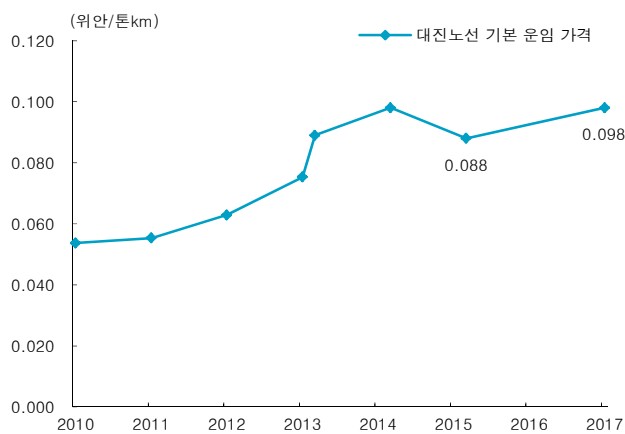
운송량도 늘어나고 있다. 경기 리플레이션과 원자재 가격 상승으로 올해 4월 동사의 화물 운송량은 전년동기대비 32% 늘어나며 높은 성장세를 유지하고 있다. 하반기 이후 작년의 높은 기저와 경기 둔화로 수요가 줄어들 수 있으나 감소 폭은 크지 않을 것으로 예상된다. 글로벌 경기가 개선되는 가운데 주요 고객인 화력 발전소와 철강 기업들의 생산이 꾸준히 늘어나고 있기 때문이다. 한편 정책적으로 환경 오염을 방지하기 위해 석탄의 도로 운송을 금지하고 요금을 인상한 점도 철로 운송에 반사이익을 안겨주었다.

우리는 올해 대진철로의 운송량이 약 4.14억톤으로 작년 3.5억톤에 비해 18% 늘어날 것으로 예상된다. 또한 과거 경험으로 보면 운송량은 상반기에는 변동성이 크나 하반기에는 일정한 수준을 유지하는 특성이 있어 올해 하반기 운송량이 급격하게 감소할 가능성은 높지 않다.

가격과 물량의 증가로 올해
연간 실적은 양호할 전망

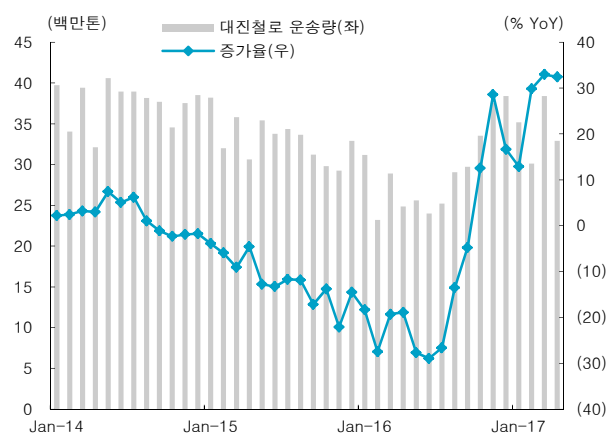
결론적으로 올해의 가격 상승과 물량 증가는 동사의 실적 개선을 견인할 전망이다. 다만 하반기에 갈수록 중국 경기의 둔화 속도에 따라 운송 수요의 변동성이 커질 수 있어 추가적인 모니터링이 필요하다.

[그림 3] 대진철로의 기본 운임 추이



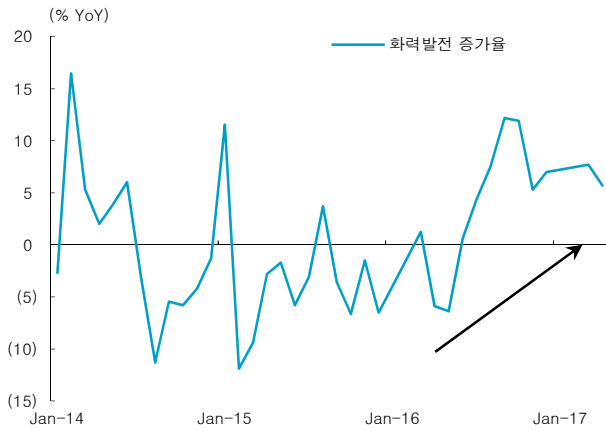
자료: 대진철로, 한국투자증권

[그림 4] 대진철로의 운송량 및 증가율 추이



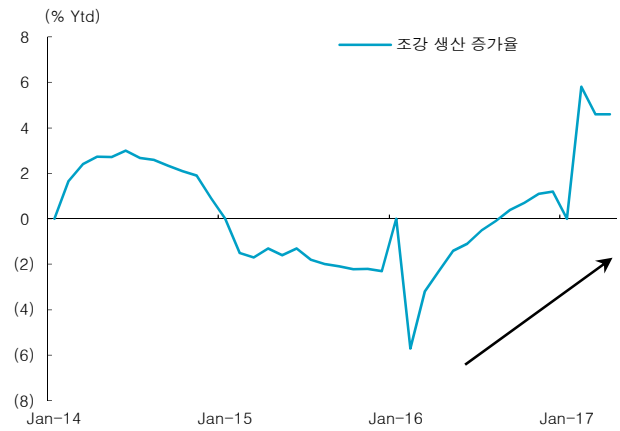
자료: 대진철로, 한국투자증권

[그림 5] 중국의 화력발전 증가율 추이



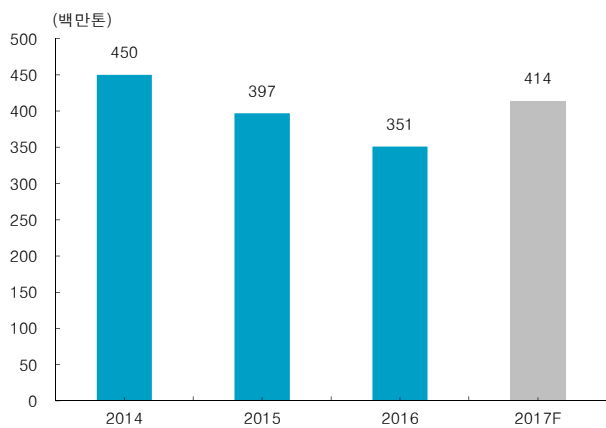
주: 2017년은 1분기 기준
자료: 대진철로, 한국투자증권

[그림 6] 중국의 조강 생산량 증가율 추이



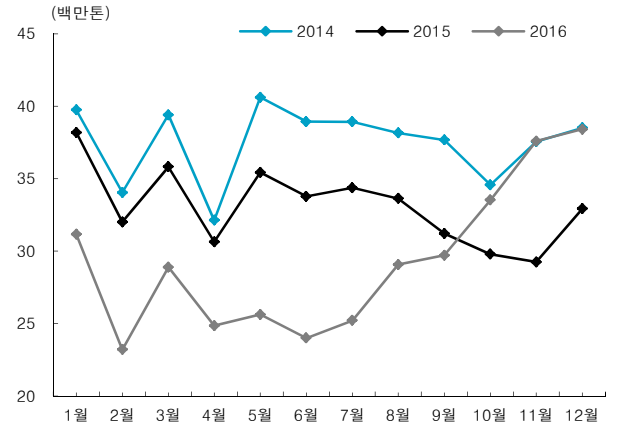
자료: 대진철로, 한국투자증권

[그림 7] 대진철로의 화물 운송량 추이 및 전망



주: 2017년 전망치는 2014~2016년 과거 데이터 기준으로 추산
자료: 대진철로, 한국투자증권

[그림 8] 2014~2016년 대진철로의 월별 화물 운송량 추이



자료: 대진철로, 한국투자증권

2) 중국의 대표적인 고배당주

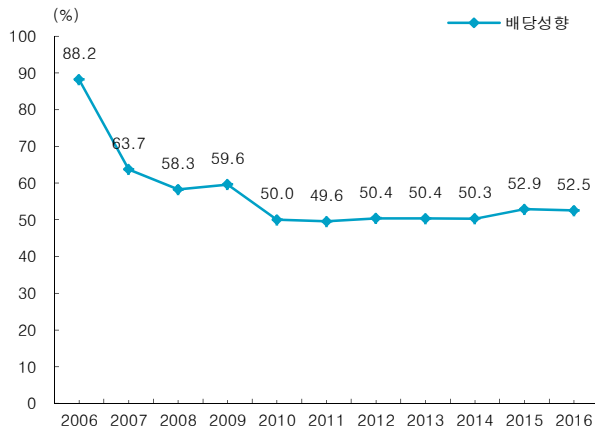
상장 이후 배당성향 50%대 유지

대진철로는 중국에서 대표적인 고배당주로 손 꼽힌다. 2014년부터 중국의 시크리컬 산업 경기가 부진하고 원자재 가격이 하락해 업황이 부진했음에도 불구하고, 국영기업으로 정부가 고배당 정책을 실시하면서 2006년 상장 이후 배당성향이 50% 수준을 유지했다. 따라서 배당수익률도 2010년 이후에는 평균 4~5% 수준을 이어갔다. 2016년 배당수익률은 약 3.5%로 하락했으나 같은 기간 상해A주의 평균 배당수익률이 2%임을 감안하면 여전히 높은 편이다.

재무건전성, 영업현금흐름도 점진적인 개선세

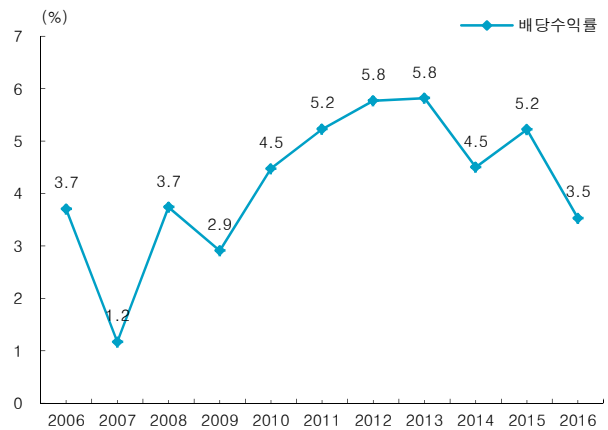
재무구조 역시 건전하다. 국영기업임에도 불구하고 상장 이후 부채비율이 평균 41%로 낮다. 2016년에 업황 부진으로 부채비율이 소폭 높아졌으나 2017년 1분기에 하락하며 적절하게 통제되고 있다. 업황 개선과 더불어 영업현금흐름도 2016년 1분기를 저점으로 개선 추세다. 앞서 기술했듯이 중국 경기의 리플레이션, 기타 노선의 운행 중단 등으로 향후 영업현금흐름이 개선될 것으로 보여 배당성향이 다시 상승할 가능성이 높다.

[그림 9] 대진철로의 배당성향 추이



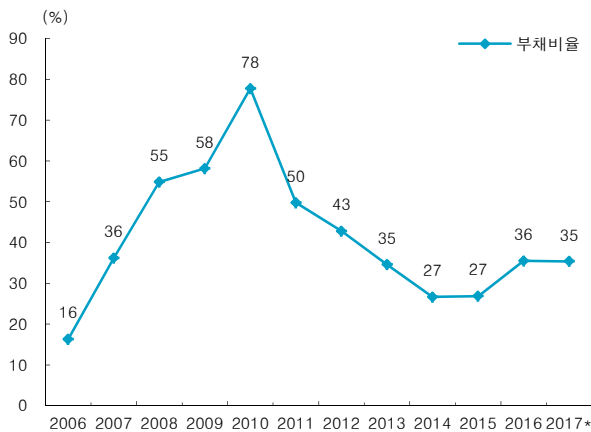
자료: 대진철로, 한국투자증권

[그림 10] 대진철로의 배당수익률 추이



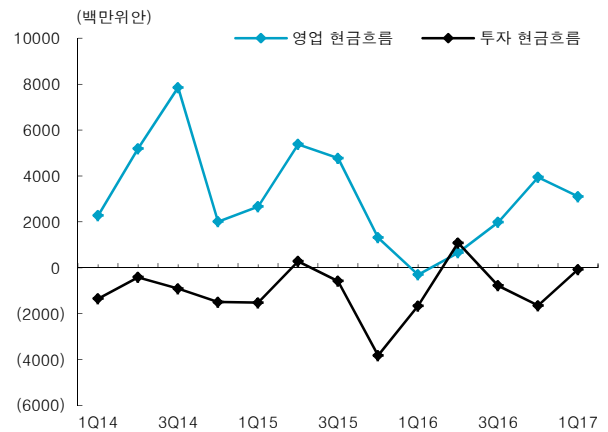
주: 배당수익률=주당배당금/당해 연말 종가
자료: 대진철로, 한국투자증권

[그림 11] 대진철로의 부채비율 추이



주: 2017년은 1분기 기준
자료: 대진철로, 한국투자증권

[그림 12] 대진철로의 현금 흐름 추이



자료: 대진철로, 한국투자증권

3. 실적 추이

업황 부진으로 2016년 매출과 순이익 각각 15%, 43% 급감

2016년 매출액은 446억 위안으로 전년대비 15.1%, 순이익은 71.7억 위안으로 43.3% 하락했다. 경기 둔화로 화물 운송량이 2015년 대비 12% 감소하고 운임도 10% 하락했기 때문이다. 업황 부진으로 매출총이익률은 2015년의 29.6%에서 17.2%로 급락했고 자기자본 이익률(ROE)도 크게 하락했다.

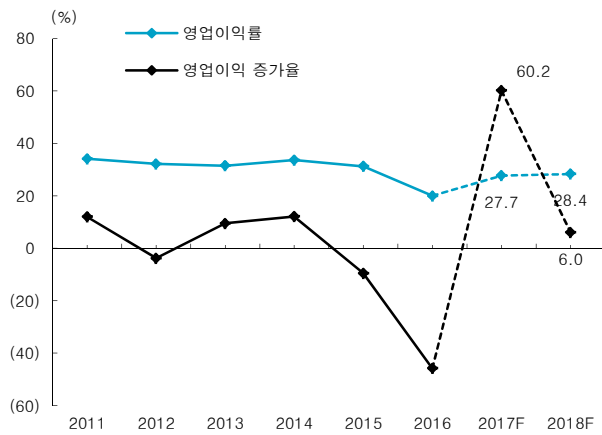
작년 하반기부터 실적 개선, 올해 1분기 순이익 54% 급증

그러나 작년 하반기부터 업황이 점차 개선돼 올해 1분기 매출액은 124.5억 위안으로 전년 동기대비 12.0% 증가했고, 순이익은 31.6억 위안으로 53.9% 급증하며 실적이 시장 컨센서스를 상회했다. 4월까지의 운송량도 전년동기대비 26% 증가하며 견조한 흐름을 보였다.

가격상승과 물량 성장으로 2017년 순이익 57% 증가 예상

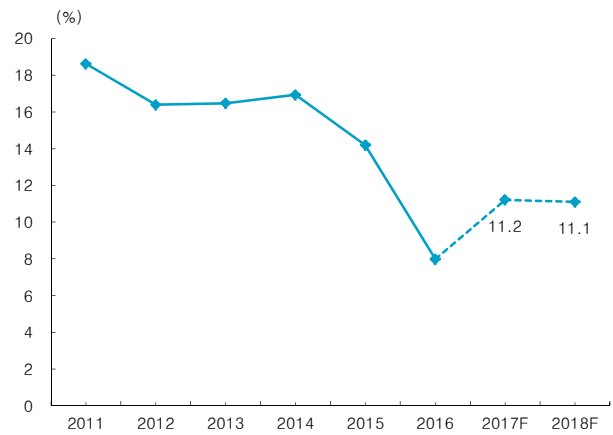
가격 상승과 물량의 동반 증가로 2017년 매출액과 순이익은 각각 514.7억 위안(+15.3% YoY), 112.2억 위안(+56.5% YoY)을 기록할 전망이다. 하반기 경기 둔화 속도를 모니터링할 필요가 있지만 글로벌 경기 리플레이션으로 실적이 급격하게 악화될 가능성은 크지 않다. 또한 예상보다 운송 수요가 많을 경우 추가적으로 가격을 10% 내외 인상할 수 있다는 점도 긍정적이다.

[그림 13] 대진철로의 영업이익률 및 영업이익 증가율 추이



주: 2017 년과 2018 년은 Wind 추정치 기준
자료: 대진철로, 한국투자증권

[그림 14] 대진철로의 자기자본이익률(ROE) 추이



주: 2017 년과 2018 년은 Wind 추정치 기준
자료: 대진철로, 한국투자증권

4. Peer 기업 비교 및 주가 추이

수익성과 밸류에이션 지표 경쟁사 대비 저평가

대진철도와 직접적인 비교가 가능한 기업은 많지 않다. 광심철도(广深铁路)는 광주와 심천 사이의 여객 운수를 중심으로 하는 철로 기업이고, 철용물류(铁龙物流)는 매출의 60%가 가공무역으로 철로 운송의 매출 비중이 20%에 불과하기 때문이다. 기타 해외 철로기업들도 각국의 특성으로 인해 직접적으로 비교하기 어려우나, ROE와 PBR 등 주요 밸류에이션 지표만 비교해도 동사가 저평가된 상태다.

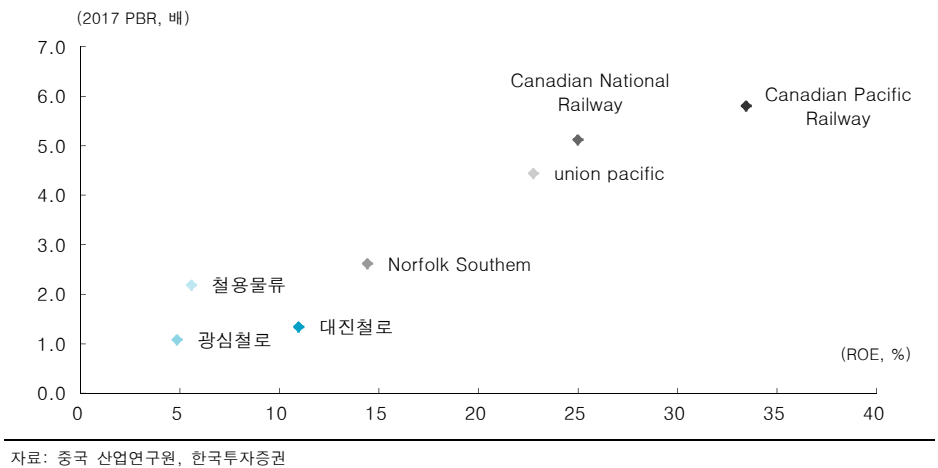
업황 개선으로 주가 지난 1년간 43% 급등, 시장과 경쟁사 대비 초과수익

5월 26일 대진철로의 주가는 8.5위안으로 지난 1년 동안 43.4% 상승했다. 이 같은 수익률은 같은 기간 CSI300 지수 상승률인 13.6%를 크게 상회할뿐만 아니라 Peer 기업인 광심철로의 상승률보다 높다. 경기 리플레이션, 원자재 가격 상승 및 기업들의 재고비축에 따른 운송량 증가, 가격 상승 등의요인들이 복합적으로 작용한 결과로 판단된다. 올해에 들어서도 주가가 견조한 운송 지표에 힘입어 연초대비 19.5% 상승해 동기간 시장(CSI300 지수) 상승률 5.1%를 상회했다.

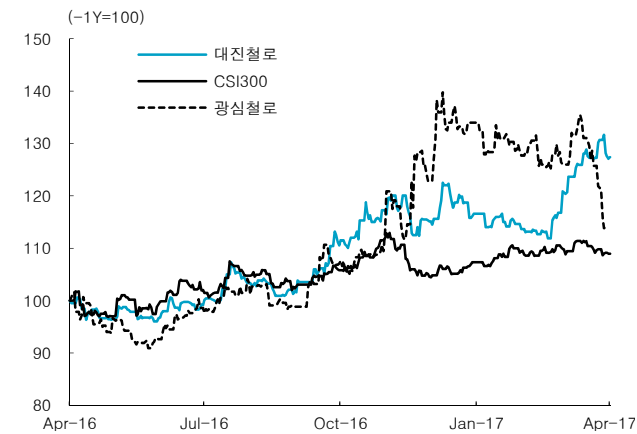
12개월 예상 PER 12배로 시장과 비슷, 밸류에이션 리레이팅의 기회 부각

주가의 강세에 힘입어 현재 12개월 예상 PER는 12배다. 2014년 이후의 평균 예상 PER 10배에 비해서는 높으나, Peer 기업인 광심철도의 22배에 비해서는 여전히 저평가되어 있다. 뿐만 아니라 CSI300지수의 12개월 예상 PER 12배과 비슷하다. 업황 턴어라운드, 가격 상승과 물량의 동반 증가, 마진율 개선 등은 밸류에이션 리레이팅 요인으로 작용할 전망이다.

[그림 15] 대진철도와 글로벌 운수기업의 밸류에이션 비교



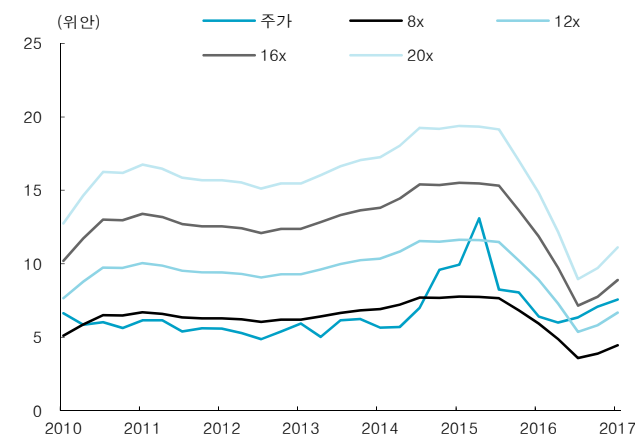
[그림 16] 대진철로와 시장, 광심철로(Peer 기업) 주가 흐름



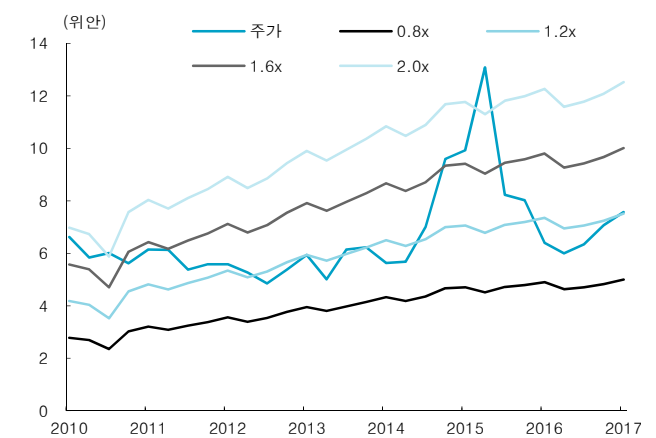
[그림 17] 후강통 개통이후 대진철로의 주가 흐름



[그림 18] 대진철로의 PER 추이



[그림 19] 대진철로의 PBR 추이



<표 1> 대진철로의 실적 추이

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액(백만달러)	8,102.7	8,724.3	8,328.9	6,692.0	7,399.9
영업이익(백만달러)	2,304.2	2,612.6	2,316.8	1,019.4	1,799.8
세전이익(백만달러)	2,614.1	2,932.8	2,603.0	1,323.4	1,942.2
순이익(백만달러)	2,064.4	2,302.3	2,012.9	1,079.5	1,572.5
EBITDA(백만달러)	3,088.3	3,413.0	3,134.0	1,807.6	2,438.4
순차입금(백만달러)	723.6	328.2	213.8	939.3	(340.1)
영업이익률(%)	28.4	29.9	27.8	15.2	24.3
ROE(%)	17.2	17.3	14.4	8.0	11.2
배당수익률(%)	5.8	4.5	5.2	3.5	4.3
EPS(달러)	0.14	0.15	0.14	0.07	0.10
(EPS 증가율, %)	10.4	11.5	(12.3)	(46.6)	43.9
BPS(달러)	0.86	0.94	0.92	0.87	0.94
DPS(달러)	0.07	0.08	0.07	0.04	0.36
PER(x)	8.7	11.2	10.1	14.8	11.8
PBR(x)	1.4	1.8	1.4	1.2	1.3
EV/EBITDA(x)	6.0	7.7	6.7	9.5	7.2

주: 2017F는 Bloomberg 추정치
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

중국평안보험(601318.SH/2318.HK)

최설화(emily.cui@truefriend.com) ☎ 02-3276-6274

Stock Data

CSI300(5/26)	3,480.4
주가(5/26)	45.2
시가총액(백만원)	817,130.4
발행주식수(백만주)	10,832.7
52 주 최고/ 최저가(위안)	45.5/31
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,005.2
유동주식비율(%)	75.8
주요주주(%)	심천시투자홀딩스 8.89
	화하인수보험그룹 7.28

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	20.4	22.8	45.2
상대주가(%p)	19.4	25.0	30.3

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	12.1	9.9	11.9
PBR(x)	2.0	1.7	1.9

2016년 순이익에서 보험, 은행, 투자의 기여도 각각 48.2%, 30.6%, 6.3%

2015년부터 핀테크 사업 본격화되면서 이익 기여도 상승

혁신은 성장의 힘

- 중국의 대형 종합금융회사, 성장성 뿐만 아니라 수익성도 업계 1위
- 중국 보장성 보험 본격화 시기 진입, EV 평가제도 변경에 따른 보험사들의 내재가치 상승
- 혁신은 나의 힘: 핀테크의 이익 기여도 상승

1. 기업 소개: 종합금융 그룹사로 중국 top 4 보험사 중 하나

중국 평안보험은 보험, 은행, 투자 등 종합금융 서비스를 제공하는 그룹으로 총자산이 5.6조 위안(약 896조 원), 총자본은 4,865억 위안(약 77.8조 원)에 달한다. 중국의 4대 보험사 중 하나로 시장점유율은 생명보험 2위, 손해보험 2위, 양로보험은 1위다. 무엇보다 모든 금융사 중에서 패러다임 변화에 가장 창의적, 혁신적이며 선도하는 모습을 보이고 있다는 것이 차별화되는 점이다. 홍콩 주식시장에는 2004년 6월에 상장했고, 상하이 주식시장에는 2007년 3월에 상장했다.

2016년 순이익 기준으로 보험, 은행, 투자(신탁+증권)의 기여도는 각각 48.2%, 30.6%, 6.3%다. 과거에 비해 은행의 이익 기여도가 하락한 반면 핀테크 등 기타 사업의 이익 기여도는 2013년 1.1%에서 14.9%로 상승했다.

1) 보험: 2016년 평안생명보험의 수입보험료는 3,553억 위안으로 전년동기대비 25.3% 증가했고 보험대리인수도 110만 명을 넘어 사상 최고치를 기록했다. 신계약가치도 전년 대비 32.2% 증가하며 두 자릿수의 고성장을 이어갔다. 그러나 손해율이 2015년 94.3%에서 95.9%로 상승해 순이익 기여도는 2015년 대비 낮아졌다.

2) 은행: 평안은행은 중국의 2위권 은행으로 12개 주식상업은행 중 하나다. 2012년 선전발전은행과 합병해 2012년에 재상장했고, 2016년 순이익은 226억 위안, 그룹 전체의 순이익 기여도는 30.6%에 달한다. 2016년 강도 높은 부실채권 정리로 NPL 비율이 2015년 1.45%에서 1.74%로 상승했으나, 업계 평균과 비슷한 수준이다.

3) 투자: 평안신탁과 평안증권 2개 금융기관을 보유하고 있다. 2016년 평안증권의 순이익은 22.2억 위안으로 업황이 부진함에도 비교적 선방해 업계 내 랭킹이 2015년 24위에서 15위로 상승했다. 평안신탁의 자산관리 규모는 20.5억 위안으로 사상 최고치를 기록했다.

4) 핀테크: 중국의 가장 큰 P2P 플랫폼인 육금소(陆金所)의 2016년 거래규모는 5.7조 위안으로 2015년 1.5조위안 대비 276% 급증했다. 유효사용자수도 740만 명으로 전년 대비 104% 증가하며 빠른 성장세를 보였다. 한편 온라인 의료서비스 제공 App인 평안좋은의사(平安好医生)는 출시 1년 만에 등록사용자수가 1.3억 명, 월 유효사용자수가 2,625만 명에 달하며 빠른 성장세를 시현했으며, App 가치도 30억 달러에 달하는 것으로 추산된다.

<표 1> 중국평안보험그룹: 매출액과 순이익의 breakdown

(단위: 백만원, %)

		매출액	매출비중	순이익	이익 비중
보험업	생명보험	388,080	48.0	22,596	31.2
	손해보험	169,305	20.9	12,315	17.0
은행업		164,585	20.4	22,156	30.6
투자업	신탁업	5,695	0.7	2,322	3.2
	증권업	8,850	1.1	2,215	3.1
기타		71,718	8.9	10,764	14.9
차감항목		(33,745)	-	(9,974)	-
전체		774,488	100.0	62,394	100.0

주: FY2016 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

2. 투자포인트

1) 중국 보험시장 구조적 변화의 수혜

성장성과 수익성, 경쟁사들
 상회

중국 평안보험은 타사에 비해 다원화된 제품 mix에 힘입어 수입보험료가 2013년부터 2016년까지 두 자릿수 증가율을 유지했고, 수익성 역시 업계 최고 수준이다. 2016년 평안보험의 ROE는 17.4%로 최근 몇 년간 업계 최고 수준이며 손보사의 합산비율, 해지율 등 수익성 지표도 양호하다.

중국 보험시장의 구조 변화:
 보장성 보험시장 확대

중국 보험시장은 변액보험에 대한 규제 강화와 더불어 보장성 보험의 비중이 상승하는 추세다. 게다가 소득 증가로 보험에 대한 인지도가 상승하고, 노령화 진전으로 노후에 대한 불안감이 커진 점도 보장성 보험시장의 빠른 성장 배경으로 작용했다. 2016년 수입보험료 가운데 보장성 보험의 비중은 47%로 2011년 11%에서 빠르게 상승한 반면 변액보험 등 투자형 보험의 비중은 2011년 88%에서 53%로 하락했다.

중국 보험시장의 구조 변화:
 내재가치 평가제도 개선과
 더불어 신계약가치 급증

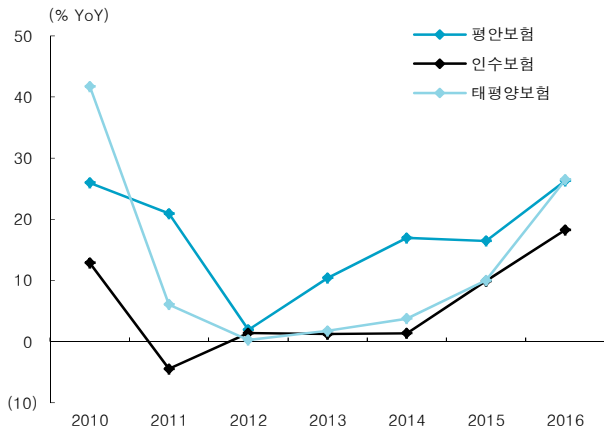
또한 감독당국은 2016년 11월 보험사의 내재가치(EV) 평가방법을 조정했다. 새로운 평가 방법에서는 보장성 보험의 기여도가 높아져 보장성 보험의 구조가 양호한 대형 보험사들의 내재가치가 급증했다. 중국인수보험, 평안보험, 태평양보험, 신화보험의 2016년 내재가치는 6,521억 위안, 6,277억 위안, 2,459억 위안, 1,295억 위안으로 2015년 대비 각각 4.2%, 24.8%, 13.9%, 17.0% 증가했다. 뿐만 아니라 올해 1분기 전속 대리인들의 인당 계약규모가 커지며 신계약가치도 전년동기대비 60% 증가해 2016년의 49%를 상회했다.

<표 2> 중국 top 4 보험사의 EV 비교

	중국평안보험		중국인수보험		신화보험		태평양보험	
	2016	성장률(YoY)	2016	성장률(YoY)	2016	성장률(YoY)	2016	성장률(YoY)
EV(십억위안)	627.7	24.8	652.1	4.2	129.5	17	245.9	13.9
신계약가치(십억위안)	50.8	49.1	49.3	54.5	10.5	36.4	19.0	56.5
신계약마진(%)	37		24		23		34	

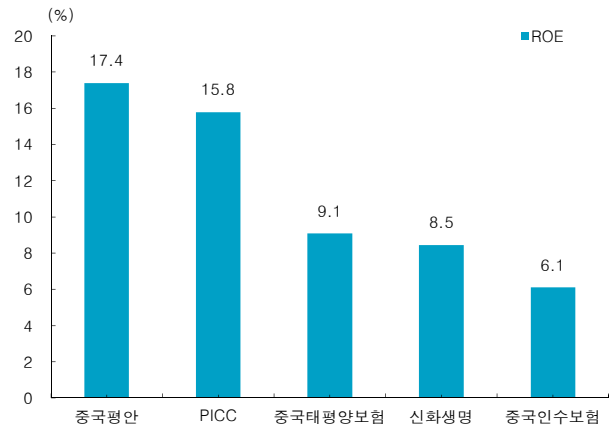
자료: 해통증권, 한국투자증권

[그림 1] 중국 top3 생명보험사의 수입보험료 증가율 추이



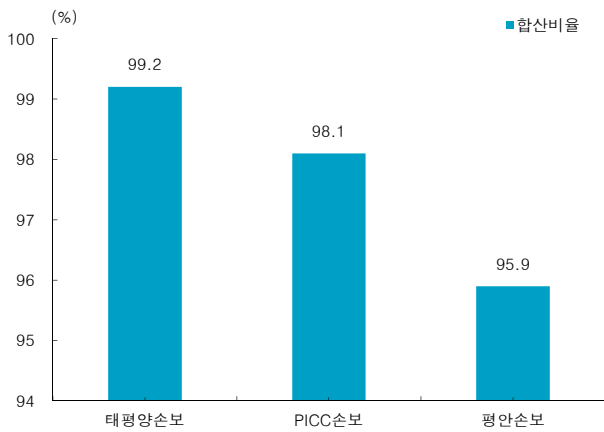
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 중국 대형 보험사의 ROE 비교(2016년)



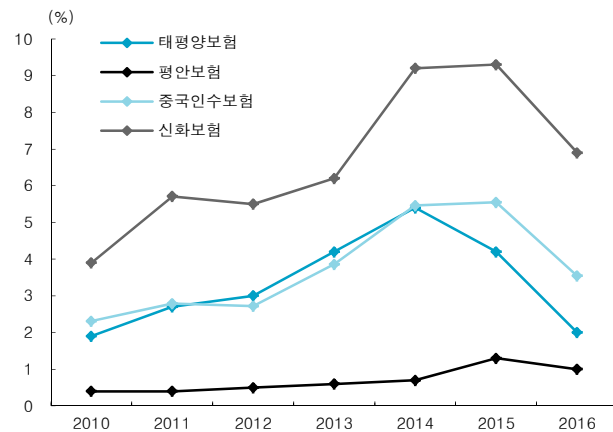
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 중국 Top3 손해보험사들의 합산비율 비교



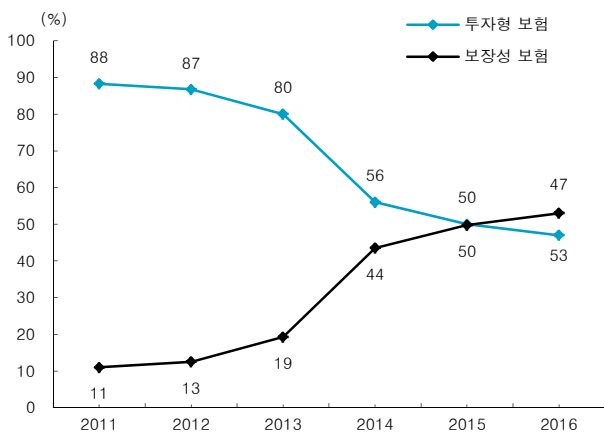
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 중국 top 4 보험사의 보험 해지율 추이



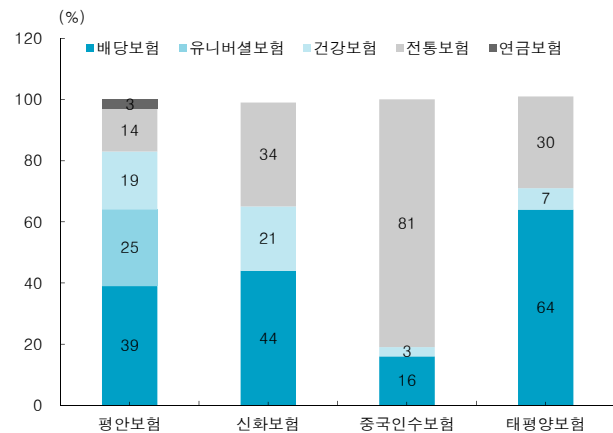
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 5] 중국 보험시장에서 투자형보험과 보장형 보험의 비중 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 6] 중국 top 4 보험사의 상품 구조 (2016년)



자료: Wind, 한국투자증권

2) 금융시장 혁신의 최선두에서 달리다

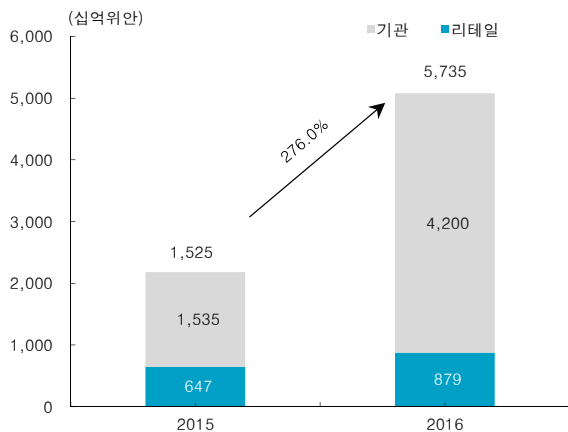
새로운 성장동력 핀테크:
보험, 자동차, 주택, 건강 등
일체화 서비스 제공

금융 혁신은 동사가 중국의 타 금융기관과 차별화되는 점이다. 동사는 핀테크 분야에서 ▲ P2P 채널인 육금소(陆金所, Lufax: 2017년 하반기 홀딩스 상장 예정), ▲ 2013년 11월 알리바바, 텐센트와 합작 설립한 온라인 보험사-중안보험(Zhong An Online Insurance) ▲ 부동산전문 온라인 매매 플랫폼인 평안호방(平安好房), ▲ 중고자동차 전문 온라인 매매 플랫폼인 평안호차(平安好车), ▲ 2014년 상반기 출시한 중소기업 융자 지원 플랫폼 ‘청e플랫폼’(橙e平台), ▲ 2015년 4월 출시한 건강관리 앱 ‘평안좋은의사’(平安好医生) 등을 보유하고 있다.

2015년부터 본격화되며 이익
기여도 상승

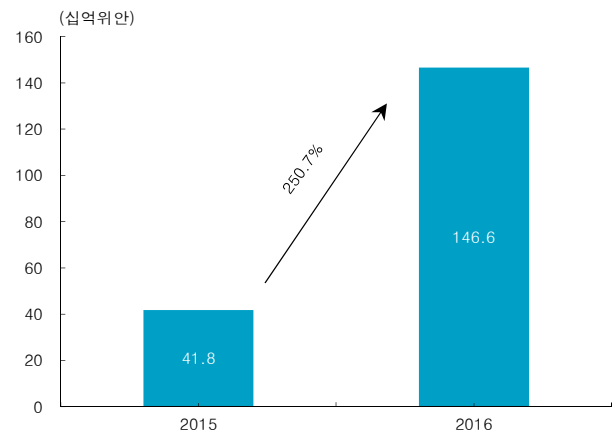
핀테크 사업은 2015년부터 빠르게 성장하기 시작했다. 대표적인 핀테크 플랫폼인 육금소(P2P)의 2016년 거래규모는 5.7조 위안으로 전년대비 276% 증가했고, 대출잔액은 1,466억 위안으로 251% 급성장했다. 핀테크사업이 포함된 기타 사업의 순이익은 105.6억 위안으로 전년대비 94% 증가했고 그룹 전체 순이익 기여도가 15%까지 상승했다. 향후 핀테크 사업 선점효과, 다양한 플랫폼 간의 시너지 효과 등을 통해 실적이 더욱 개선될 것으로 예상되며, 이는 동사를 한 단계 level up시키는 동력이 될 것이다.

[그림 7] 육금소(陆金所)의 P2P 온라인 대출 거래 규모



자료: 평안보험, 한국투자증권

[그림 8] 보혜(普惠) 미소금융의 대출잔고 추이



자료: 평안보험, 한국투자증권

3. 실적 추이

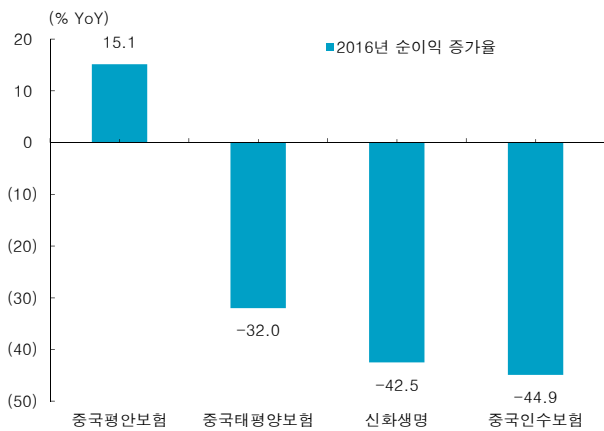
2016년 대형 보험사 중
유일하게 순이익 증가율
플러스 시현

2016년 평안보험의 순이익은 623.9억 위안으로 전년대비 15.1% 증가했다. 중국 4대 보험사 중 유일하게 순이익 증가율이 플러스를 기록한 것이다. 다원화된 상품 구조와 보혜 미소금융 플랫폼 구조조정에 따른 순이익 발생(95억 위안)이 실적 개선에 기여했다. 2016년 투자수익률도 5.3%로 경쟁사 대비 높아 경영 효율성이 양호한 것으로 나타나고 있다.

2017년 양호한 순이익 달성
예상, 단 증가율은 소폭 둔화

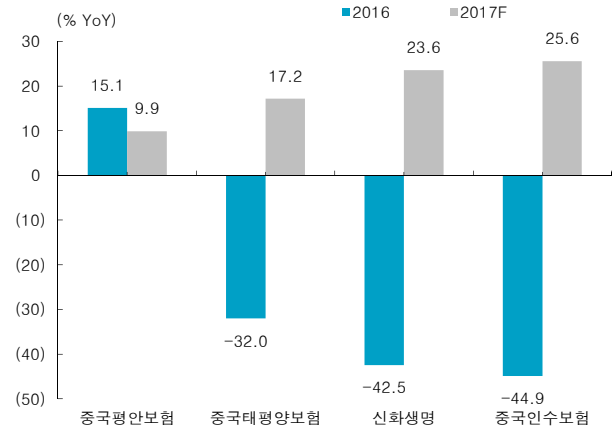
2017년 1분기 순이익은 230억 위안으로 전년동기대비 292% 급증했다. 전속 대리인들의 생산성 향상, 생명보험 신규계약가치 증가(+60% YoY) 등이 실적 개선에 크게 기여했다. 같은 기간 신화생명보험은 장기 보장성 보험의 판매비중 상승으로 순이익이 전년동기대비 1,078배 급증했지만, 중국인수보험은 9.8% 증가하는데 그쳤다. 2017년 동사의 순이익은 9.9% 증가할 전망이다. 2016년에 비해 증가율이 둔화되나 안정적인 실적 성장은 지속된다. 한편 경쟁사의 2017년 순이익은 2016년의 낮은 기저로 인해 두 자릿수 성장이 예상된다.

[그림 9] 중국 top4 보험사의 순이익 증가율 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] 중국 top4 보험사의 순이익 증가율 비교(2016 vs 2017F)



주: 2017년 전망치는 Bloomberg 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

4. 주가 추이

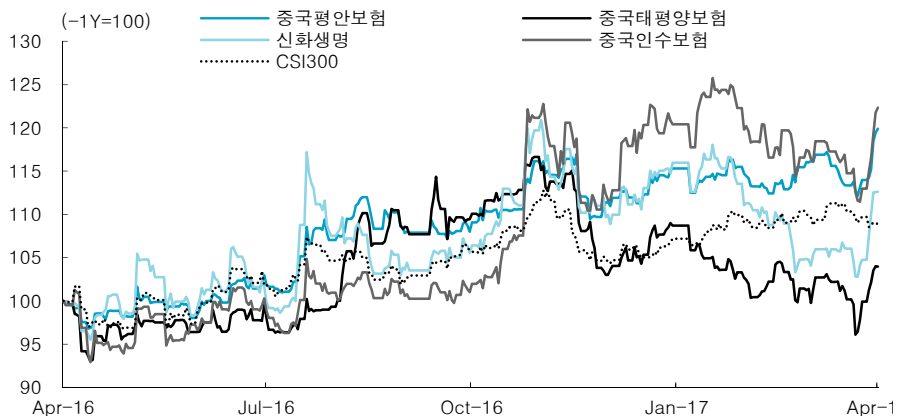
1년 주가 상승률 20%로
시장(8.8%) 상회

중국 보험산업의 2.0시대에 보험사들의 내재가치(EV) 성장에 대한 기대감으로 올해 중국 본토시장에서 보험업 주가는 시장의 약세에도 불구하고 모두 상승했다. 최근 1년 동안 평안보험의 주가는 45% 상승해 시장(CSI300) 상승률 14% 대비 31%p 아웃퍼폼했다. 특히 올해에는 시중금리 상승으로 이차수익이 늘어날 것으로 예상되면서 주가 상승의 기운이 더욱 가팔라졌다.

주가 급등에도 불구하고
저평가 매력 여전,
A주보다 H가 가격 매력

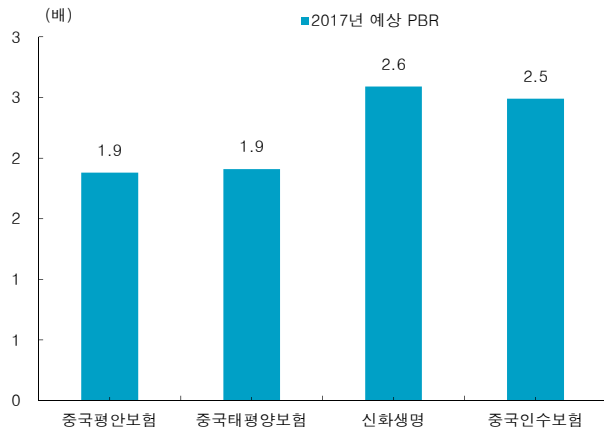
2017년 예상 PBR는 1.9배로 경쟁사 대비 여전히 저평가되어 있다. 보험산업의 구조적인 변화와 금리 상승, 경쟁사 대비 높은 경영효율성과 핀테크 사업의 빠른 성장 등은 향후 견조한 실적을 견인해 추가적인 주가 상승이 예상된다. 한편 동사의 A주가 H주에 비해 비싸 H주의 상승폭이 A주보다 클 것이다.

[그림 11] Top 4 보험사와 CSI300 지수의 주가 추이



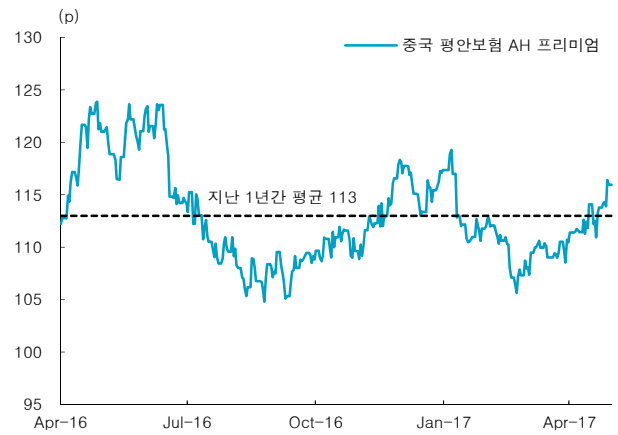
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 12] 중국 top4 보험사의 2017년 예상 PBR 비교



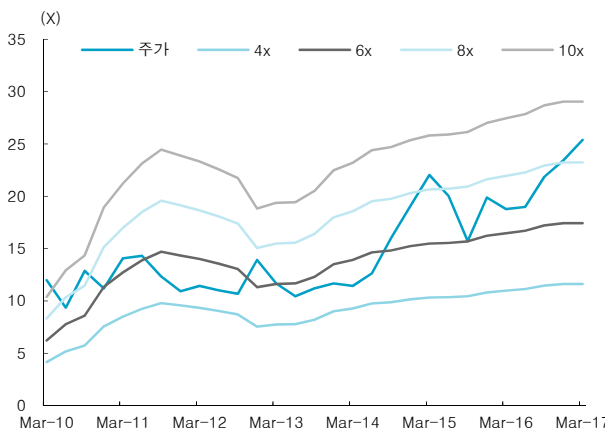
주: Bloomberg 전망치 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 13] 중국평안보험의 A주와 H주의 프리미엄지수*



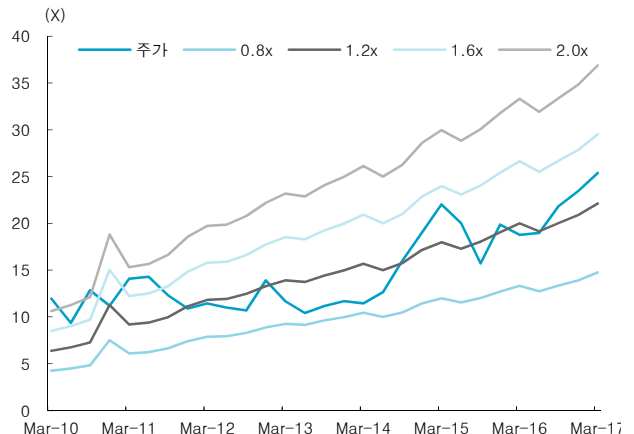
주: AH 프리미엄 지수 = 평안보험의 A주 주가/H주 주가
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 14] 평안보험의 PER 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 15] 평안보험의 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 중국평안보험 손익계산서

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
영업수익	69,556.2	85,402.1	106,755.9	111,433.3	125,276.0
원수보험료	44,428.4	52,596.5	59,445.8	67,559.6	82,848.7
경과보험료	40,955.0	48,623.1	55,563.8	64,994.6	77,207.9
순경과보험료	39,664.1	46,531.0	53,876.3	63,540.3	75,010.7
수입재보험료	1,087.2	1,283.1	1,408.8	914.1	1,141.1
기타수익	19,626.5	26,061.2	30,692.8	30,425.2	32,734.4
투자수익	9,178.4	11,526.9	20,778.0	16,553.8	16,389.8
영업비용	61,923.3	75,355.2	92,370.3	97,849.5	110,202.2
지급보험금	32,696.1	36,790.2	44,584.5	46,734.2	-
신계약비	4,192.7	5,630.0	7,799.2	11,331.1	-
판관비	13,499.9	16,526.3	20,813.9	20,288.1	24,133.0
기타비용	11,534.7	16,408.7	19,172.7	19,496.0	-
세전이익	7,633.0	10,046.9	14,385.6	13,583.9	15,073.8
당기순이익	5,947.0	7,723.0	10,037.4	10,412.3	11,616.8
지배주주귀속순이익	4,649.1	6,329.0	8,347.3	8,977.2	10,015.7

주: 2017F는 Factset 추정치
자료: Factset, 한국투자증권

〈표 4〉 중국평안보험 재무재표

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
자산	554,888.3	645,472.4	733,834.5	802,404.8	908,720.6
현예금	58,345.5	64,207.9	67,656.4	80,737.3	-
지급준비금	39,161.2	50,551.0	46,152.1	45,877.6	-
채권	240,204.2	259,215.6	294,428.1	310,247.1	-
주식	25,936.6	38,943.5	57,118.4	61,423.5	-
파생상품	561.8	694.6	1,273.9	1,271.3	-
대출	142,304.1	169,812.0	191,787.1	209,818.9	-
출자금	1,994.9	2,078.3	4,136.1	7,043.6	-
부동산	3,015.6	2,766.6	3,823.4	5,261.4	-
기타 자산	43,364.3	57,202.9	67,458.9	80,724.0	-
특별계정자산	6,539.6	7,613.4	8,314.0	6,300.5	-
부채	515,305.8	588,462.1	670,144.6	732,412.8	827,951.4
보험계약준비금	170,118.9	194,454.3	218,673.5	233,873.1	-
특별계정부채	6,333.2	6,176.1	6,574.3	6,464.5	-
자본	39,582.5	57,010.4	63,689.9	69,992.0	80,769.2
자본금	1,307.2	1,432.8	2,815.1	2,630.1	-
자본잉여금	14,889.3	29,260.7	27,817.0	27,180.4	-
이익잉여금	13,974.3	15,964.0	20,842.1	25,360.1	-
지배주주자본	30,170.7	46,657.4	51,474.2	55,170.6	64,020.0
비지배주주자본	9,411.7	10,352.9	12,215.7	14,821.4	16,749.2

주: 2017F는 Factset 추정치
 자료: Factset, 한국투자증권

중국건축(601668.SH)

최설화(emily.cui@truefriend.com) ☎ 02-3276-6274

Stock Data

CSI300(5/26)	3,480.4
주가(5/26)	9.3
시가총액(백만위안)	279,900.0
발행주식수(백만주)	30,000.0
52 주 최고/ 최저가(위안)	11.2/5.1
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	3,615.5
유동주식비율(%)	40.2
주요주주(%) 중국건축공정 총공사	56.26
인방자산관리 컨소시엄	10.00

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.8)	(0.6)	83.9
상대주가(%)	(2.8)	1.5	69.0

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	7.3	9.2	8.1
PBR(x)	1.3	1.5	1.3

재정정책 확대의 수혜주

- 사업구조 전환 성과 가시화, 중국 내 인프라 사업 수주 꾸준히 증가
- 2017년은 일대일로 본격화의 원년, 정부 정책 주도 하에 해외 수주 늘어날 전망
- 중국 인프라 상장사 중 밸류에이션 가장 낮아 저평가 매력 부각

1. 기업 소개: 중앙정부 산하의 대형 종합건설 업체

중국건축(中國建築; China State Construction Engineering Corporation Limited)은 1982년에 설립된 중국의 대형 종합건설 국영기업으로, 중앙정부 산하의 국유자산관리위원회(SASAC)가 실질적인 지배주주다. 2009년 7월 상하이거래소에 상장되었으며, 주력사업은 크게 건축물 설계 및 시공, 인프라 건설, 주택 개발 및 투자 등으로 나뉜다.

2016년 기준 매출 비중은 건축물 건설 사업이 65%로 가장 높고, 그 다음으로 인프라 건설 18%, 부동산 건설 16% 순이다. 건축물 건설 사업은 일반적으로 도시의 랜드마크, 정부 청사, 병원 등 공공시설이 대부분이다. 그러나 2013년 시진핑 주석이 취임한 이후 부패척결을 단행하고 공무원들의 청렴을 제창하면서 관련 업황이 악화되기 시작했고, 동사의 건축물 건설 사업도 부진했다.

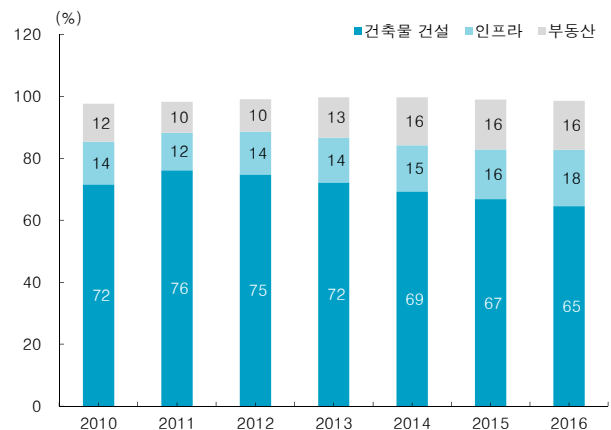
이에 따라 사업의 중심을 인프라와 부동산 건설로 전환하기 시작했고, 업황도 개선돼 실적 가시화되면서 매출 비중도 2013년 27%에서 2016년 34%로 늘어났다. 한편 중국 정부의 ‘일대일로(一帶一路)’ 추진으로 해외 수주가 꾸준히 늘어나며 해외 매출 비중도 2011년의 5.8%에서 2016년의 8.3%로 상승했다.

[그림 1] 중국건축이 시공한 원저우(温州) 대극장



자료: 중국건축, 한국투자증권

[그림 2] 중국건축의 주요 사업별 매출 비중 추이



자료: 중국건축, 한국투자증권

중국 국내 인프라 사업 순항,
지하중합 공동구 개발에
힘입어 신규 수주 83% 급증

2. 투자포인트

1) 중국 인프라 확대에 힘입어 인프라 건설 사업 순항 중

2016년 신규 수주액은 1조 8,612억 위안으로 전년대비 23.0% 증가했다. 2013년 이후 3년 만에 둔화세를 멈추고 반등에 성공했다. 인프라 사업이 뚜렷하게 늘었는데, 신규 수주액은 5,748억 위안으로 전년대비 83.1% 급증했고 전체 수주에서 차지하는 비중도 31%로 2010년 이후 꾸준히 상승하는 추세다.

올해 1분기 신규 수주액은 4,332억 위안으로 전년동기대비 24.4% 증가하며 반등 추세를 이어갔다. 특히 인프라 신규 수주가 1,219억 위안으로 전년동기대비 71% 급증하며 높은 성장세를 시현했다.

동사의 인프라 수주는 주로 전국 도시의 지하 중합 공동구 건설과 중서부 지역의 모노레일 건설에 집중되어 있다. 특히 지하 중합 공동구는 중국 정부가 2020년까지 전국 30개 시범 도시에 12,000km를 건설하겠다는 야심찬 계획으로 진행되는 사업이다. 2016년 지하 중합 공동구(管廊)의 건설 목표가 2,000km였고, 동사는 800km를 수주해 점유율이 40%에 달한다. 중앙정부 산하의 국영기업인데다 과거 대형 프로젝트 건설 경험이 수주에 긍정적으로 작용한 것으로 판단된다. PPP(민관공동협력) 사업에서도 타 건설업체 대비 수주액이 크다([표1] 참고).

향후에도 중국 정부의 인프라 투자가 꾸준히 늘어나며 동사 수주는 견조한 흐름을 이어갈 전망이다. 중국의 인프라 투자는 매년 두 자릿수 성장을 이어가고 있다. 비록 올해 재정적자 목표를 작년과 같은 GDP의 3%로 유지했지만, 실제 재정적자 지출액은 여전히 증가하고 있다. 게다가 승안신구(雄安新区), <광둥-마카오-홍콩>(粤港澳) 지역 건설 등 도시 클러스터 건설이 가속화 되고 있는 것도 긍정적으로 작용할 것이다.

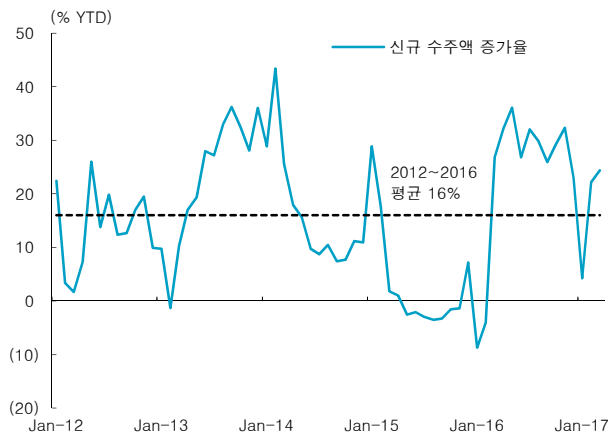
<표 1> 중국 주요 건설기업의 2016년 PPP 수주 비교

(단위: 십억위안, %)

	중국중야	중국전건	중국건축	중국교건	중국철건	중국능건	갈주패	중국중철
PPP 수주	250	200	192	174	150	120	72	45
전체 수주	502	361	1,861	731	1,219	411	214	1,235
비중	49.8	55.4	10.3	23.8	12.3	29.2	33.7	3.7

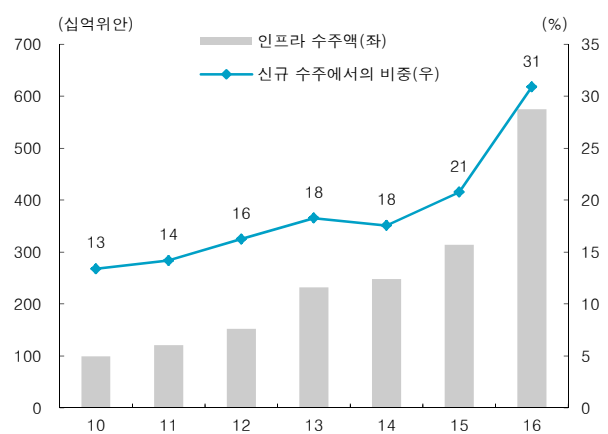
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 중국건축의 신규 수주 증가율 추이



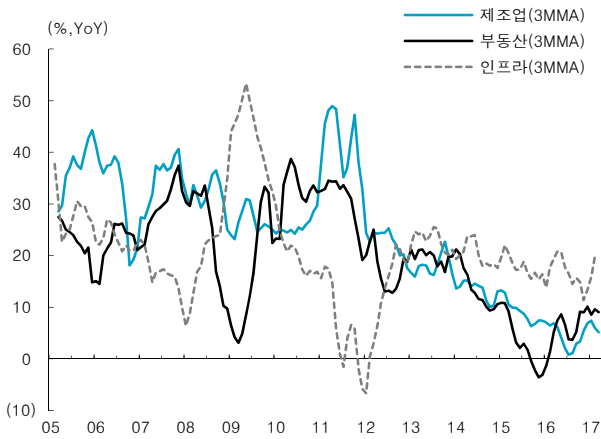
자료: wind, 한국투자증권

[그림 4] 중국건축의 인프라 수주액 및 비중 추이 범례 수정



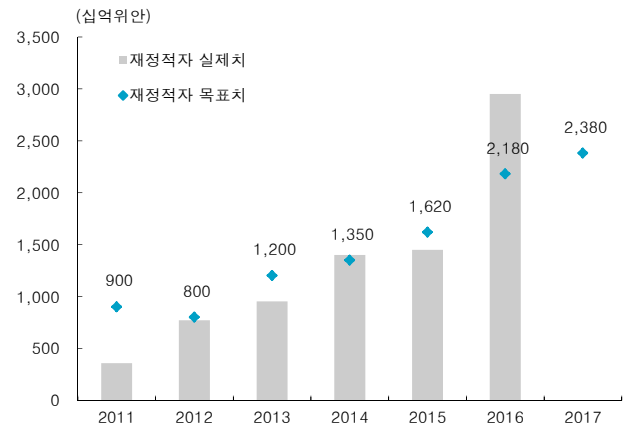
자료: wind, 한국투자증권

[그림 5] 고정자산투자 중 항목별 증가율 추이



자료: wind, 한국투자증권

[그림 6] 재정순지출 실제치 및 정부 목표치



자료: wind, 한국투자증권

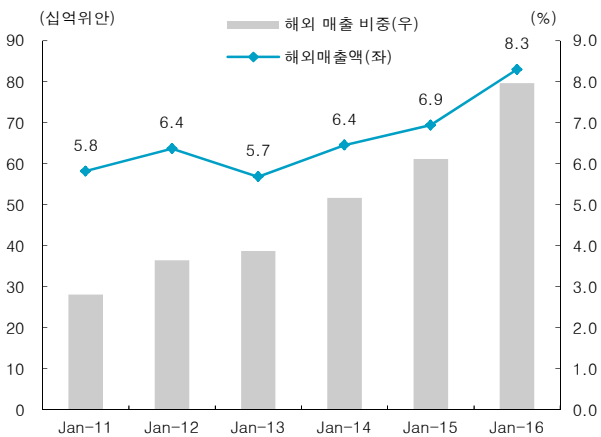
2) 일대일로 등 정책 지원에 힘입어 해외사업 확대 예상

2017년은 중국 일대일로의 원년, 정책 지원에 힘입어 해외수주 전년 대비 30% 증가

올해 해외사업은 정부의 정책 지원에 힘입어 호조를 보일 전망이다. 중국 정부의 ‘나가자(走出去)’ 전략과 일대일로 등 해외확장 전략에 힘입어 동사의 해외사업은 2015년 이후 빠르게 확대됐다. 2016년 해외 매출액은 796억 위안으로 전년대비 30% 증가했고, 매출 비중도 2011년의 5.8%에서 8.3%로 상승했다.

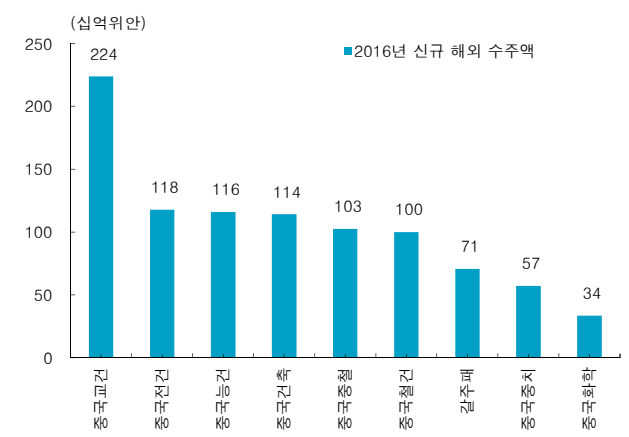
올해는 중국 일대일로 정책의 원년이 될 가능성이 높다. 그 동안 미국의 제재로 동남아 지역에서의 확장이 순조롭지 않았으나, 트럼프가 대통령으로 당선된 이후 미국의 해외 확장 속도가 늦어지며 중국에 공간을 열어주었다. 5월 14~15일 베이징에서 일대일로 정상포럼이 예정되어 있는데, 이 일정과 맞추어 중국 정부와 기업들은 해외수주 관련 공시를 발표할 가능성이 높다. 동사는 이미 지난 3월 24일 호주 BBI Group Pty Ltd 측과 50억 호주 달러(262억 위안) 규모의 인프라 수주 계약을 체결했다고 공시해 신규 해외수주에 대한 시장의 우려를 완화시킨 바 있다.

[그림 7] 중국건축의 연간 해외매출 및 비중 추이



자료: wind, 한국투자증권

[그림 8] 중국 9대 건설회사의 2016년 해외수주 계약 : 중국건축 4위



자료: wind, 한국투자증권

3. 실적 추이

2016년 매출액 전년대비 9%,
순이익 14.6% 증가,
경쟁 심화와 세계 개혁으로
매출총이익률 하락

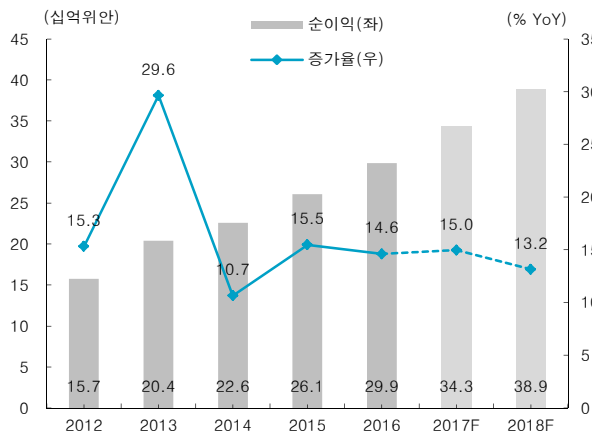
2016년 매출액은 9,598억 위안으로 전년대비 9.0% 증가했으나 2015년의 18%에 비해 둔화됐다. 순이익도 299억 위안으로 전년대비 14.6% 늘어나 2015년의 15.5%를 하회했다. 건조한 수주에도 불구하고 실적이 예상을 하회한 것은 작년 4분기 원자재 가격 상승으로 비용 부담이 커졌고 경쟁도 심화되었기 때문이다. 매출총이익률은 10%로 경쟁 심화와 중국의 세계 개혁(영업세의 증치세 전환)으로 2.0%p 하락했다.

올해 1분기 매출액은 2,348억 위안으로 전년동기대비 9.7%, 순이익은 71억위안으로 11% 증가했다. 시장 예상에 부합하는 수준이었다. 특히 인프라 건설 사업의 매출액이 전년동기 대비 30% 증가한 418억 위안을 기록하며 양호한 흐름을 이어갔다.

2017년 매출 11%,
순이익 15% 증가 예상

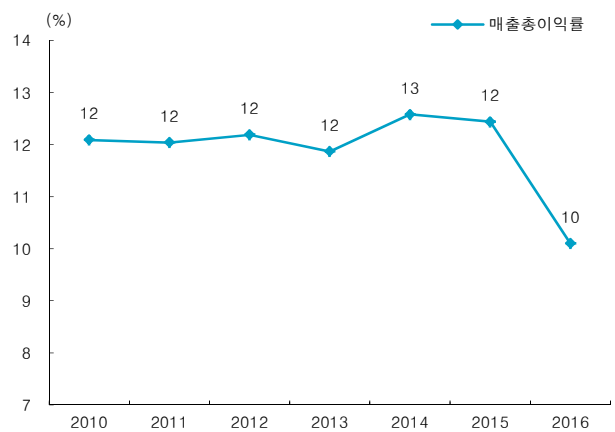
인프라 건설 사업 호조, 일대일로 등 해외사업 확대 등에 힘입어 올해 매출액은 1조 629억 위안으로 전년대비 10.8%, 순이익은 343억 위안으로 15.0% 증가하며 작년 증가율을 소폭 상회할 전망이다. 다만 매출총이익률은 경쟁 심화와 세계 개혁의 여파로 낮은 한 자릿수가 이어질 전망이다.

[그림 9] 중국건축의 순이익 추이 및 전망



주: 접선은 Wind 전망치
자료: wind, 한국투자증권

[그림 10] 중국건축의 매출총이익률 추이



자료: wind, 한국투자증권

중국 내 인프라 건설주 중
2017년 예상 PER 8배로 가장
낮아, 저평가 매력 부각

4. peer 기업 비교

중국건설은 정부 정책의 수혜가 큰 기업으로 해외 기업보다는 로컬 기업과의 경쟁이 중요하다. 로컬 경쟁 기업으로는 중국교통건설, 중국야금공사, 중국철도공사, 중국전력건설 등이 있는데 사실 사업 특성이 조금씩 다르기 때문에 정확한 비교는 어렵다. 다만 단순하게 실적 만 비교해도 경쟁사 대비 낮지 않은데, 밸류에이션은 가장 낮아 저평가 매력이 부각된다.

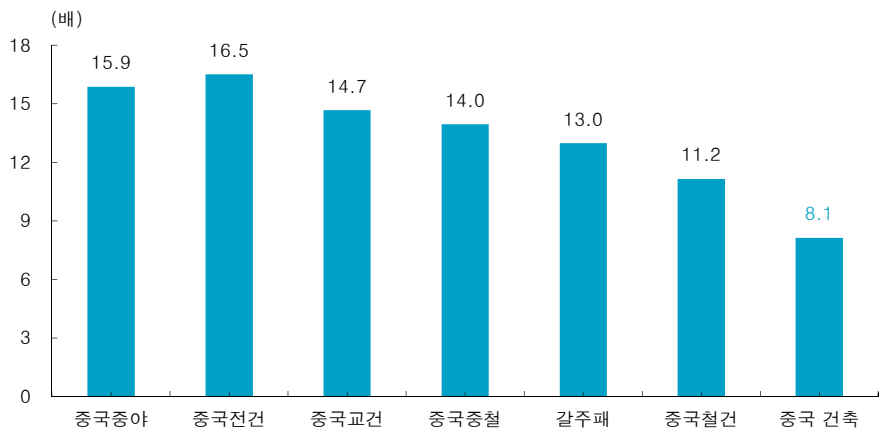
<표 2> 중국건설과 로컬 경쟁사 실적 비교

(단위: 십억위안, % YoY)

Ticker	기업명	시가총액	매출액 증가율			순이익 증가율		
			2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F
601669	중국전건	127	13.2	14.6	13.3	29.3	14.3	15.7
600068	갈주패	55	21.9	22.2	22.2	26.6	27.8	23.4
601668	중국건설	281	9.0	10.8	10.2	14.6	15.0	13.2
601618	중국중야	97	1.0	8.2	9.9	12.0	20.4	15.6
601186	중국철건	170	4.8	6.7	6.8	10.7	12.6	11.6
601800	중국교건	246	6.8	10.5	10.4	6.7	12.9	13.8
601390	중국중철	188	2.9	8.8	7.7	2.1	14.8	12.8

주: 2017~2018년 추정치는 Wind 기준
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 11] Peer 그룹의 2017년 예상 PER



주: 5월 26일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

지난 1년간 84% 급등
밸류에이션 여전히 낮아
추가 상승 가능

5. 추가 추이

5월 26일 기준 주가는 9.3위안으로 지난 1년간 84% 급등했다. 인프라 수주가 빠르게 늘어나는 가운데 일대일로 등 해외수주 증가에 대한 기대감이 부각되었기 때문이다. 이러한 수익률은 경쟁사 대비 훨씬 높은 수준인데 수익성에 비해 밸류에이션이 가장 낮아 저평가 메리트가 컸기 때문이다. 연초에 대비해서도 5.3% 상승하며 CSI300(+5.1%) 대비 아웃퍼폼했다. 다만 최근에는 중국 당국의 금융규제 강화로 차익매물이 출회하며 조정을 보이고 있다.

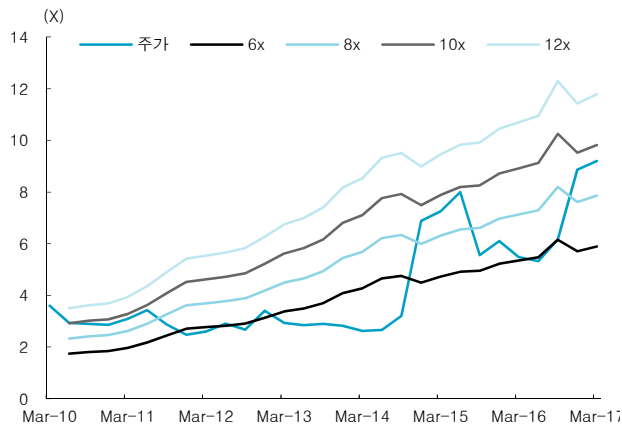
12개월 예상 PER는 8.1배로 경쟁업체 대비 가장 낮고, CSI300 지수의 12개월 예상 PER 11배보다도 낮다. 현재 밸류에이션이 과거에 비해 높으나 2017년 순이익이 전년 대비 15% 증가할 것이란 점을 감안하면 추가 상승 여력이 있다고 판단된다.

[그림 12] 중국 건축과 6개 경쟁사 및 시장의 주가 추이



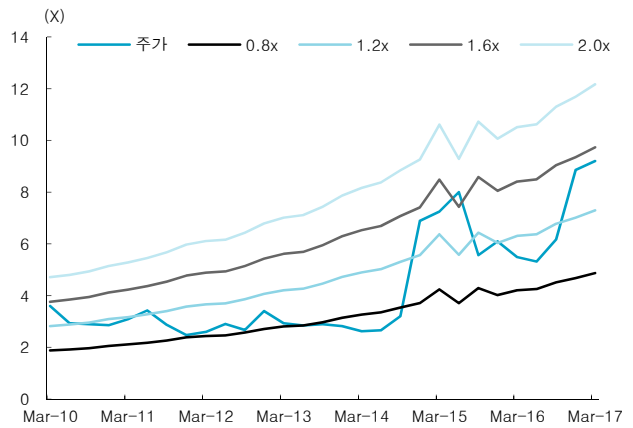
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 13] 중국건축의 PER 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 14] 중국건축의 PBR 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 3> 중국건축 실적 추이

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액(백만달러)	106,877.5	124,838.6	135,060.3	141,773.7	156,135.3
영업이익(백만달러)	6,214.3	7,680.8	8,539.6	8,001.6	9,194.8
세전이익(백만달러)	6,311.3	7,033.9	7,591.1	7,847.6	9,181.1
순이익(백만달러)	3,318.1	3,663.3	4,147.8	4,498.1	5,046.7
EBITDA(백만달러)	6,898.7	8,515.8	9,503.0	9,003.3	11,667.5
순차입금(백만달러)	13,083.3	13,603.3	9,345.2	6,830.2	10,214.2
영업이익률(%)	5.8	6.2	6.3	5.6	5.9
ROE(%)	18.6	17.6	18.0	17.6	17.1
배당수익률(%)	4.6	2.4	3.2	2.4	2.7
EPS(달러)	0.11	0.12	0.14	0.14	0.17
(EPS 증가율, %)	30.8	10.1	13.6	4.6	16.2
BPS(달러)	0.65	0.75	0.78	0.84	1.02
DPS(달러)	0.02	0.03	0.03	0.03	0.26
PER(x)	4.6	9.7	7.3	9.2	8.1
PBR(x)	0.8	1.6	1.3	1.5	1.3
EV/EBITDA(x)	5.2	6.9	5.7	7.2	6.5

주: 2017F는 Bloomberg 추정치
자료: Bloomberg, 한국투자증권

원룽핑농업하이테크(000998.SZ)

최설화(emily.cui@truefriend.com) ☎ 02-3276-6274

Stock Data

CSI300(5/26)	3,480.4
주가(5/26)	20.9
시가총액(백만원)	26,254.5
발행주식수(백만주)	1,256.2
52 주 최고/ 최저가(위안)	22.3/17.6
일평균거래대금(6개월, 백만원)	239.1
유동주식비율(%)	53.6
주요주주(%) 호남신대신구 유한회사	11.49
중신농업투자그룹	8.71

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.2)	1.0	18.3
상대주가(%p)	(4.3)	3.2	3.4

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	48.5	52.3	31.6
PBR(x)	10.0	4.8	4.4

R&D 강화로 제품 경쟁력 상승, 매출 65~70% 성장세

R&D 성과 가시화, 제품 경쟁력 상승

- 중국 최강의 종자 생산회사, 잡교 벼와 옥수수 종자 점유율 1위
- 국내 기업 중 R&D 투자 압도적, 제품 경쟁력이 상승하며 실적 연결로 이어질 전망
- 정부 정책 지원 속에 외형 확장은 발전을 가속화하는 부스터(Booster)

1. 기업 소개: 중국판 몬산토, 최대 종자 회사

원룽핑농업하이테크(隆平高科, Yuan Longping Hi-tech)는 벼, 옥수수 및 과채 종자 등을 생산하는 농업 기업이다. ‘잡교벼의 아버지’라 불리는 원룽핑과 호남잡교 벼 센터가 합작해 1999년 설립했으며 벼(56%)와 옥수수(23%)의 매출비중이 높다. 2000년 선전증권거래소에 상장됐다.

동사가 시장에서 주목을 끌기 시작한 것은 2015년의 대대적인 조직개편이다. 중국의 농업 산업은 집중도가 낮고 농작물들의 품질이 나쁜 고질적인 문제를 안고 있다. 이를 개선하기 위해 2011년 국무원에서 <현대 농작물 종자 발전을 가속화하기 위한 지도의견>을 발표해 2020년까지 산업 내 top 50 기업들의 시장점유율을 현재의 30%에서 60%로 높이는 목표를 제시했다. 정부 주도의 산업 재편 과정에서 국영기업인 중신그룹이 실질적인 지배 주주가 되었고, 동사를 활용해 산업 통폐합을 추진했다.

원룽핑농업하이테크의 중장기 로드맵(2015년~2020년)은 단순한 종자 판매뿐만 아니라 농업 서비스까지 제공해주는 회사로 거듭나고, 국내 시장뿐 아니라 해외시장을 개척해 2020년 글로벌 top 8 농업기업으로 성장하는 것이다.

2. 투자포인트

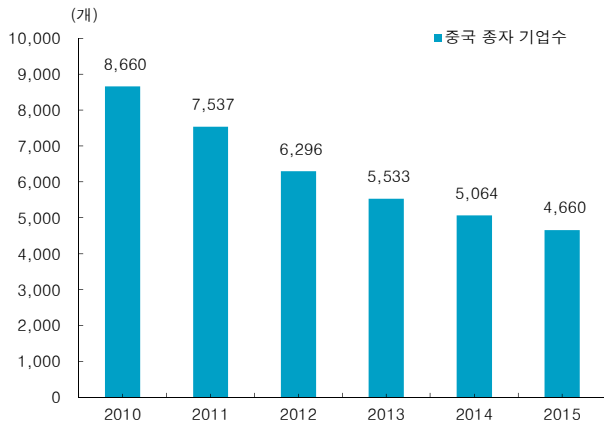
1) R&D 성과 가시화, 주력 제품 판매 호조

2016년 10월 발간한 자료에서 우리는 동사의 가장 큰 투자포인트로 타사 대비 높은 제품 기술력과 외연 확장을 통한 점유율 상승이라고 분석한 바 있다(2016년 10월 발간된 ‘선강통 23선’ 참고). 2015년 기준 동사의 R&D 지출 규모는 매출의 약 8%로 중국 내 경쟁업체들의 2~4%를 크게 상회하며 독보적인 우위에 있다.

이런 연구개발 성과들이 점차 가시화되고 있다. 작년 중국의 남방 지역은 열악한 기후 조건으로 도열병이 확산되면서 수확률이 낮았다. 그러나 동사의 새로운 주력 제품인 룽(隆)과 징(鼎)은 도열병에서 생존할 수 있는 확률이 높다. 현지 조사기관에 따르면 도열병 환경에서 현재 중국에서 사용하는 3대 일반 벼 종자의 수확률이 30%에 불과하다면, 룽과 징의 수확률은 90%에 달했다. 이에 따라 점차 많은 소비자들이 찾는 제품으로 성장하면서 룽과 징의 매출은 연간 65~70% 증가하고 있다.

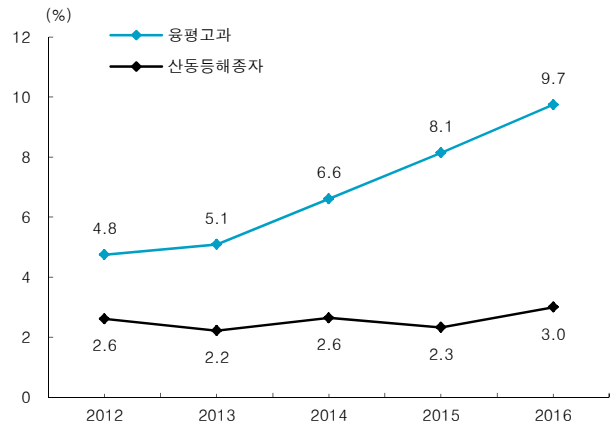
뿐만 아니라, 2016년에는 통과 징의 시리즈 제품들이 정부 승인을 획득해 2017년에 출시될 예정이다. 경쟁업체들의 경우 작년에 승인을 얻은 제품이 2~3개에 불과하고, 절차 상 신제품은 심의를 통과해야만 상품화 할 수 있어 시장 선점 면에서 동사가 더욱 유리하다. 시장에서는 2017년 통과 징 및 시리즈 제품의 전체 판매량은 24톤으로 작년 12톤의 2배에 달할 것으로 예상하고 있다.

[그림 1] 중국의 종자 기업수 추이



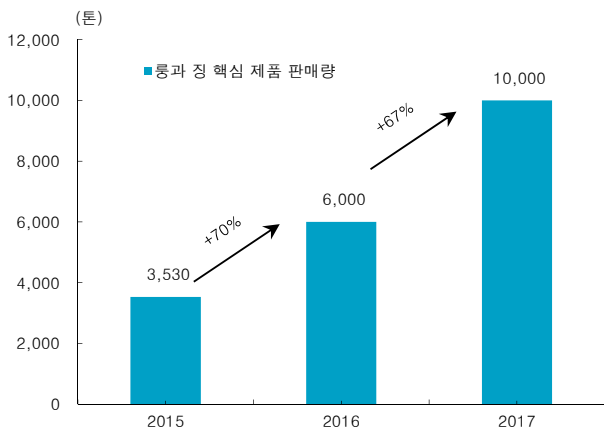
자료: wind, 한국투자증권

[그림 2] 원룽명하이테크와 경쟁사(산동등해종자)의 R&D 비중 추이



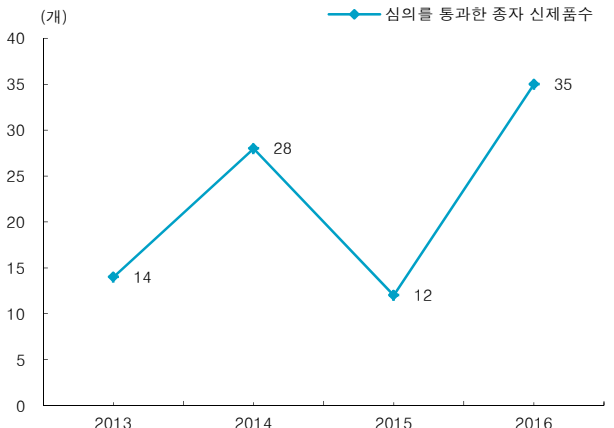
자료: wind, 한국투자증권

[그림 3] 주력 신제품인 통과 징의 판매량 추이: 70% 내외 성장



자료: 현지 언론, 한국투자증권

[그림 4] 2013~2016년 정부 심의를 통과한 신제품 수



자료: 현지 언론, 한국투자증권

2) 새로운 수익원이 될 농업서비스 사업

농업서비스 사업으로 확장, 중장기 수익원으로 성장 전망

동사는 2020년까지 전통적인 종자 사업 외에 농업서비스를 제공하며 산업의 밸류체인을 확대할 계획이다. 첫 번째 단계로 올해부터 농경지 개발사업과 토질 복원사업을 시작할 예정이다.

농경지 개발사업은 황무지를 농경지로 경작지로 개발하는 것으로, 해당지역 기관의 협조가 중요한데 동사가 국영기업이라 경쟁사 대비 이점이 있다. 개발 프로젝트가 완료되면 이에 따른 용역비를 매출로 인식하게 되며, 통상 프로젝트 주기는 1년 6개월이다. 현재 경작지 개발 사업은 초기 단계다.

한편 토질 복원 서비스는 중금속 오염이 심한 땅에 농작물을 심어 오염도를 낮추는 서비스로 올해 매출이 발생할 전망이다. 농업서비스 사업은 초기 단계로 당장 매출에 크게 기여하기는 어려우나, 중장기적으로는 수익원을 다양화해 실적 안정에 기여할 것이다.

3) 외연확장 전략 지속될 전망

타 지역 종자기업 M&A 통해 사업 범위 확대

동사는 1) 종자 사업에서 상대적으로 취약한 옥수수, 과일채소 분야의 인수 합병 강화, 2) 경작지 개발과 토질오염 복구 사업 가속화, 3) 교잡 벼 보급률이 낮은 동남아시아로의 사업영역 확대 등을 통해 글로벌 기업으로의 성장을 추구하고 있다.

작년 10월 이후 동사는 3건의 M&A를 추가 진행하면서 지역 및 품종 면에서 종자 사업의 미비점을 보완했다. 특히 현재 합자 법인인 광원종업(동북 교잡 벼)와 인수작업이 진행 중인 광시흥모(광시 잡교 벼)는 모두 그 지역의 선두 기업이어서 시장 개척에 유리하다.

동사는 2020년 중국판 몬산토로 성장하기 위해 외연확장 전략을 꾸준히 추진할 가능성이 높다. 대주주인 중신그룹이 자본시장에 익숙한 점도 동사의 외연확장 전략에 긍정적으로 작용할 것으로 보인다.

〈표 1〉 2015년 이후 M&A 사례

공시일자	M&A기업	기업 특성	취득 지분율(%)	인수금액 (억위안)	인수목적	진행 상태
2015.1.21	천진천사특	과채종자(오이)	80.0	32.0	과채 종자 다원화	완료
2016.10.28	광원종업	메벼 종자	51.0	2.0	벼 밸류체인 확장	진행 중
2016.10.28	광시흥모	벼 종자	51.0	2.1	시장 개척	진행 중
2017.3.15	호북혜민	벼 종자	32.5	0.7	벼시장 확대	진행 중

자료: 원풍평농업하이테크, 한국투자증권

3. 실적 추이

2016년 매출액 23억위안 (+13.5%), 단 순이익 증가율 2%에 불과하며 예상 하회 판관비 급증이 주요 원인

2016년 매출액은 23.0억위안으로 전년대비 13.5% 늘어나며 2015년 매출 증가율인 11.6%를 상회했다. 견조한 매출 증가의 배경에는 교잡벼와 과채 종자의 매출이 크게 때문이다. 특히 프리미엄 제품인 룡과 징제품의 판매가 빠르게 늘어나면서 2016년 전체 교잡벼의 매출액은 전년대비 26% 늘어났다. 뿐만 아니라 프리미엄 제품에 따른 가격 인상으로 매출총이익률도 2015년의 44.6%에서 2016년의 45.5%로 0.9%p 늘었다.

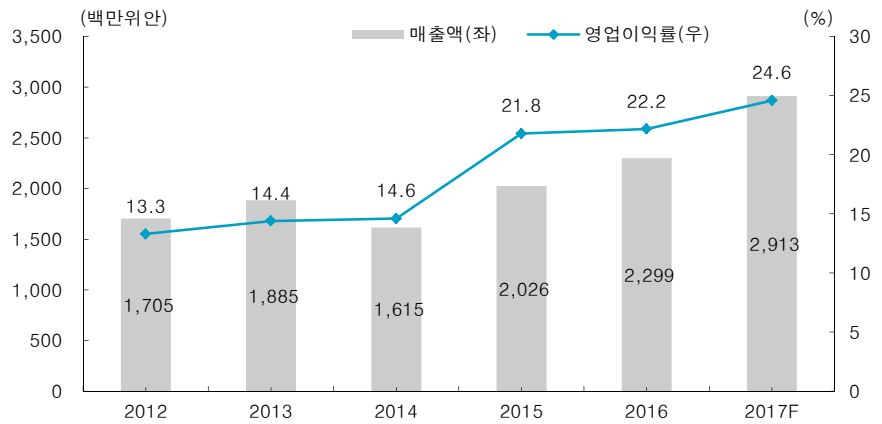
그러나 2016년 순이익은 5.0억위안으로 경영진이 약속했던 5.9억위안을 달성하지 못했고, 증가율은 2%로 2015년 증가율인 36%를 하회했다. 주로 신제품의 출시와 다양한 판매 활동으로 판관비가 2015년대비 28% 급격하게 늘어난 영향이 크다. 그 외, 2016년의 연구 개발비(R&D)도 전년대비 36% 늘어나며 여전히 높은 증가세를 보였다.

2017년 1분기 매출액 증가율 28.4%, 순이익 증가율 47.8%로 크게 성장

한편 지난 27일에 발표된 동사의 2017년 1분기 매출액은 8.2억위안으로 전년동기대비 24.8% 늘었고 순이익은 2.3억위안으로 전년동기대비 47.8% 증가하며 2016년 1분기 매출 증가율 15%, 순이익 증가율 6.3%에 비해 크게 성장했다.

기존 프리미엄 교잡벼의 매출 호조와 2017년에 출시 예정인 19개의 국가 승인을 통과한 교잡벼 신제품들이 올해 회사의 견조한 실적을 보장해줄 전망이다. 중국 현지 증권사들의 컨센서스에 따르면 2017년 동사의 매출액은 29.4억위안으로 전년대비 28% 늘어나고, 순이익은 8.0억위안으로 전년대비 59.4% 성장할 전망이다.

[그림 5] 원통평농업하이테크의 매출액 및 영업이익률 추이



주: 영업이익률은 Bloomberg에서 평준화 한 값 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

4. 주가 추이와 글로벌 peer 비교

올해 들어 주가는
 농업 업종의 약세 속에
 비교적 선방

5월 28일 기준 주가는 20.9위안으로 연초대비 2.5% 하락하며, CSI300지수(+5.1%)를 언더퍼폼했다. 실적이 예상을 하회하며 농업 업종이 전반적인 약세를 보였기 때문이다. 반면 몬산토나 듀폰 등 글로벌 peer들은 트럼프 랠리 기대감으로 미국 주식시장의 상승세에 동조하면서 상대적인 강세를 보였다.

2017년 예상 PER은 32.3배로 peer 대비 높은 수준이다. 다만 달러기준의 주당순이익 증가율이 35.7%에 달할 것이란 점을 감안하면 밸류에이션이 과도하게 높지 않다는 판단이다. 또한 중국 정부가 강도 높은 농업개혁 의지를 보여주고 있는 가운데 현대 농업화가 본격화되면서 최대 종자회사인 동사가 기타 로컬 기업보다 프리미엄을 받고 있는 영향도 있다. 향후에도 프리미엄 교잡비의 매출 호조, 꾸준한 외연확장으로 중국 내에서의 독보적인 1위가 더욱 견고해질 전망이며, 주가도 이에 따라 리레이팅이 가능해질 것으로 예상된다.

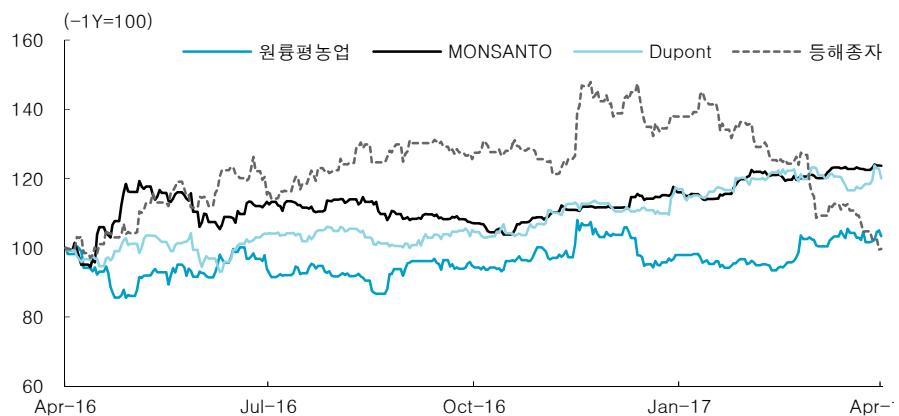
<표 2> 글로벌 Peer 주요 기업 밸류체인 비교

(단위: 백만달러, 배, %, % YoY)

		원릉평 농업하이테크	MONSANTO	DU PONT	상동등해종자
Mkt.Cap		3,861	51,169	69,146	1,728
PER	2015A	48.5	17.0	24.6	40.3
	2016A	52.3	26.0	22.0	37.6
	2017F	32.3	24.2	20.8	22.1
PBR	2015A	10.0	6.5	5.9	6.6
	2016A	4.8	10.3	6.5	6.2
	2017F	4.6	9.0	6.1	3.7
EV/EBITDA	2015A	46.9	12.0	13.5	29.3
	2016A	-	17.4	14.0	30.7
	2017F	32.9	14.5	12.6	17.7
ROE	2015A	23.0	31.1	17.0	17.4
	2016A	11.4	3.5	2.6	10.4
	2017F	13.1	42.5	31.0	18.4
DY	2015A	1.1	2.0	2.6	0.0
	2016A	-	2.0	2.1	0.3
	2017F	1.1	2.1	1.9	1.1
EPS growth	2015A	32.2	(8.1)	(45.1)	13.6
	2016A	(10.2)	(37.7)	32.3	24.2
	2017F	35.7	59.6	32.5	20.2
OPM	2015A	21.8	23.5	12.1	29.9
	2016A	22.2	17.6	14.1	30.7
	2017F	25.2	22.6	18.5	35.0
Sales growth	2015A	9.4	(5.4)	(11.5)	1.4
	2016A	7.2	(10.0)	(2.1)	(1.2)
	2017F	17.4	6.1	3.1	27.5
Sales	2015A	322.2	15,001.0	25,130.0	243.6
	2016A	345.6	13,502.0	24,594.0	240.6
	2017F	405.6	14,328.5	25,362.2	306.8
OP	2015A	70.2	3,523.0	3,046.0	72.8
	2016A	76.8	2,375.0	3,479.0	73.9

주: 매출, 영업이익과 증가율은 모두 달러 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] Peer그룹 주가 추이



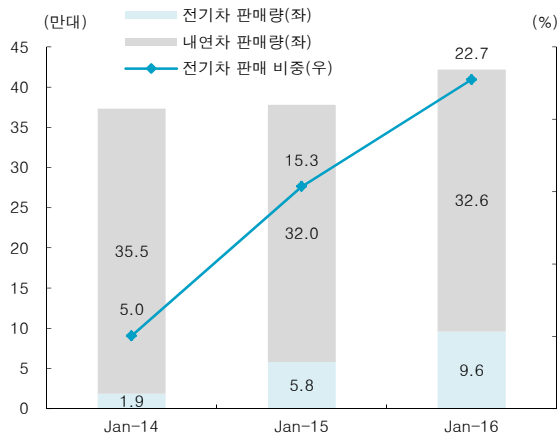
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 원릉평농업하이테크 실적 추이

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액(백만달러)	306.5	294.6	322.2	345.6	408.2
영업이익(백만달러)	45.6	48.6	70.2	70.7	104.3
세전이익(백만달러)	50.4	52.9	75.3	76.2	112.7
순이익(백만달러)	30.3	58.8	78.2	75.5	112.6
EBITDA(백만달러)	57.6	63.4	83.9	87.5	120.3
순차입금(백만달러)	87.4	108.2	147.3	(9.1)	(94.0)
영업이익률(%)	14.9	16.5	21.8	20.5	25.5
ROE(%)	13.3	20.7	23.0	12.5	13.1
배당수익률(%)	0.4	0.3	1.1	0.7	1.1
EPS(달러)	0.04	0.06	0.08	0.06	0.10
(EPS 증가율, %)	9.8	61.2	32.2	(20.8)	55.5
BPS(달러)	0.26	0.31	0.36	0.65	0.69
DPS(달러)	0.01	0.01	0.04	0.02	0.23
PER(x)	60.6	54.2	48.5	52.3	31.6
PBR(x)	8.6	10.2	10.0	4.8	4.4
EV/EBITDA(x)	40.3	52.2	46.9	46.5	32.4

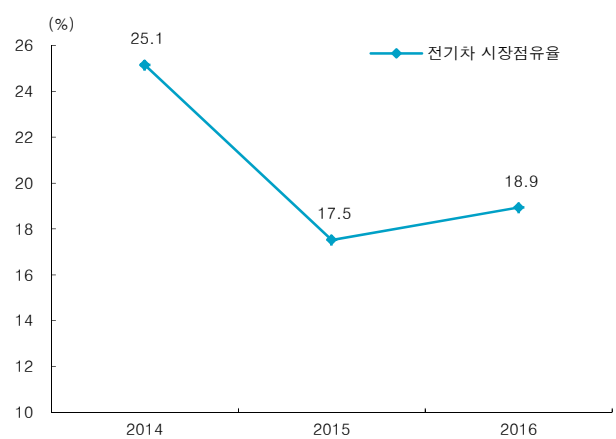
주: 2017F는 Bloomberg 추정치
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 비야디의 전기차와 내연차 판매량 및 전기차 비중



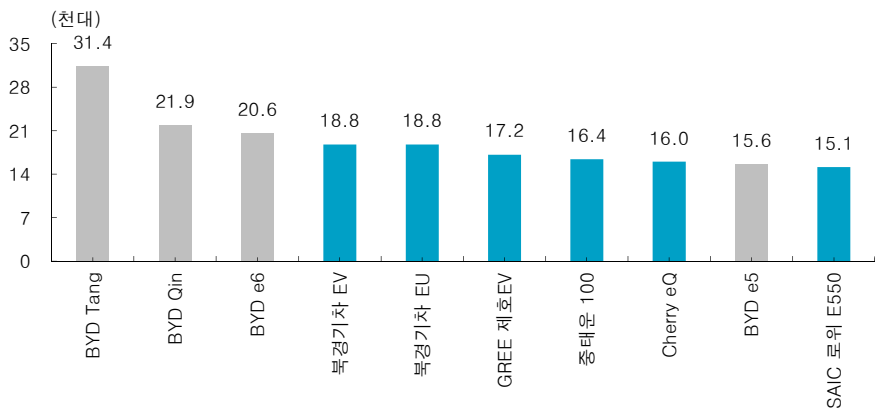
자료: 비야디, 한국투자증권

[그림 2] 중국 전기차 시장에서의 비야디 점유율



자료: 비야디, 한국투자증권

[그림 3] 2016년 신에너지 자동차의 판매량 Top 10 모델



자료: 승용차연합협회, 한국투자증권

2016년 정책 불확실성을 넘어 구조적인 성장, 2016~2020년 연평균 성장률 28% 예상

2. 투자포인트

1) 중국 전기차 시장의 구조적인 성장 예상

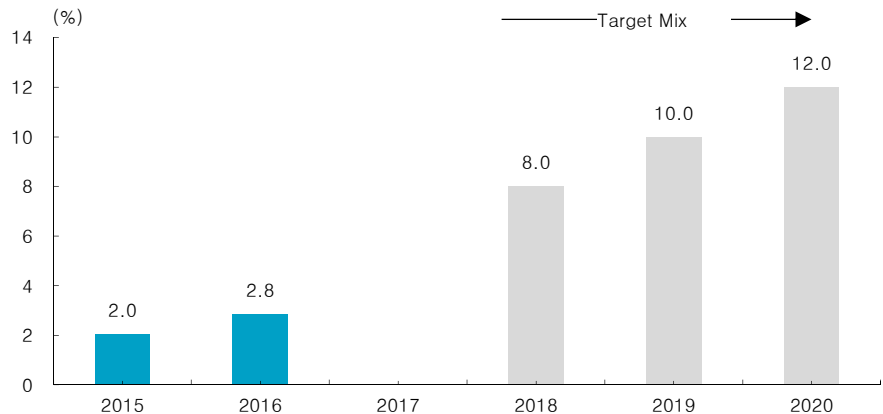
중국의 전기차 시장은 여전히 정책이 견인한다. 2016년은 정부의 보조금 조사로 정책 불확실성이 확대되며 하반기 전기차 업황이 부진했다. 다만 작년 연말부터 보조금 등 관련 신규 정책들이 잇따라 발표되며 불확실성들이 해소되기 시작했고, 2018년부터 전기차 의무생산제도(ZEV)를 도입할 가능성이 높아 향후 중국 전기차 시장이 구조적인 성장을 이어갈 것으로 예상된다.

2017년부터 중국의 완성차가 연간 5% 성장한다고 가정하고, 2016년 하반기에 발표된 전기차 의무생산 초안에서 규정한 생산비율에 따라 추정해보면, 2020년 중국의 전기 승용차 생산량은 적어도 116만대로 2016년 34.5만대의 3배 이상으로 증가하며, 2016년~2020년 연평균 성장률은 28%에 달할 전망이다. 특히 전기차 의무생산제도가 도입되는 2018년에는 완성차의 8%를 전기차로 생산해야 함에 따라 급증하는 전기차 생산에 대비해 올해부터 일부 생산량이 먼저 늘어날 가능성이 높다.

단, 올해 4월까지의 판매는
예상보다 부진, 하반기로
갈수록 가시성 뚜렷해질 전망

다만 올해 1~4월까지 발표된 전기차 누적 판매량은 8.87만대로 전년동기대비 2% 감소해 아직 뚜렷한 수요 개선은 나타나지 않고 있다. 보조금 지급율의 하향 조정과 지방 보조금 정책의 미발표 등 요인들이 여전히 악영향을 미치고 있기 때문이다. 그러나 하반기로 갈수록 지방 보조금 정책이 가시화되고, 보조금 지급 모델 대상도 늘어나면서 판매가 늘어날 전망이다. 이에 따라 전기차 판매량도 다시 완만한 회복세를 보일 것으로 예상된다.

[그림 4] 현재 전기차 비중과 향후 전기차 생산 비중 목표 *



주: 승용차 기준
자료: 한국투자증권

<표 1> 2016~2020 전기차 Credit 부여 기준

(단위: p)

차량 모델	순수 전기로 연속 주행거리			
	R≤50	80≤R<150	150≤R<250	250≤R<350
EV	-	2	3	4
PHEV	2	-	-	-
FCEV	-	4	5	-

자료: MIIT, 한국투자증권

<표 2> NEV 크레딧 제도 하의 전기차 생산 전망

(단위: 천대)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
일반 승용차(HEV 포함)	20,829	23,970	25,168	26,427	27,748	29,136
EV+PEV	215	345				
Target Mix(%)				8%	10%	12%
Minimum 생산 credits				2,114	2,775	3,496
NEV Score 를 2p 로 가정	215	345	483	1,057	1,387	1,748
성장률(% YoY)		60.5	40.0	118.9	31.3	26.0
NEV Score 를 3p 로 가정	215	345	483	705	925	1,165
성장률(% YoY)		60.5	40.0	45.9	31.3	26.0
Total	21,044	24,315	25,651	27,132	28,673	30,301

주: 2017년부터 중국의 일반 승용차 시장이 연 5% 성장 가정
자료: CEIC, 한국투자증권

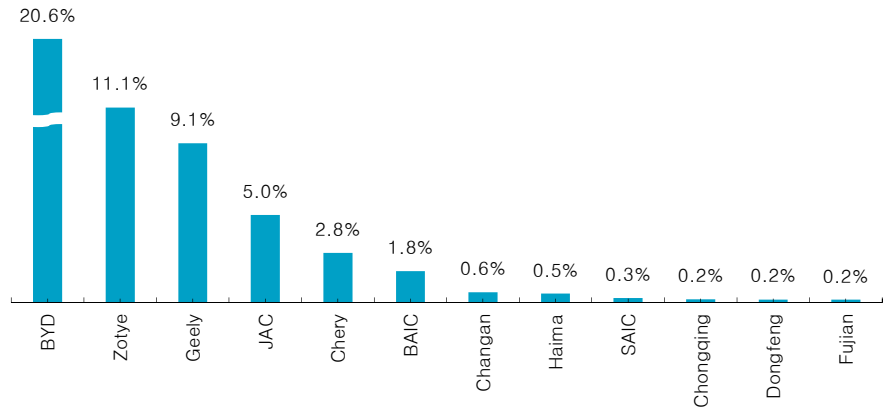
2) 전기차 의무생산제도의 최대 수혜주

전기차 의무생산 제도 도입 시
전기차 생산 비중이 제일 높은
동사가 최대 수혜주

중국의 전기차 의무생산제도가 아직 최종적으로 발표되지 않았으나, 의견 수렴안에 따르면 생산비중을 만족하지 못한 기업들은 기타 기업으로부터 크레딧을 구매해서 보충해야 한다. 또한 연비 기준을 만족하지 못한 기업들도 전기차 크레딧으로 연비 크레딧을 보충할 수 있어 전기차 크레딧의 효용성이 높다.

2016년 기준 동사의 전기차 생산비중은 20.6%로 업계 선두이며 2위 업체와의 격차가 크다. 향후 전기차 크레딧 제도가 시행될 경우 전기차 생산 비중이 월등히 높은 동사의 수혜가 가장 클 것이다.

[그림 5] 2016년 중국 업체별 순수전기차 생산 비중 비교



주: 상기 비중은 순수전기차 기준.
자료: Marklines, 한국투자증권

3) 모노레일은 BYD의 새로운 성장동력

모노레일 사업은 향후 동사의 새로운 성장동력이 될 것이다. 중국에서 모노레일은 중소형 도시를 중심으로 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 환경오염 문제가 지속적으로 부각되는 가운데 모노레일의 건설 비용이 지하철의 25%, 건설 기간도 지하철 건설 기간의 1/3에 불과해 유동인구가 적은 중소형 도시 지방정부의 선호도가 높다. 비야디의 회장은 향후 중국의 모노레일 시장 규모가 약 3조 위안(300여개 도시에서 도시당 70km 길이의 모노레일 건설 가정)에 달할 것으로 전망했다.

이러한 시장의 성장성에 동사는 2011년부터 50억 위안의 연구 개발비를 투자해 모노레일 사업에 매진했고, 2016년 10월 첫 모노레일이 선전시에서 개통되면서 성과가 가시화됐다. 또한 작년 12월에는 광둥성 산터우(汕头)시로부터 500억 위안 규모의 모노레일을 수주해 오는 7월 전후 개통될 예정이다. 성공 사례와 함께 중소형 도시 중심의 모노레일 건설 수요가 증가하는 추세이며, 산둥성 지닝(济宁), 선전 광안(广安) 등의 지역과 모노레일 건설 계약을 체결 중에 있다.

모노레일 사업은 진입장벽이 상대적으로 높아 아직 뚜렷한 경쟁업체가 없다. 중국철건 등 중국의 대형 철도 건설업체들은 모노레일이 고속철, 지하철 등에 비해 규모가 작아 본격적으로 참여하고 않고 있다. 이러한 상황에서 동사는 시장을 선점해 모노레일 사업은 새로운 성장 동력으로 부상하고, 하반기부터는 관련 매출이 발생하면서 실적 성장을 견인할 것으로 예상된다.

모노레일 사업 가시화, 올해 하반기부터 재무제표에 실적 반영 예정

[그림 6] 선전시에 설치된 비야디의 모노레일: 길이 4.4km, 시속 80km



자료: BAIDU, 한국투자증권

3. 실적 추이

2016년 매출 및 순이익 증가율 각각 29%, 79%로 호조, 마진율도 상승

2016년 연결 기준으로 매출액은 전년대비 29.3% 증가한 1,035억 위안, 순이익은 78.9% 증가한 50.5억 위안으로 컨센서스에 부합했다. 매출이 호조를 보였던 이유는 주력 사업인 전기차와 휴대폰 부품 및 조립 사업이 동반 성장했기 때문이다. 또한 생산 수직계열화 완성과 높은 마진율을 보이는 휴대폰 메탈 케이스 사업의 호조로 매출 총이익률(GP Margin)도 꾸준히 올랐다. 다만 정책 불확실성이 컸던 2016년 4분기에는 매출총이익률이 일시적으로 하락하기도 했다.

단 1분기 실적은 예상보다 부진, 정책 불확실성과 시장 경쟁 심화로 판매 부진

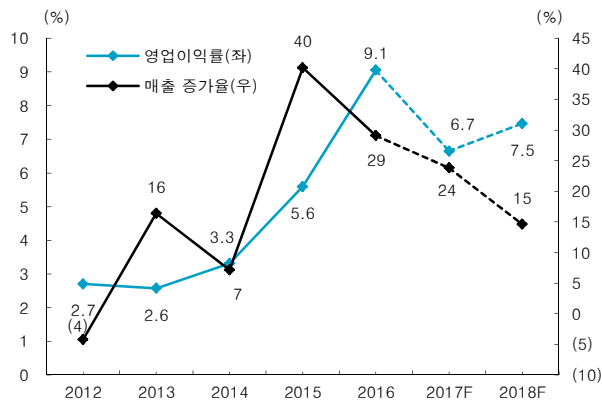
올해 1분기 동사의 매출액은 전년동기대비 3.8% 증가율에 그쳤고, 순이익은 6.1억 위안을 기록하며 전년동기대비 28.8% 감소해 회사 가이드선스와 비슷했다. 실적 부진의 가장 큰 원인은 2017~2018년의 단계적인 보조금 삭감과 각 지방정부의 보조금 정책이 확정되지 않으면서 전기차 판매가 부진했기 때문이다. 1분기 전기차 판매량은 8,600대로 전년동기 대비 85% 감소했다. 4월에 들어 판매량이 다시 늘었으나 여전히 개선세가 뚜렷하진 않았다.

2017년 연간 순이익 증가율 8% 예상, 모노레일과 휴대폰 부품 사업이 타라인 견인 예상

올해 연간 실적은 전기차 사업보다는 모노레일과 휴대폰 메탈케이스의 판매 호조가 견인할 전망이다. 전기차 사업은 하반기 턴어라운드를 기대할 수 있으나, 보조금의 감소와 작년 상반기의 높은 기저가 부담으로 작용할 것이다. 반면 모노레일 사업은 매출이 하반기부터 재무제표에 반영되면서 실적 개선에 크게 기여하고, 휴대폰 메탈케이스 사업도 견조한 수요로 실적에 보탬이 될 전망이다.

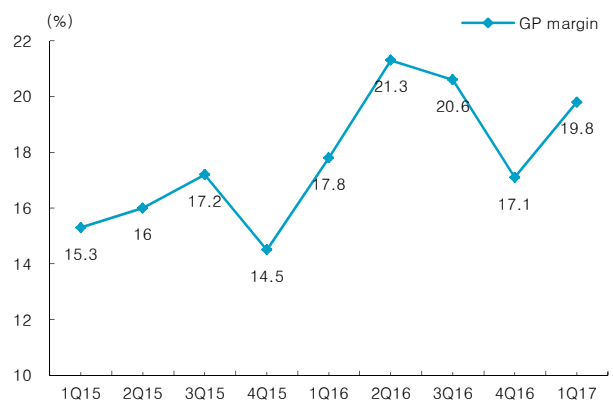
블룸버그 추정 2017년 매출액은 전년대비 24% 증가한 1,240억 위안, 순이익은 8% 증가한 55억 위안이다. 순이익 증가율은 작년에 비해 크게 둔화될 가능성이 높다.

[그림 7] 비야디의 매출액 증가율과 영업이익률 추이 및 전망



주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준/자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 분기별 매출총이익률(GP Margin) 추이



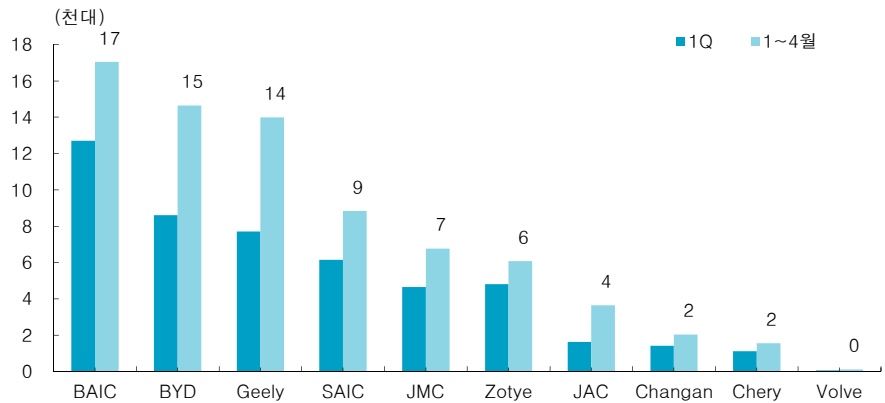
자료: 블룸버그, 한국투자증권

4. 글로벌 peer 비교

전기차 경쟁 심화,
후발주자들의 무서운 반격에
유념

중국의 전기차 시장의 경쟁이 치열해지고 있다. 특히 올해에 들어서 북경 자동차와 길리 자동차를 중심으로 전기차 판매가 꾸준히 늘어나고 있다. 이에 따라 작년까지 1위였던 비야디의 4월까지 판매량은 1만 5천대에 불과했다. 정책 불확실성이 여전해 아직 비야디가 전기차 시장에서 경쟁력을 잃었다 단언하기는 어려우나 타 로컬 업체들이 빠르게 질주하며 1위 자리를 위협하고 있다는 점은 모니터링 해야 할 변수다.

[그림 9] 2017년 1~4월 중국 업체별 전기차 판매량 비교



자료: 승용차협회, 현지 언론, 한국투자증권

<표 3> 국내외 경쟁업체 밸류에이션 및 수익성 전망치

(단위: 백만달러, 배)

Company	market cap	PE		PB		ROE		
		2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	
BYD	002594ch	19,039	23.52	18.34	2.37	2.13	10.1	11.9
Tesla	TSLAUS	51,568	n.a	n.a	10.88	9.58	-0.2	-0.1
Dongfeng	489hk	9,061	5.01	4.87	0.6	0.54	12.7	11.8
Great Wall	2333hk	14,398	6.41	6.06	1.23	1.08	20.0	18.9
Geely	175hk	12,036	11.43	8.97	2.88	2.3	27.3	27.5
GAC	2238hk	19,175	8.34	7.37	1.42	1.24	18.2	17.8
BAIC	1958hk	7,314	6.73	5.87	1.07	0.95	16.8	18.1

주: 전망치는 블룸버그 기준
자료: 한국투자증권

5. 주가 추이

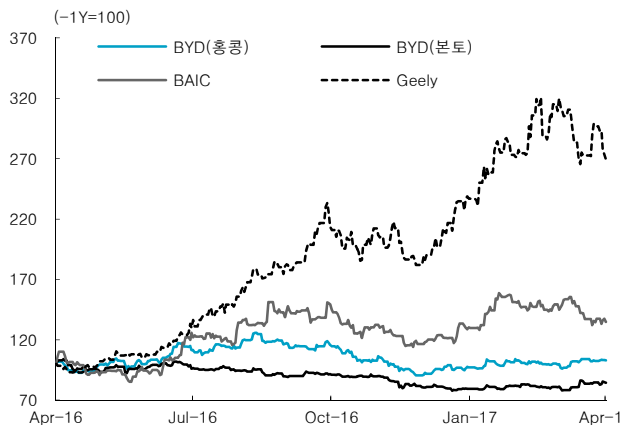
시장과 경쟁사 대비 주가 부진, 단 현재 주가 바닥 형성 조짐

작년 중국 전기차 정책 불확실성과 올해 1분기 판매 부진으로 동사의 주가는 약세 흐름을 보였다. 5월 26일 기준 본토에 상장된 주가는 49,1위안으로 1년 전 대비 15.8% 하락했는데 같은 기간 CSI300 지수가 13.6% 상승한 것과 대조적이며 경쟁사에 비해서도 크게 부진했다. 다만 올해 중국 전기차 시장이 턱어라운드할 것이란 기대감이 소폭 부각되면서 본토 주가가 연초 대비 1.1% 하락에 그쳤다. 비야디는 홍콩과 본토시장에 동시 상장되어 있어 가격이 2개인데, 중국과 홍콩의 주식시장 상이한 구조로 인해 홍콩 주가가 본토 대비 약 20% 할인 거래되고 있다.

밸류에이션은 역사적 평균 이하, 하반기 갈수록 실적 개선과 더불어 밸류 부담 완화될 전망

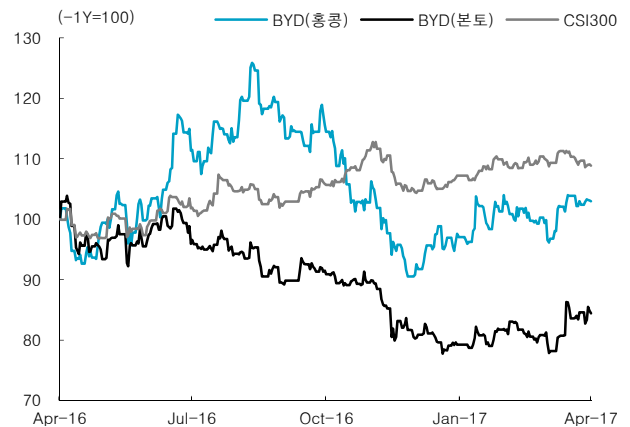
선전 주식시장에 상장된 동사의 12개월 예상 PER은 27배로 최근 3년간의 PER 밴드 하단에 위치해 있다. 특히 작년 하반기부터 주가가 부진했던 점과 하반기에 갈수록 업황이 개선될 것이란 점들을 감안하면 현재 밸류에이션 부담은 크지 않다. 다만 기타 경쟁 업체들의 급부상은 중장기적 위협 요인이 될 수 있어 향후 판매량 등 업황 개선 여부를 모니터링할 필요가 있다.

[그림 9] 경쟁사와의 주가 비교 : 북경차와 길리차



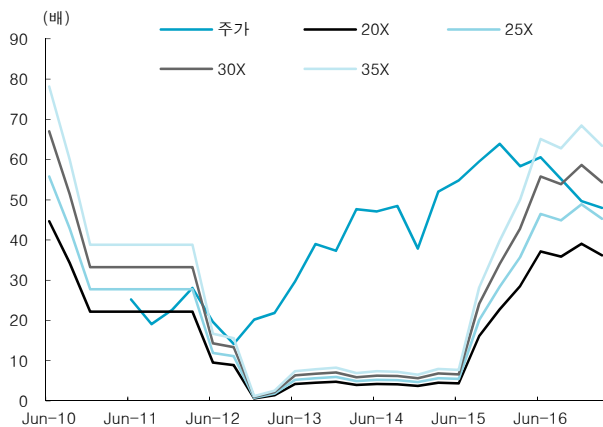
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] 비야디와 시장(CSI300 지수) 주가 추이



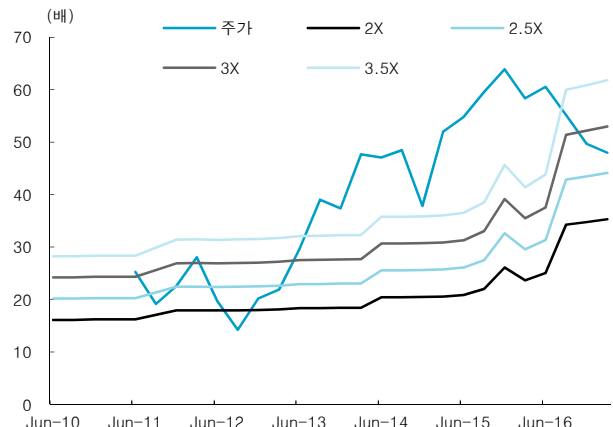
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 11] 비야디의 PER 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 12] 비야디의 PBR 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 4〉 비아디의 실적 추이

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액(백만달러)	8,403.1	8,986.5	12,352.2	15,090.1	18,183.2
영업이익(백만달러)	214.0	381.5	895.7	1,294.0	1,233.1
세전이익(백만달러)	135.3	141.9	604.0	989.1	1,025.4
순이익(백만달러)	90.0	70.4	449.4	760.8	820.5
EBITDA(백만달러)	803.9	1,081.8	1,757.7	2,352.2	2,290.5
순차입금(백만달러)	5,476.8	4,198.6	4,834.4	5,030.2	5,318.7
영업이익률(%)	2.5	4.2	7.3	8.6	6.8
ROE(%)	2.6	1.8	10.4	13.2	10.2
배당수익률(%)	0.2	0.0	0.0	1.5	0.9
EPS(달러)	0.04	0.03	0.18	0.29	0.30
(EPS 증가율, %)	666.7	(21.9)	521.2	62.4	1.8
BPS(달러)	1.52	1.65	1.81	2.51	2.96
DPS(달러)	0.01	0.00	0.00	0.08	0.44
PER(x)	129.0	135.0	31.3	18.7	23.8
PBR(x)	3.2	2.4	3.0	2.1	2.4
EV/EBITDA(x)	21.5	16.6	15.4	9.1	12.0

주: 2017F는 Bloomberg 추정치
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

완다시네마(002739.SZ)

최민하(mhchoi@truefriend.com) ☎ 02-3276-6260

Stock Data

CSI300(5/26)	3,480.4
주가(5/26)	56.1
시가총액(백만위안)	65,854.5
발행주식수(백만주)	1,174.3
52 주 최고/ 최저가(위안)	88.1/51.5
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	265.5
유동주식비율(%)	30.3
주요주주(%)	북경완다 투자유한회사 57.9
	북경완다 문화산업 그룹 2.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.9	(15.2)	(30.0)
상대주가(%p)	7.8	(13.1)	(44.9)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	112.1	46.5	34.6
PBR(x)	15.5	6.1	5.4

글로벌 영화 밸류체인 확대

- 중국 최대 영화관 체인 사업자로 문화 소비 확대의 수혜주
- 차별화된 영업 전략으로 시장 내 입지 강화 지속
- 그룹사의 적극적 인수합병 전략으로 밸류체인 확장 및 추가 성장 추구

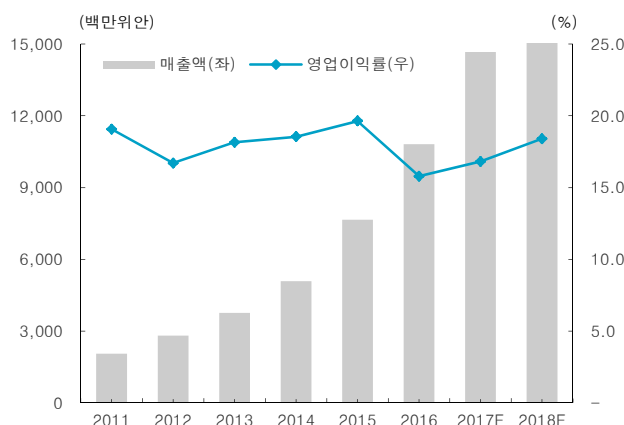
1. 기업 소개: 중국 최대 영화관 체인 사업자

완다시네마(萬達院線; Wanda Cinema Line Corp)는 2005년 설립돼 2009년 이후 1위 지위를 고수하고 있는 중국 최대의 영화관 체인 사업자다. 1988년 설립된 부동산 개발 기업인 완다그룹에서 문화 사업을 담당하던 완다시네마는 2016년 5월 영화 제작, 배급 등의 사업을 영위하던 자회사 완다미디어를 372억위안(약 6.6조원)에 흡수합병했고, 7월 영화 정보 제공, 티켓 예매, 영화 캐릭터 상품판매 사업 등을 영위하는 중국 최대 영화 매체 'Mtime(時光網)'을 19억위안(약 3,200억원)에 인수하는 등 영화 산업 밸류체인 전반에 걸쳐 사업을 확장하고 있다.

2015년 1월 22일 선전증권거래소에 상장됐으며 공모가는 16위안이었다. 최대주주는 북경 완다투자(Beijing Wanda Investment)로 지분율은 57.9%다. 2017년 4월 현재 시가 총액은 615억위안(125.9억달러)이다. 2016년 매출액은 108.2억위안(+41.4% YoY), 영업이익은 19.6억위안(+30.1% YoY), 순이익은 13.7억위안(+15.1% YoY)을 기록했다.

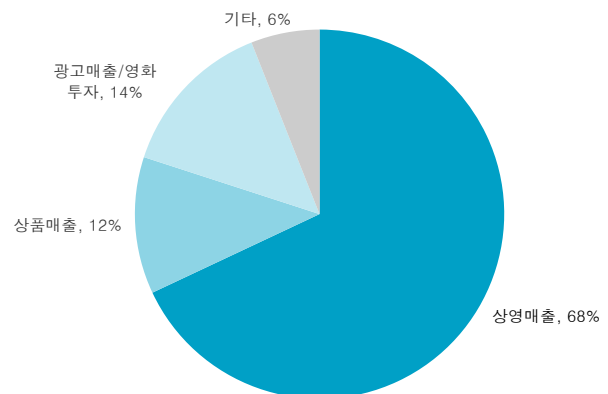
완다시네마는 2016년 말 기준 중국 전역에 324개 극장과 2,895개의 스크린을 운영하고 있다. 부문별 매출비중은 상영매출(68%), 매점 및 영화 IP 관련상품 등의 판매에 따른 상품매출(12%), 광고매출과 영화투자 수익(14%), 기타(6%) 등이다. 사업 확장 및 글로벌 시장 침투율 확대를 위해 공격적인 인수합병 전략을 추진하고 있다.

[그림 1] 매출액과 영업이익률 추이



주: 2017년 수치는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 매출액 비중



주: 2016년 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

2. 투자포인트

1) 중국인 문화 소비 확대의 수혜주

중국인 소득 수준 상승
문화 생활에 대한 욕구 높아져

중국인의 소득 수준이 상승하고 중산층이 두터워지며 문화 생활에 대한 욕구가 커지고 있다. 중국 박스오피스는 2012~2015년 연평균 37% 빠르게 성장했으나 2016년에는 457억 위안으로 3.7% 증가하며 부진했다. 그러나 글로벌 박스오피스 수익이 386억달러(약 43조 원)로 1% 성장에 그치면서 시장을 뛰어넘는 성장세를 지속했다.

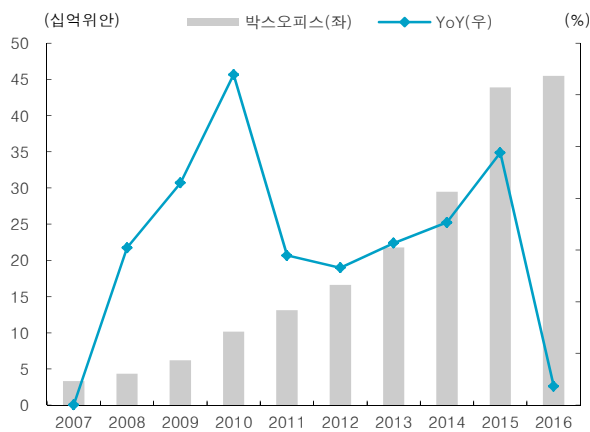
경제 발전으로 중산층 확대
→ 문화 소비 고객층 증가

중국 경제의 발전과 더불어 문화 소비의 고객층 또한 두터워지고 있다. 경제 성장으로 중산층이 늘어나는 추세인데 이들은 강한 지위 상승 욕구를 바탕으로 지식습득 등을 통해 다른 계층과 차별화하고 싶어한다. 중산층은 중국 레저, 문화 소비의 주요 고객층으로 자리매김했으며 여가 생활에 대한 욕구가 크다.

인당영화관람횟수 연 0.9 회
→ 시장 성장 지속 전망

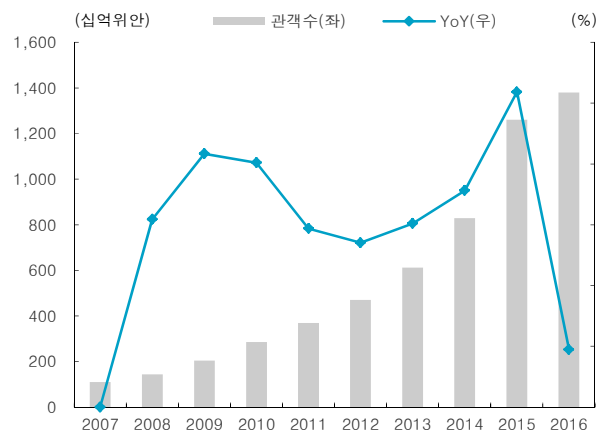
중국 영화 시장은 세계 2위 규모임에도 불구하고 영화 콘텐츠, 영화관 인프라 등이 걸음마 단계에 불과해 성장 잠재력이 매우 높다. 중국인의 인당 영화관람 횟수는 연 0.9회로 한국 4.2회, 미국 3.8회에 비해 현저히 적어 향후 콘텐츠가 풍부해지고 영화관 수가 늘어나면서 높은 성장 추세를 지속할 것이다.

[그림 3] 중국 박스오피스 규모와 성장률



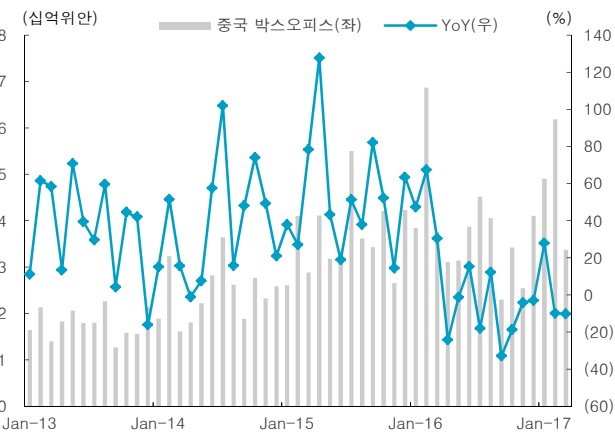
자료: CBO, Entgroup, 한국투자증권

[그림 4] 중국 영화 관객수와 성장률



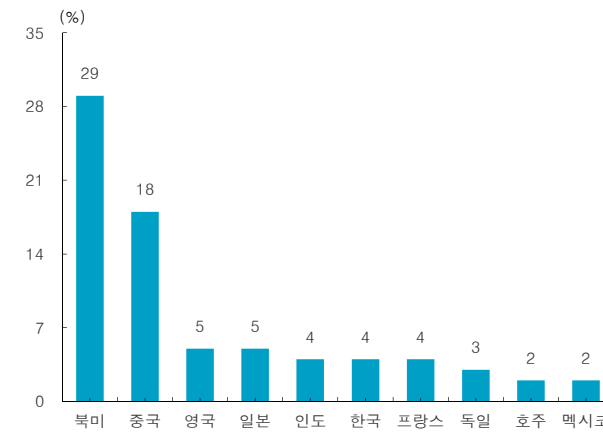
자료: CBO, Entgroup, 한국투자증권

[그림 5] 중국 박스오피스 월간 매출액 및 증가율



자료: CBO, Entgroup, 한국투자증권

[그림 6] 전 세계 박스오피스 국가별 매출 비중



주: 2015년 기준
자료: 미국영화협회, 한국투자증권

**중국 1 위 사업자의
윌등한 영업능력**

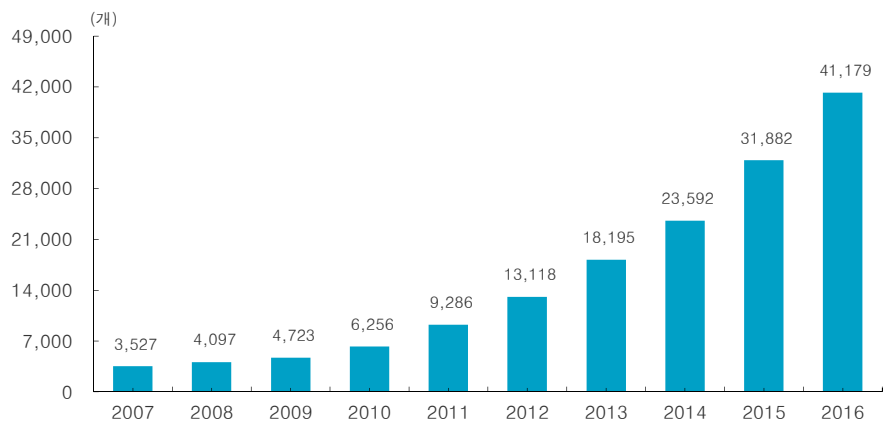
2) 차별화된 영업전략으로 시장 입지 강화 도모

완다시네마는 설립 후 4년만인 2009년 중국 1위 사업자로 등극한 이후 상영관을 지속적으로 확장하고 프리미엄 상영관 확대 등의 차별화된 서비스를 제공하며 입지를 강화하고 있다. 2016년 기준 중국 영화관 스크린 수는 41,179개로 2010년 대비 558% 증가했다. 완다시네마의 시장 점유율은 14%다.

**프리미엄 상영관 비중 높아
차별화된 서비스, 높은 ATP로
수익 호전 견인**

완다시네마는 아이맥스(IMAX), 3D상영관 등 프리미엄 상영관 비중이 시장 평균을 상회해 중국 관객들에게 차별화된 서비스를 제공하고 있다. 완다시네마는 2013년 120개의 아이맥스 상영관을 설치하기로 한데 이어 작년 8월에는 향후 6년 간 150개를 추가하는 계약을 맺고 금년부터 공사에 들어가 2020년까지 110개, 나머지는 2022년까지 완공할 예정이다. 이렇게 되면 완다시네마는 2020년까지 300개의 아이맥스 스크린을 보유하게 된다. 2016년 6월 기준 완다시네마의 아이맥스 상영관수는 156개로 전체의 57%를 차지한다. 중국 영화 시장 성장과 함께 프리미엄 상영관에 대한 수요도 커질 것으로 예상된다. 프리미엄관은 평균티켓가격(ATP)이 높아 P 상승을 통해 매출 증대에 기여할 것이다. 2016년 기준 완다시네마의 평균티켓가격(ATP)은 37.9위안으로 상위 10개 사업자 중 가장 높았다.

[그림 7] 중국 영화관 스크린 수 추이



자료: 언론자료, 한국투자증권

**그룹사의 밸류체인 확장,
추가 성장 추구**

3) 그룹의 적극적인 인수 전략에 힘입은 밸류체인 확장 기회 열려 있어

완다그룹은 글로벌 엔터테인먼트사로의 자리매김을 위한 역량 강화의 일환으로 M&A에 적극적으로 나서며 밸류체인 확장을 꾀하고 있다. 완다시네마는 그룹의 인수합병 전략을 통한 문화사업 확대 기조 속에서 기존 사업과 시너지가 기대되는 등 추가 성장의 기회가 열려 있다.

**적극적인 M&A를 통해
글로벌 입지 강화**

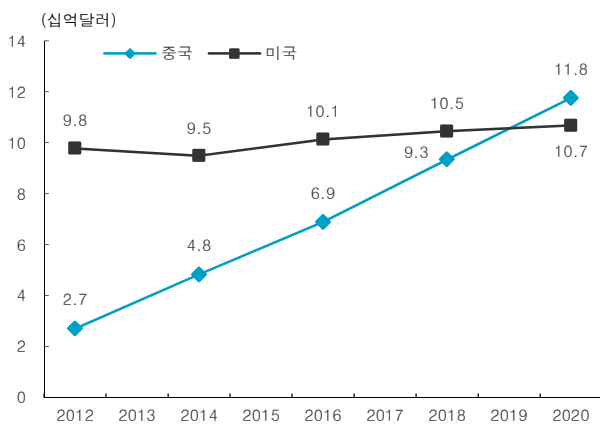
완다그룹은 2012년 미국 극장업계 2위인 AMC엔터테인먼트를 26억달러에 사들이고, 2015년에는 호주의 극장 체인 '호이즈(Hoyts) 그룹'을 인수했다. 2016년 1월 미국 할리우드 영화사인 레전더리 엔터테인먼트를 35억달러에 매입해 영화 제작으로 영역을 확장했고, 4월에는 미국 4위 극장 업체인 카마이크(Carmike)를 미국의 영화관 체인 자회사 AMC를 통해 12억달러에 인수했다. 공격적인 인수합병 전략으로 글로벌 최대 극장 체인으로 등극한 완다그룹의 미국 내 스크린 수는 기존의 미국 영화 상영관 체인 1위 사업자인 리걸엔터테인먼트를 넘어섰다. 이 외에 유럽 최대 영화관인 오데온&UCI 시네마와 북유럽 1위 노르딕시네마 등을 잇달아 인수해 완다그룹의 전 세계 극장 점유율이 15%를 넘어서는 등 글로벌 입지가 강화되고 있다.

〈표 1〉 완다그룹의 엔터테인먼트 사업 관련 인수 합병·투자 추진 사례

시기	인수 업체	설명	인수/투자 금액	비고
2012년 5월	AMC	미국 영화관 체인	26억달러	
2015년 6월	호이츠	호주 영화관 체인	2.4억달러	2위 사업자
2015년 12월	스타플렉스 시네마	미국 영화관 체인	1.7억달러	
2016년 1월	레전더리 엔터테인먼트	미국 영화제작사	35억달러	
2016년 3월	카마이크	미국 영화관 체인	11억달러	
2016년 7월	오데온 & UCI	유럽 영화관 체인	9억 2,100만 파운드	
2016년 7월	Mtime	중국 최대 영화매체	2.8억달러	완다시네마가 인수
2016년 9월	모션픽처그룹(소니)	전략적 합작	-	전략적 합작
2016년 11월	덕 클라크 프로덕션	미국 TV 제작사	10억달러 (인수 무산)	2017년 3월, 인수 무산
2017년 1월	노르딕시네마홀딩스	유럽 영화관 체인	9.3억달러	북유럽 1위 사업자

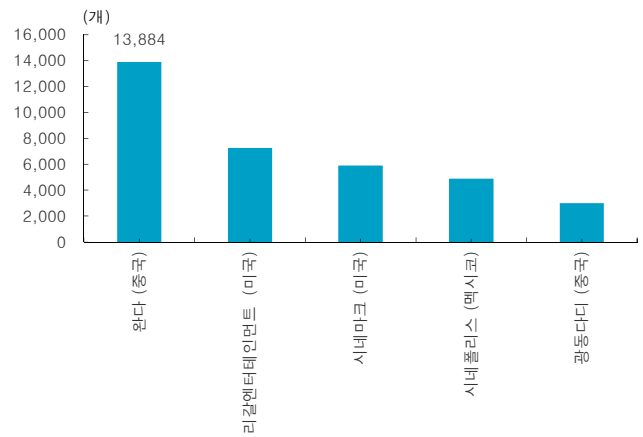
자료: 완다그룹, 언론자료, 한국투자증권

[그림 8] 미중 박스오피스 매출액 추이



자료: 월스트리트저널(WSJ), 한국투자증권

[그림 9] 기업별 스크린 확보 수



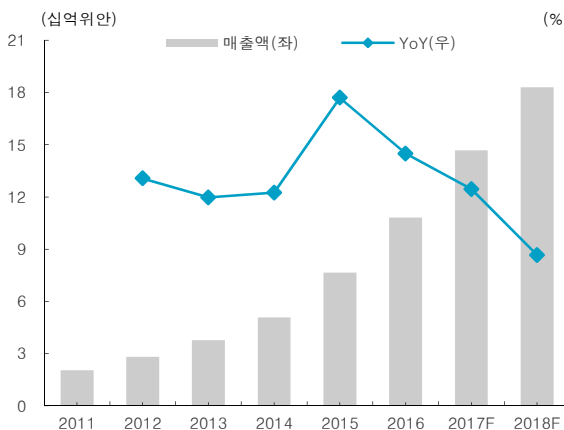
주: 2016년 4분기 기준
자료: 월스트리트저널(WSJ), 한국투자증권

3. 실적 추이

2017년 매출액과 영업이익 36%, 44% 증가 예상

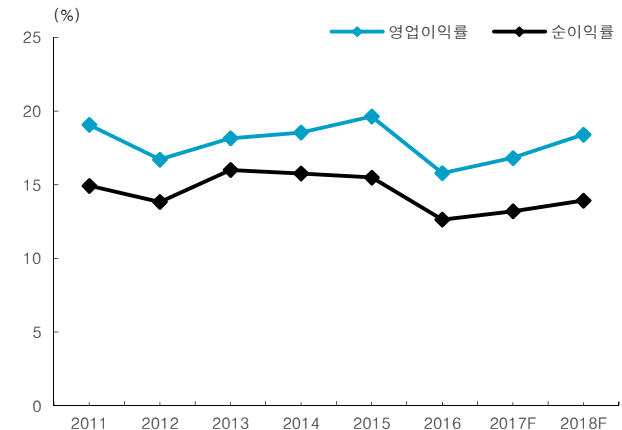
2016년 매출액은 108억위안으로 전년동기대비 41.4% 증가했고, 영업이익은 17.1억 위안으로 13.7% 늘었다. 중국 영화 시장의 성장으로 상영매출 규모가 커지면서 영업레버리지 효과로 이익 개선 속도는 갈수록 빨라질 전망이다. 블룸버그 컨센서스 기준 2017년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 35.6%, 44.4% 늘어날 것이다.

[그림 10] 매출액 및 매출 성장률 추이



주: 2017년~2018년 수치는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 11] 영업이익률과 순이익률



주: 2017년 수치는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

4. Peer valuation

2017F PER 완다시네마
31.6 배, CJ CGV 33.5 배

완다시네마 주가는 2017F PER 31.6배에 거래되고 있다. 작년 흥행 라인업 부진, 높은 기저 등으로 박스오피스 시장 성장이 정체돼 업체별 실적도 예상을 하회, 업종 주가가 부진했다. 금년 2분기부터 높은 기저가 사라지고 분노의 질주, 스타워즈 등 흥행에 성공했던 외화 시리즈 속편이 잇달아 개봉되며 박스오피스 시장이 성장을 재개할 것으로 예상돼 리레이팅이 가능할 것으로 보인다. 참고로 한국 1위 사업자인 CJ CGV는 2017F PER 33.5 배에 거래되고 있다.

〈표 2〉 peer valuation

	Wanda Cinema	Domestic		Global								
		CJ CGV	Cinemark Holdings	Marcus Corp.	Regal Ent.	IMAX	iMAX China Holdings	Shanghai Film Group	Cineworld	Cineplex PVR Ltd.		
Price (USD)	7.6	75.2	43.3	33.2	21.6	30.8	4.7	4.3	9.1	39.3	25.1	
Market cap (USD mn)	8,983	1,592	5,035	920	3,391	2,051	1,678	1,598	2,445	2,493	1,174	
PER (x)	2016A	46.5	120.8	16.0	22.9	18.4	67.0	49.0	52.8	18.3	41.6	27.9
	2017F	31.6	33.5	18.5	20.1	17.1	30.9	32.7	37.2	18.6	29.0	66.7
	2018F	24.1	24.4	17.3	18.7	15.9	24.3	26.7	29.5	17.2	24.7	41.3
PBR (x)	2016A	6.1	4.0	3.5	2.2	-	3.7	9.2	-	2.3	4.3	3.9
	2017F	5.1	4.2	3.5	2.2	-	3.3	6.8	4.3	2.8	4.6	7.8
	2018F	4.3	3.6	3.1	2.0	-	3.0	5.5	3.8	2.6	4.5	6.8
EV/EBITDA (x)	2016A	29.5	13.2	10.3	11.0	9.6	17.9	29.7	44.6	12.0	15.9	23.9
	2017F	17.7	10.0	8.0	8.9	8.0	13.2	18.9	-	11.1	13.0	22.1
	2018F	13.3	8.7	7.5	-	7.5	10.7	15.0	-	10.2	11.6	16.4
ROE (%)	2016A	14.0	3.1	21.6	10.3	-	4.9	20.8	28.1	13.7	10.5	18.6
	2017F	16.8	12.6	19.0	10.8	(25.6)	11.9	23.2	12.7	14.9	14.6	12.1
	2018F	18.8	14.7	18.0	10.9	(33.4)	12.9	22.8	14.0	15.0	16.2	16.6
Sales (USD mn)	2016A	1,629.4	1,235.1	2,918.8	543.9	3,197.1	377.3	118.5	156.0	1,081.3	1,116.6	285.7
	2017F	2,121.2	1,519.3	3,129.9	658.7	3,318.1	410.6	146.2	191.1	1,122.3	1,209.3	336.2
	2018F	2,645.6	1,693.8	3,287.5	678.5	3,398.1	453.8	168.9	243.1	1,208.3	1,270.6	404.8
OP (USD mn)	2016A	257.3	60.7	422.9	70.0	339.4	58.2	46.4	29.3	152.9	94.6	32.5
	2017F	356.4	88.8	485.5	87.7	380.1	79.1	64.6	51.2	173.1	-	36.3
	2018F	486.3	110.6	515.6	93.5	399.3	111.4	78.6	65.2	186.4	-	57.4
OPM (%)	2016A	15.8	4.9	14.5	12.9	10.6	15.4	39.1	18.8	14.1	8.5	11.4
	2017F	16.8	5.8	15.5	13.3	11.5	19.3	44.2	26.8	15.4	n/a	10.8
	2018F	18.4	6.5	15.7	13.8	11.8	24.6	46.5	26.8	15.4	n/a	14.2
EPS (USD)	2016A	0.2	0.5	2.2	1.4	1.1	0.4	0.1	0.1	0.4	1.0	0.4
	2017F	0.2	2.2	2.3	1.7	1.3	1.0	0.1	0.1	0.5	1.4	0.4
	2018F	0.3	3.1	2.5	1.8	1.4	1.3	0.2	0.1	0.5	1.6	0.6
EPS Growth (% YoY)	2016A	2.9	(76.8)	17.1	55.4	10.1	(45.6)	(116.1)	2.8	(11.0)	(42.9)	697.3
	2017F	38.1	346.8	6.7	21.5	15.6	131.9	44.0	1.8	15.9	42.4	(7.0)
	2018F	31.0	37.0	7.0	7.4	7.6	27.2	22.2	26.1	8.1	17.6	61.3

자료: Bloomberg, 한국투자증권

5. 주가 추이

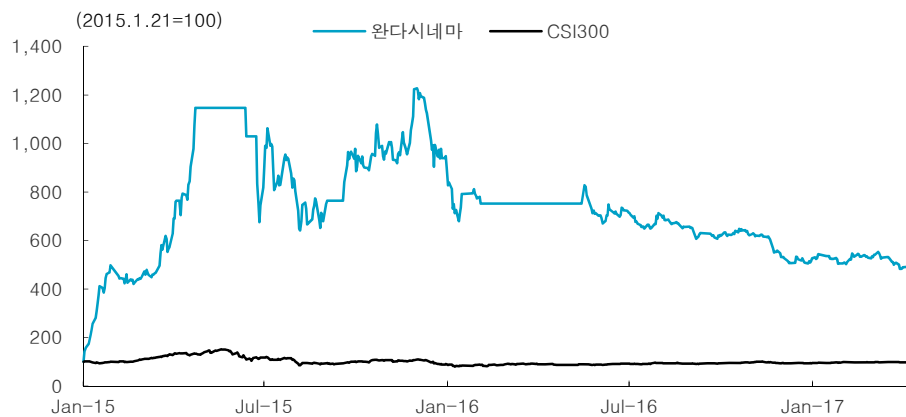
영화 시장 성장 기대감으로
공모 직후 주가 빠르게 상승

완다시네마는 2015년 1월 선전증권거래소에 상장됐으며 중국 영화 시장 성장에 대한 기대감이 반영되며 상장 직후 11일 연속 상한가를 기록하는 등 주가가 가파르게 상승했다. 공모가는 16위안이었다. 2016년 2분기 이후 라인업 부진으로 중국 박스오피스 시장이 역성장하면서 실적 저하 우려 등으로 주가는 하락세가 지속되고 있다.

2분기부터 시장 구조적 성장
재개하며 주가 반등 예상

2016년 상반기 자회사 합병 등으로 약 3개월 간 거래가 정지됐다가 6월 5일부터 재개됐다. 그러나 중국 박스오피스 매출이 2016년 2분기(-4.9%), 3분기(-13.4%), 4분기(-9.2%)에 걸쳐 3분기 연속 역성장하면서 시장 성장률 둔화에 대한 우려가 커지며 주가가 부진했다. 2017년 1분기에는 전년동기의 역대 최고 흥행작인 ‘미인어(2016년 2월 8일 개봉)’의 기저 부담이 컸다. 2분기 이후 박스오피스의 구조적 성장이 재개될 것이라는 점과 중국 영화관 1위 사업자라는 점을 감안하면 현 주가 수준은 매력적이다.

[그림 12] 주가 추이



주: 2015년 1월 22일 선전증권거래소에 상장됨
자료: 한국투자증권

<표 3> 완다시네마의 실적 추이

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액(백만달러)	612.5	824.9	1,217.9	1,629.4	2,117.4
영업이익(백만달러)	110.2	149.7	239.1	257.3	344.1
세전이익(백만달러)	128.4	171.6	248.5	271.8	362.6
순이익(백만달러)	98.0	130.0	188.7	205.8	275.2
EBITDA(백만달러)	-	180.6	278.5	309.4	490.6
순차입금(백만달러)	(194.2)	(281.3)	(136.2)	134.1	77.3
영업이익률(%)	18.0	18.1	19.6	15.8	16.3
ROE(%)	31.8	30.8	19.6	14.0	16.2
배당수익률(%)	-	-	0.2	0.4	0.6
EPS(달러)	0.10	0.13	0.17	0.18	0.24
(EPS증가율, %)	55.1	32.1	31.0	2.9	34.7
BPS(달러)	0.36	0.48	1.20	1.27	1.51
DPS(달러)	-	0.06	0.03	0.03	0.34
PER(x)	-	-	112.1	46.5	34.6
PBR(x)	-	-	15.5	6.1	5.4
EV/EBITDA(x)	-	-	80.0	31.4	20.3

주: 2017F는 Bloomberg 추정치
자료: Bloomberg, 한국투자증권

관심종목 40선

푸동발전은행 (600000.SH)	78	평안은행 (000001.SZ)	118
중국석화(600028.SH/0386.HK)	80	메이디그룹 (000333.SZ)	120
폴리부동산(600048.SH)	82	경동방테크놀로지(000725.SZ)	122
우통객차(600066.SH)	84	중항항공기(000768.SZ)	124
동인당(600085.SH)	86	광발증권 (000776.SZ/1776.HK)	126
동방항공(600115.SH/0670.HK)	88	의빈오량액 (000858.SZ)	128
북성의약(600196.SH/2196.HK)	90	청화자광(000938.SZ)	130
항서제약(600276.SH)	92	화란바이오 (002007.SZ)	132
영파운승(600366.SH)	94	국현하이테크(002074.SZ)	134
편자황(600436.SH)	96	금풍테크놀로지(002202.SZ/2208.HK)	136
귀주모태(600519.SH)	98	하이크비전 (002415.SZ)	138
안휘시멘트(600585.SH/0914.HK)	100	선마의류(002563.SZ)	140
칭다오하이얼(600690.SH)	102	베이인메이(002570.SZ)	142
화위자동차시스템(600741.SH)	104	딩한테크놀로지(300011.SZ)	144
금강호텔개발(600754.SH)	106	아이얼안과그룹(300015.SZ)	146
융기고분(601012.SH)	108	왕수과학기술(300017.SZ)	148
사일룬금우(601058.SH)	110	벽수원(300070.SZ)	150
심천가스(601139.SH)	112	화책미디어(300133.SZ)	152
환신미디어(601801.SH)	114	바이헬스(300146.SZ)	154
중국국여(601888.SH)	116	인민재산보험(2328.HK)	156

푸둥발전은행(600000.SH)

위기를 헤쳐나간다

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	12.8
시가총액(백만위안)	360,852.3
발행주식수(백만)	28,103.8
52주 최고/최저가(위안)	13.3/11.1
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	378.1
유동주식비율(%)	55.4
주요주주(%)	부덕생명인수보험 집단 20.68
	상해국제그룹 19.53

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.4	(1.0)	8.2
상대주가(%p)	11.3	1.1	(6.7)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	6.7	6.7	6.7
PBR(x)	1.1	1.0	0.9

What's new: 순수수료 수익 증가에 힘입어 양호한 실적 시현

2016년 순이익은 531억 위안(+4.9% YoY)을 기록했다. 비록 2015년의 7.6% 성장에 비해서는 둔화되었으나 컨센서스를 상회했다. 금리 하락으로 순이자수익이 감소했으나 순수수료 수익이 전년 대비 47% 급증하며 실적 개선을 견인했다.

2017년 1분기 순이익은 145억 위안(+3.9% YoY)으로 2015년 이후의 둔화세가 지속됐다. NIM이 하락했고 NPL 비율 상승으로 총당급 적립액이 증가한 반면 순수수료수익 증가율은 4.9%에 그쳤다.

Positives: 리테일 중심의 수익구조 전환, 자본건전성 보완

동사는 2016년부터 구조조정을 통해 수익구조를 개선했다. 리테일 중심의 수익 구조로 전환하면서 이자수익의 비중이 줄어들고 수수료 수익 비중이 높아지고 있다. 향후 신용카드, 금융상품 판매 등 리테일 사업을 통해 수수료 수익을 늘릴 계획이다.

한편 동사는 대주주인 상해국제공사가 148억 위안의 유상증자에 참여하며 자본건전성을 보완했다. 감독 당국의 승인을 받았고 올해 안에 자금이 보충될 예정이어서 중장기적인 발전의 기반을 마련했다.

Negatives: NIM 하락, NPL 증가,

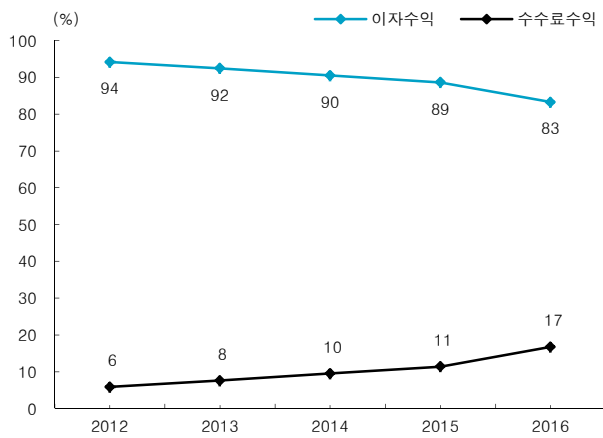
중국의 모든 상업은행들이 그렇듯이 동사도 NIM이 꾸준히 하락하고 NPL은 꾸준히 증가하고 있다. 올해 1분기 동사는 금리 상승과 정부의 디레버리징 환경에서 과거 비중이 높았던 은행 간 여수신 업무를 줄였다. 이에 따라 NIM이 2015년 4분기 2.4%에서 올해 1분기에는 1.7%로 크게 하락했다.

한편 NPL 비율은 올해 1분기 1.9%를 기록해 업계 평균을 상회했다. 이는 2014년 1.1% 대비 0.8%p 상승한 것으로 상승 속도는 2016년 이후 소폭 둔화됐다. NPL 커버리지 비율도 167%로 2015년 211%, 2016년 169%에서 추가 하락했다. 중국 은감회에서 NPL 커버리지비율을 150% 이상으로 요구하고 있어 버퍼도 크지 않다.

결론: 올해 상반기 실적 바닥 통과 예상, A주의 MSCI 편입시 수혜 예상

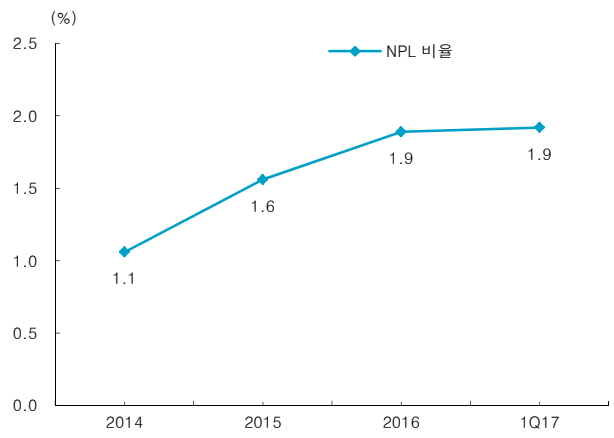
NIM이 꾸준히 하락하고 NPL에 대한 우려가 지속되고 있으나 동사의 적극적인 수익구조 개선 전략이 중장기 발전 가능성을 높일 전망이다. 또한 동사는 상해시 정부 산하의 지역 은행으로 국유기업 개혁을 통해 경영 효율성이 개선될 가능성이 높다. 2017년, 2018년 순이익은 전년 대비 각각 6.9%, 8.0% 증가할 전망이다. 12개월 예상 PER는 6.7배로 업계 평균 대비 저평가되어 있다. 이 외에 올해 A주가 MSCI EM지수에 편입되면 시가총액이 가장 크나 홍콩증시에 상장되어 있지 않아 수급 개선에 도움이 될 것이다.

[그림 1] 푸둥발전은행의 이자수익과 수수료 수익 비중 추이



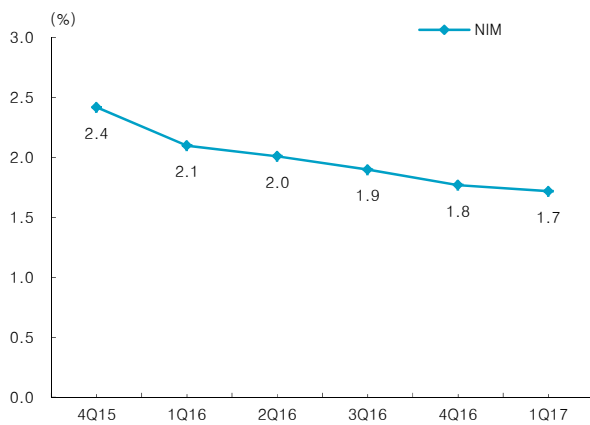
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 푸둥발전은행의 NPL 비율 추이



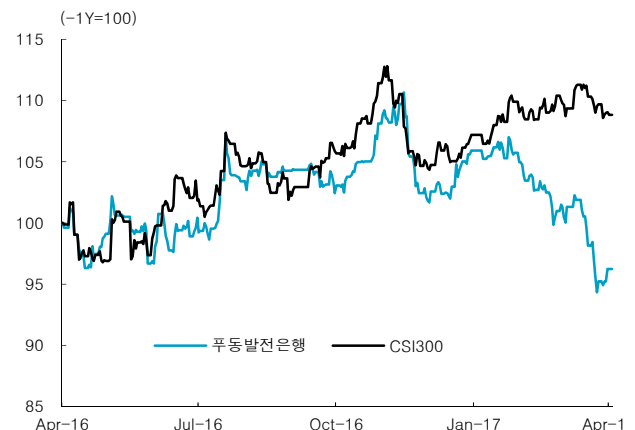
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 푸둥발전은행의 NIM 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 푸둥발전은행 주가와 CSI300지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 푸둥발전은행의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
순이자이익	12,825.8	14,740.7	17,039.6	17,024.1	12,154.4
비이자이익	2,651.3	3,689.0	4,752.0	6,194.7	4,633.1
대손충당금전입액	1,574.1	3,420.0	5,624.7	7,124.0	7,776.3
순영업수익	11,414.7	12,531.2	13,524.5	14,397.9	9,011.3
일반관리비	2,816.9	3,077.7	3,446.9	3,897.2	4,649.6
영업이익	8,597.9	9,453.5	10,077.6	10,500.8	4,361.7
당기순이익	6,138.3	7,053.9	7,590.6	7,964.9	3,445.7
배당성향(%)	30.1	30.0	19.0	8.1	11.2
배당수익률(%)	7.0	4.8	2.8	1.2	1.7
ROA(%)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.4
ROE(%)	21.4	20.2	17.6	15.5	6.4
예대율(%)	83.8	80.5	84.4	103.8	78.2
대손율(%)	0.5	1.1	1.5	1.6	3.2
고정이하여신비율(%)	0.7	1.0	1.4	1.7	2.4
NPL 커버리지 비율(%)	319.6	249.1	211.4	169.1	-
보통주자본비율(%)	8.6	8.6	8.6	8.5	8.2
BIS 자본비율(%)	11.0	11.3	12.3	11.6	-

자료: Factset, 한국투자증권

중국석화(600028.SH/0386.HK)

국제 원유 가격 안정으로 호실적 예상

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	6.1
시가총액(백만위안)	729,974.9
발행주식수(백만)	95,557.8
52주 최고/최저가(위안)	6.2/4.5
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	771.7
유동주식비율(%)	7.6
주요주주(%) 중국석유화학그룹	89.78
중국증권금융 유한회사	1.95

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.2	20.4	33.1
상대주가(%p)	5.2	22.6	18.2

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	14.6	12.8	13.6
PBR(x)	0.7	0.8	1.0

What's new: 컨센서스에 부합한 실적

2016년 매출액과 순이익은 각각 1.93조 위안(-4.4% YoY), 464.2억 위안(+43.8% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 브랜트 현물유 가격이 평균 43.7달러/배럴로 전년대비 16.7% 하락하면서 매출액이 감소하고 탐사 시추 K사업부문의 적자폭이 확대됐다. 다만 정유마진 개선으로 정유/화학 사업부문의 실적이 개선되면서 순이익은 증가했다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 5,822억 위안(+40.6%, YoY), 166.4억 위안(+168.7% YoY)으로 양호했다. 이는 1) 1분기 국제 원유 현물가격이 49.1달러/배럴로 전년동기대비 81.4% 상승해 탐사 시추 사업의 적자폭이 크게 감소했고, 2) 화학 사업이 에틸렌의 견고한 마진과 판매량 증가에 힘입어 호실적을 보였기 때문이다.

Positives: 정유부문과 화학부문이 실적 개선을 주도할 것

3월 국제 유가가 급락함에 따라 1개월 후행 기준 1분기 평균 정제마진은 6.2달러/배럴로 2016년 4분기 9.8달러/배럴에 비해 크게 낮아졌다. 낮아진 정제마진에서도 동사의 정유 사업부문 실적은 견조했다. 봄철 성수기 진입으로 가솔린 수요가 확대되고 일본과 쿠웨이트 정제 설비 폐쇄로 정제마진이 상승해 정유 사업의 호실적은 계속될 전망이다.

화학 산업은 통상 3~5월이 성수기이며, 동사의 주력 제품인 에틸렌과 합성수지는 타 화학 제품에 비해 마진이 견고한 수준을 유지하고 있다. 특히 글로벌 에틸렌 수요가 증가하는 가운데 지난 몇 년간 생산 설비에 대한 투자는 적어 타이트한 수급이 지속될 전망이다. 화학 사업의 양호한 실적이 지속될 것이다.

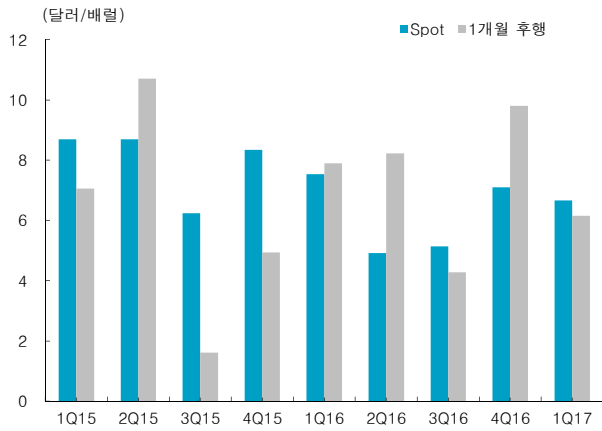
Negatives: 유가 변동성 확대

2016년 11월 석유수출국기구(OPEC)가 감산에 합의하면서 국제 유가가 안정적으로 상승하면서 동사의 탐사 및 시추 사업의 적자폭이 감소했다. 5월 28일 OPEC 정기총회에서 감산 합의 연장 연부가 결정되는데 감산 연장이 무산되면 국제 유가가 재차 급락할 수 있어, 동사 실적에 최대 불안요인으로 작용할 전망이다. 설사 감산 연장에 합의하더라도 감산 이행 여부가 국제 유가에 미치는 영향이 커 이에 주목할 필요가 있다.

결론: 꾸준한 실적 개선

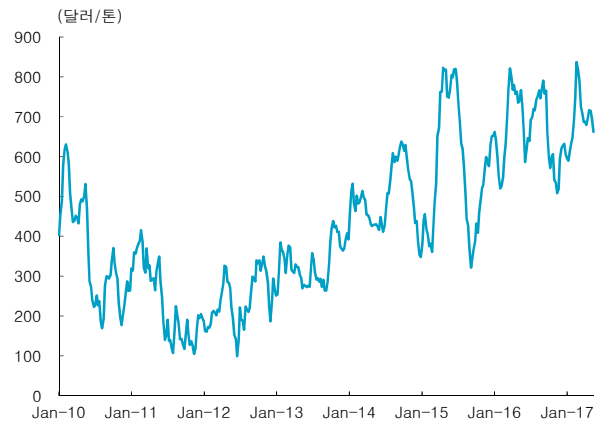
2017년 매출액과 순이익은 각각 2.26조 위안(+17.3% YoY)과 588.9억 위안(+26.9% YoY)을 기록하며 꾸준한 성장세를 이어갈 전망이다. 시장에서 올해 국제 유가가 배럴당 50달러 선에서 움직일 것으로 예상함에 따라 실적이 크게 개선될 가능성은 낮으나, 정유 사업과 화학 사업의 꾸준한 성장으로 양호한 실적을 보일 전망이다. 2017년 예상 PER은 12.9배로 지난 3년 평균 PER인 16.5배 대비 낮아 밸류에이션 매력이 부각된다.

[그림 1] 분기별 spot 및 1개월 후행 정제 마진



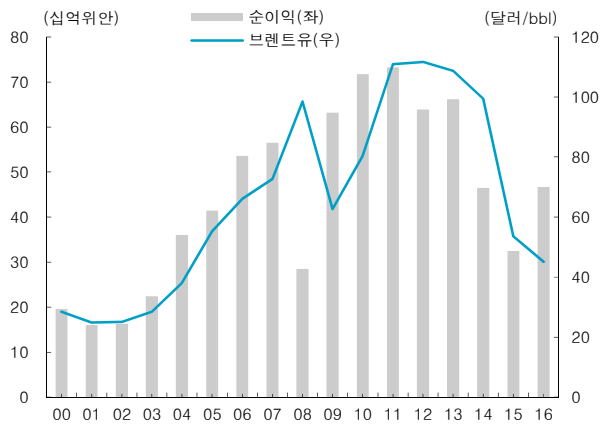
자료: 페트로넷, 한국투자증권

[그림 2] 에틸렌 spot 스프레드



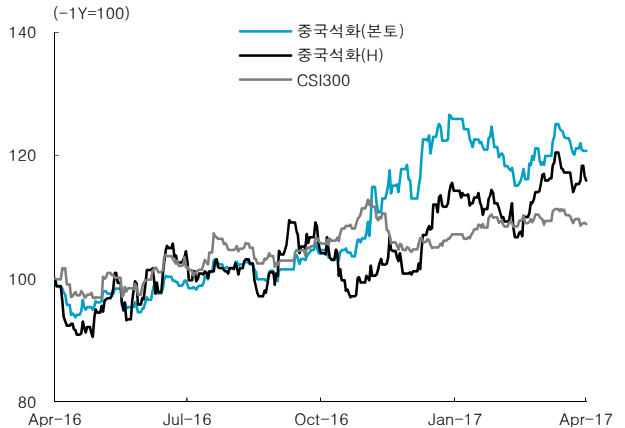
자료: 한국투자증권

[그림 3] 순이익과 국제유가의 변화 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 중국석화의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	460,861.4	451,488.1	314,786.4	283,133.8	325,912.2
영업이익	15,743.2	11,927.7	9,043.4	11,624.3	13,194.3
세전이익	15,461.3	10,632.0	8,978.0	12,069.8	13,888.4
순이익	10,757.2	7,541.9	5,174.4	7,028.2	8,351.5
EBITDA	28,962.0	26,551.3	24,395.4	27,951.8	28,536.4
순 차입금	48,635.1	51,387.1	28,597.5	7,171.5	10,914.1
영업이익률(%)	3.4	2.6	2.9	4.1	4.0
ROE(%)	12.2	8.0	5.1	6.7	7.6
배당수익률(%)	4.9	4.0	3.8	5.1	4.2
EPS(달러)	0.09	0.06	0.04	0.06	0.07
(EPS 증가율, %)	30.9	(30.3)	(33.7)	35.4	13.8
BPS(달러)	0.81	0.81	0.86	0.85	0.89
DPS(달러)	0.04	0.03	0.02	0.04	0.26
PER(x)	8.7	12.6	14.6	12.8	13.6
PBR(x)	1.0	1.0	0.7	0.8	1.0
EV/EBITDA(x)	4.6	6.5	5.7	4.1	4.7

자료: Bloomberg, 한국투자증권

폴리부동산(600048.SH)

최대 국영 부동산 개발 업체, 무난한 실적

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	9.6
시가총액(백만위안)	113,485.3
발행주식수(백만)	11,858.4
52주 최고/최저가(위안)	10.7/8.2
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	553.2
유동주식비율(%)	43.8
주요주주(%)	보리남방그룹 38.05
	태강 인수보험유한책임회사 7.12

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.2)	(4.9)	16.4
상대주가(%p)	(2.3)	(2.7)	1.5

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	9.3	8.3	7.2
PBR(x)	1.6	1.2	1.1

What's new: 기대에 부합하는 무난한 실적, 1분기 매출총이익률 상승

2016년 매출액은 1,548억 위안(+25.4% YoY), 순이익은 124억 위안(+0.6% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 중국 부동산 시장의 호황으로 주택 판매가 늘어나 매출 증가는 높았으나, 건설 프로젝트들의 매출총이익률이 크게 하락하면서 순이익 증가율은 0.6%에 그쳤다.

2017년 1분기 매출액은 179.0억 위안(-5.1% YoY), 순이익은 18.9억 위안(+38.7% YoY)을 기록했다. 매출총이익률이 높은 2015년 하반기의 프로젝트들이 결산되며 수익성이 개선됐다. 올해 1~4월 부동산 판매액은 총 1,852억 위안으로 전년동기대비 28% 늘어났다.

Positives: 올해 판매량 호조 예상, 1~2선 도시의 토지 확보로 향후 성장동력 준비

올해 주택 판매액은 2,500억 위안에 달할 전망이다. 이는 전년대비 19% 늘어난 규모로 정부의 규제 강화를 감안하면 견조한 편이다. 중국 정부는 작년 10월부터 대도시 부동산 규제를 강화했으나, 과거에 비해 지역별로 차별화 됐다는 점에서 다르다. 이에 따라 베이징, 상하이 등 대도시의 주택가격은 상승률이 둔화되는 추세이나 대도시 주변의 위성도시 주택가격은 상승세를 유지하고 있다. 동사가 건설한 주택들이 대부분 화동, 화남 등 연해 지역에 위치하고 재고도 적으며 신규착공면적이 늘고 있어 올해 목표를 달성할 가능성이 높다.

최근 비축한 토지는 향후 안정적 성장의 바탕이 될 것이다. 올해 1분기 동사는 주택재고가 적은 1~2선 도시에서 27건의 토지를 매입했다. 매입액은 297억 위안으로 전년동기대비 76% 늘었다. 국영기업으로 정부와의 관계를 통해 가성비 좋은 토지를 매입함으로써 향후 성장에 필요한 동력을 확보했다.

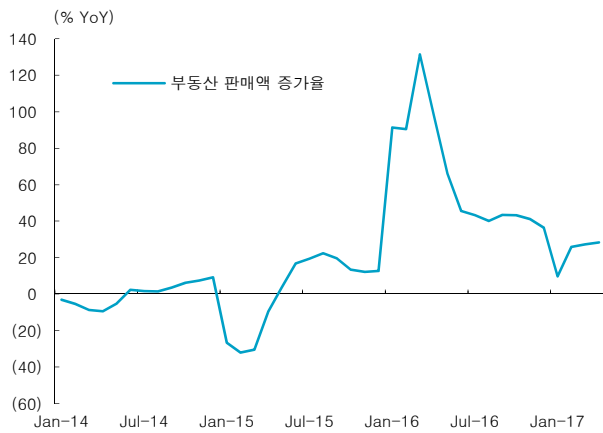
Negatives: 부채비율 상승, 매크로 환경은 불리

올해 1분기 공격적인 토지매입으로 부채비율이 다시 상승했다. 1분기 부채비율은 324%로 2016년 296%와 2015년 316%에 비해 높다. 다만 매입한 토지의 68%가 주택재고가 적고 소득 수준이 높은 1~2선에 집중되어 있으며 부채비율의 절대 수준이 크게 높지 않아 큰 우려는 없다. 한편 올해 매크로 환경은 부동산 산업에 유리하지 않다. 현재 가격 상승이 지속되면서 규제가 강화되고 범위도 확대되고 있으며 금리도 완만하게 상승하고 있다. 하반기로 갈수록 부동산 판매는 점진적으로 둔화될 가능성이 높다. 그러나 중기적으로 정부의 디레버리징이 1차 목표를 달성하고, 경기 둔화 속도가 예상보다 빠를 경우 정부 기조가 다시 부동산 부양으로 바뀔 수 있다.

결론: 경쟁사 대비 낮은 수익성이 걸림돌, 실적 대비 저평가 매력 부각

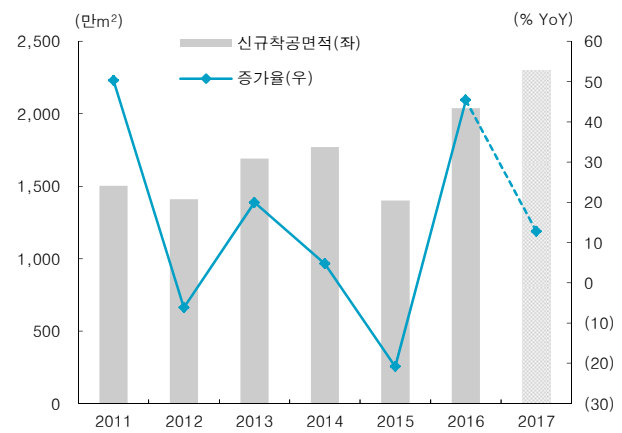
2017년, 2018년 순이익은 전년대비 각각 23%, 18% 증가하며 호실적을 이어갈 전망이다. 국영기업으로 1~2선 중점 도시에 많은 토지들을 비축함으로써 향후 성장 동력을 구축하고 있으나 경영효율성이 낮아 자기자본이익률(ROE) 등 수익성 지표가 경쟁사 대비 낮다. 이를 반영, 12개월 예상 PER도 8배로 경쟁사인 방케그룹(11배), 화샤그룹(14배) 대비 낮다. 실적 대비 저평가 매력이 부각된다.

[그림 1] 폴리부동산의 부동산 판매액 증가율 추이



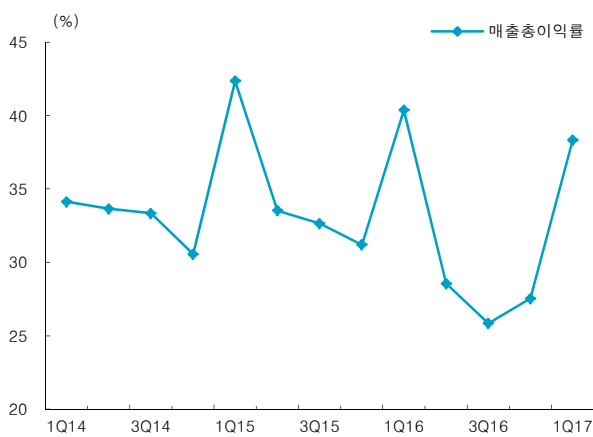
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 폴리부동산의 신규착공면적 및 증가율 추이



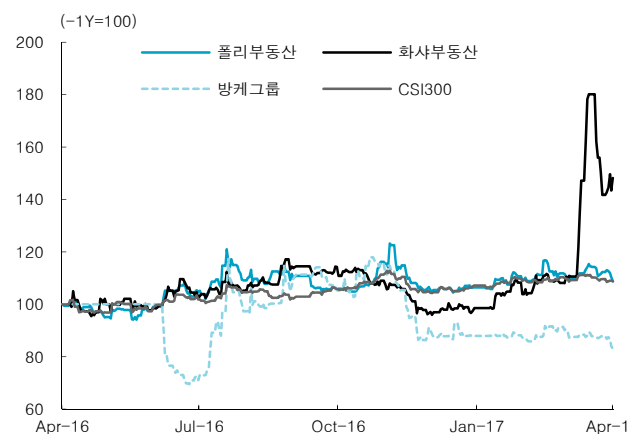
주: 2017년은 전망치
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 폴리부동산의 매출총이익률 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 폴리부동산, 경쟁사 및 시장 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 폴리부동산의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	13,473.8	15,891.6	17,709.3	21,042.9	26,023.5
영업이익	2,660.7	3,100.0	3,829.2	3,630.7	4,056.9
세전이익	2,619.1	3,089.1	3,644.7	3,510.3	4,171.2
순이익	1,748.2	1,980.2	1,965.2	1,870.5	2,237.3
EBITDA	2,711.1	3,153.8	3,900.5	3,742.5	4,622.4
순 차입금	10,901.5	13,994.3	13,092.6	9,814.4	15,325.3
영업이익률(%)	19.7	19.5	21.6	17.3	15.6
ROE(%)	22.8	21.6	18.6	15.5	15.8
배당수익률(%)	3.6	2.0	3.2	3.5	3.7
EPS(달러)	0.16	0.19	0.18	0.17	0.19
(EPS 증가율, %)	28.0	13.0	(1.1)	(9.5)	17.1
BPS(달러)	0.80	0.92	1.03	1.08	1.23
DPS(달러)	0.03	0.04	0.05	0.05	0.36
PER(x)	5.5	9.5	9.3	8.3	7.2
PBR(x)	1.1	1.9	1.6	1.2	1.1
EV/EBITDA(x)	8.5	11.4	9.2	8.3	7.1

자료: Bloomberg, 한국투자증권

우통객차(600066.SH)

상반기 실적 압박 지속, 하반기부터 완화 예상

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	20.1
시가총액(백만위안)	44,500.2
발행주식수(백만)	2,213.9
52주 최고/최저가(위안)	23.3/19.1
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	247.7
유동주식비율(%)	43.0
주요주주(%)	정저우 우통그룹 37.19
홍콩중앙결산(후/선구통)	11.14

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.6)	(3.2)	5.2
상대주가(%p)	(2.6)	(1.0)	(9.7)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	14.1	10.7	11.6
PBR(x)	3.9	3.2	2.9

What's new: 보조금 삭감 영향으로 1분기 실적 악화

2016년 매출액은 358.5억 위안(+14.9% YoY), 순이익은 40.4억 위안(+14.4%)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 정책당국의 전기자동차 보조금 실태 조사가 진행되었음에도 불구하고 실적은 견조했다. 2016년 총 7.1만대의 버스를 판매했고 대당 순이익이 5.7만 위안으로 사상 최고치를 기록했다.

그러나 2017년부터 보조금이 20% 삭감되며 1분기 실적은 예상보다 부진했다. 매출액은 38.7억 위안(-24.5% YoY), 순이익은 3.2억 위안(-16.5% YoY)에 그쳤다. 버스 판매량도 전년동기대비 22% 감소했다. 실적 감소 폭이 컸던 이유는 1) 올해부터 시작되는 보조금 삭감으로 작년 4분기에 일부 수요가 선반영됐고, 2) 보조금 삭감에 따른 비용 이전 이슈를 두고 고객사와 공급업체 사이에 협상이 진행되면서 불확실성이 커졌으며, 3) 춘절 등 계절적인 영향도 있었기 때문이다. 상반기까지는 보조금 삭감의 영향이 지속되며 판매 부진이 이어질 전망이다.

Positives: 중장기 산업 집중도 상승, 보조금 삭감은 비용 통제로 대응

중국이 전기차에 단계적인 보조금 삭감 정책을 실시하는 것은 산업 집중도를 높이고 기업 의기술력을 높여 향후 시장이 완전 개방되었을 때 생존할 수 있는 로컬 기업을 육성하기 위함이다. 따라서 보조금 삭감은 단기적으로 로컬 기업들에 불리하나 중장기적으로 생존한 기업들은 경쟁력 향상과 점유율 상승에 따른 수혜를 누릴 수 있다. 동사는 탄탄한 기술력과 오랜 기간의 버스 생산 및 판매 노하우로 1위 자리를 굳게 지키고 있어 수혜가 예상된다.

정책 불확실성과 작년의 높은 기저로 인해 올해 판매량 증가율은 작년과 비슷한 전망이다. 회사는 연간 판매량이 작년대비 약 3,000~5,000대 늘어날 것으로 보고 있다. 또한 전기버스의 보조금 삭감은 일정 부분 배터리 업체에 전가할 가능성이 높고, 효율적인 비용 통제가 더해지면서 매출총이익률이 크게 하락할 가능성은 높지 않다.

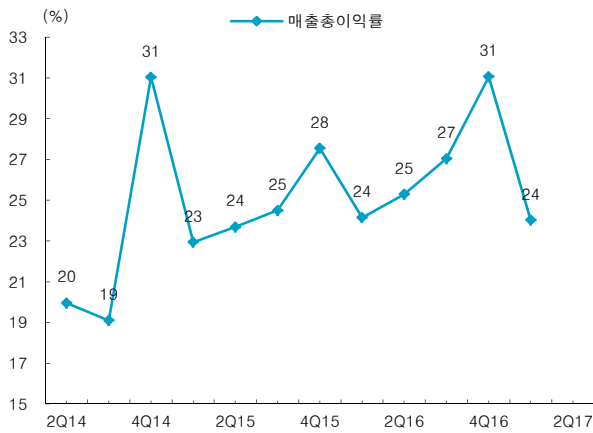
Negatives: 보조금 지급 문턱 높여 현금흐름 부진, 배당성향 하락 예상

전기버스 보조금 삭감에 이어 작년 말 중국 재정부는 전기버스는 주행거리가 3만km를 초과해야 보조금 지급을 신청할 수 있다고 밝히면서 지급 문턱을 상향했다. 이 영향으로 동사의 전기버스 판매가 부진할 뿐만 아니라 영업현금 흐름도 꾸준히 악화되고 있다. 운전자본이 대폭 증가해 2017년 배당성향은 하락할 전망이다.

결론: 단기 실적 압박 크나 중장기 투자 매력 여전

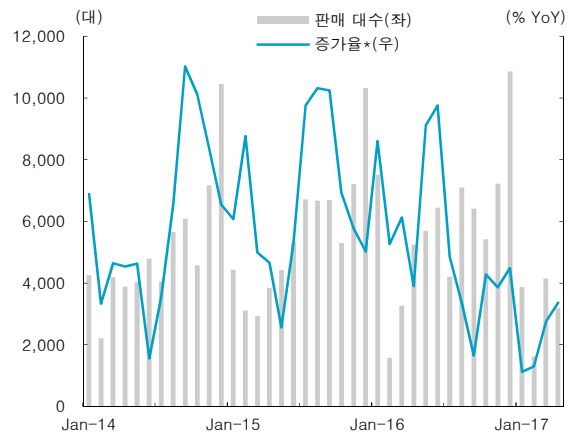
보조금 삭감과 지급문턱 강화로 올해 매출과 순이익 증가율은 모두 작년과 비슷한 수준을 유지할 전망이다. 다만 하반기로 갈수록 관련 우려가 점차 완화되면서 2018년 매출과 순이익은 전년대비 각각 10%, 14% 늘어나 2016년의 성장률 수준을 유지할 전망이다. 대표적인 고배당 종목으로 꼽히는 동사도 2017년에는 영업현금흐름 악화로 배당성향을 낮출 가능성이 높다. 그러나 중장기적으로는 산업 집중도 향상, 업황 개선에 따른 선두기업의 수혜 등이 예상돼 투자 매력이 여전하다.

[그림 1] 우통객차의 분기별 매출총이익률 추이



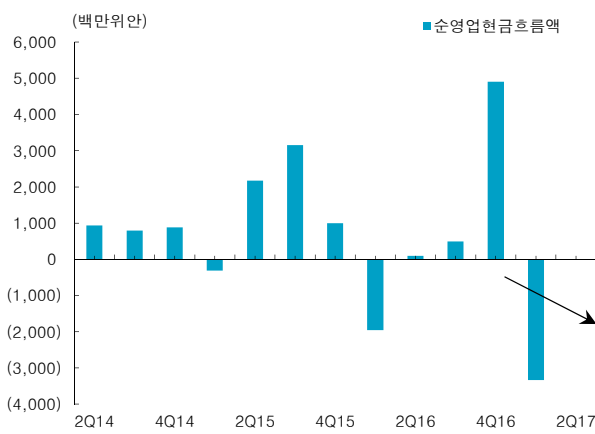
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 우통객차의 월간 버스 판매대수 및 증가율 추이



자료: 우통객차, 한국투자증권

[그림 3] 우통객차의 순영업현금흐름



자료: 우통객차, 한국투자증권

[그림 4] 우통객차, 비아디 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 우통객차의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	3,587.7	4,150.9	4,943.2	5,374.3	5,062.2
영업이익	385.2	451.2	576.8	704.8	624.4
세전이익	425.9	495.2	653.2	720.2	632.5
순이익	368.1	424.1	562.6	608.9	552.0
EBITDA	489.8	558.6	692.2	810.3	722.3
순 차입금	(773.8)	(531.3)	(738.0)	(329.4)	(875.4)
영업이익률(%)	10.7	10.9	11.7	13.1	12.3
ROE(%)	27.0	25.8	29.9	30.6	25.9
배당수익률(%)	2.8	4.5	6.7	5.1	5.1
EPS(달러)	0.23	0.19	0.25	0.28	0.25
(EPS 증가율, %)	68.5	(18.3)	33.0	8.2	(8.6)
BPS(달러)	0.82	0.79	0.90	0.88	1.01
DPS(달러)	0.05	0.11	0.24	0.15	1.02
PER(x)	8.1	12.6	14.1	10.7	11.6
PBR(x)	2.4	3.1	3.9	3.2	2.9
EV/EBITDA(x)	5.9	8.6	10.4	7.7	9.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

동인당(600085.SH)

단기 실적 부담 지속

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	32.0
시가총액(백만위안)	43,941.9
발행주식수(백만)	1,371.5
52주 최고/최저가(위안)	35/26.5
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	236.4
유동주식비율(%)	41.9
주요주주(%)	북경동인당그룹 52.45 인방재산보험 5.30

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.0	(6.5)	19.7
상대주가(%p)	0.0	(4.3)	4.8

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	69.2	46.1	39.5
PBR(x)	8.6	5.5	5.3

What's new: 빠른 점포 확대로 2016년 실적 예상 하회

2016년 매출액과 순이익이 각각 120.9억 위안(+11.0%), 9.3억 위안(YoY +6.6%)을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 약국 수를 2015년 대비 14% 늘어난 571개로 확장해 투자 비용이 늘어난 반면 신설 약국의 판매가 미진했기 때문이다. 기타 제약 사업과 해외판매 사업은 안정적인 성장세를 유지했다.

올해 1분기 매출액과 순이익은 36.7억 위안(+11.9%), 2.9억 위안(+12.0%)으로 컨센서스에 부합했다. 핵심 제품에 주력하는 마케팅 전략의 성과가 가시화 되면서 제약 사업의 실적이 예상보다 양호했고, 특히 마진율이 높은 해외사업이 견조했기 때문이다.

Positives: 마케팅 집중전략, 병원시장 개척 및 신약 개발 잠재력

한국에서 우황청심완(牛黃清心丸)을 생산하는 회사로 널리 알려진 동사는 인지도와 마진율이 모두 높은 전통 핵심 제품에 집중하는 마케팅 전략을 펼치고 있는데 그 성과가 조금씩 가시화되면서 안정적인 매출을 견일할 것으로 예상된다. 또 현재 동사의 대표약품인 안궁우황완은 11개 성급 도시의 긴급약품 입찰에 참여하고 있다. 3분기 전에 결과가 발표될 예정인데, 낙찰에 성공하면 해당 약품이 병원으로 납품되면서 병원시장을 개척할 전망이다. 그 외 현재 연구 개발 중인 신경질환 제품은 4차 임상 중에 있어 신제품 출시 기대감도 점차 부각될 것으로 예상된다.

2016년 말 동사의 점포수는 571개에 달한다. 2016년에만 70개의 점포를 신설했는데, 장기적으로 채널에 대한 동사의 통제력이 확대되는 효과가 나타날 것이다. 또한 절반 이상의 채널에 한의약 진료서비스 카운트를 오픈, 진료 서비스까지 제공하면서 제품에 대한 이해도를 높여준다. 높은 노출도와 타사와 다른 서비스는 중장기적으로 매출 성장을 견인할 전망이다.

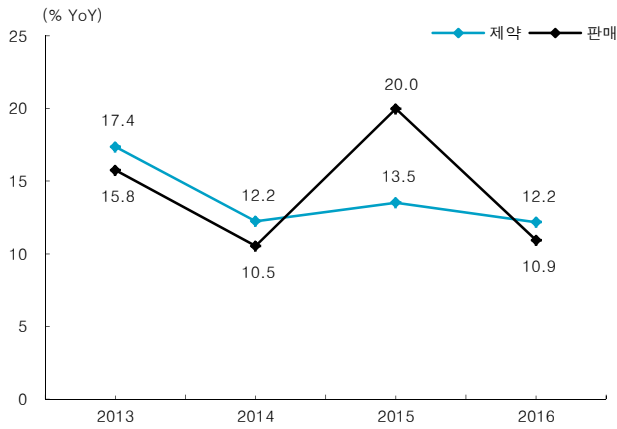
Negatives: 원재료 가격 상승과 빠른 점포 확장

약품 판매 사업의 빠른 확장으로 매출총이익률이 하락하고 있다. 사업별로 보면 약품 생산사업의 매출총이익률은 2016년 50.9%로 2013년의 47%를 저점으로 완만하게 상승하고 있으나, 약품 판매사업의 매출총이익률은 2014년 33%를 고점으로 2016년에는 30.4%로 하락했다. 또한 원재료인 중약재 가격이 상승하는 것도 원가 부담으로 연결된다. 단기적으로 점포 증설에 따른 비용 증가와 중약재 가격 상승 등으로 매출총이익률은 둔화 추세를 유지할 전망이다. 다만 고마진 제품 매출 집중 전략과 판매채널에 대한 통제력 강화 등으로 마진율 하락폭은 크진 않을 것이다.

결론: 중장기 성장 유망하나 단기 실적 부담

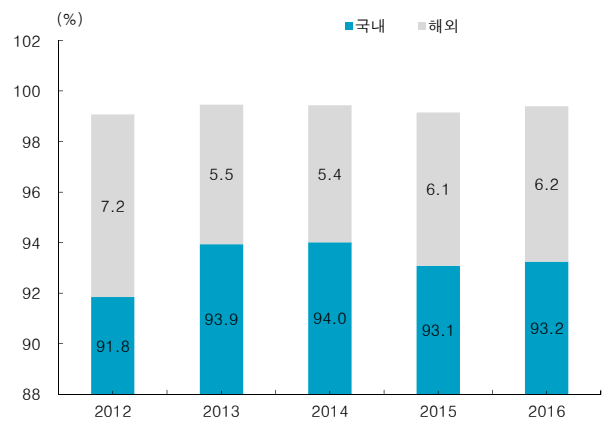
중국의 노령화, 건강 관리 등으로 약품 수요 증가가 불가피하고, 중국 정부 또한 중약 기업을 지원해 높은 인지도를 보유한 동사의 중장기적 수혜가 예상된다. 다만 국영기업으로서 낮은 경영 효율성, 점포 확장에 따른 마진율 하락 등으로 단기 실적이 크게 개선되기 어려워 보인다. 2017년 매출과 순이익 증가율이 각각 12.2%, 13.0%로 2016년에 비해 개선될 것으로 예상되는 가운데 12개월 예상 PER이 39배 수준이다. 성장성 및 동종 업계 대비 밸류에이션 부담이 높은 편이다.

[그림 1] 제약 사업과 판매 사업의 매출 증가율 추이



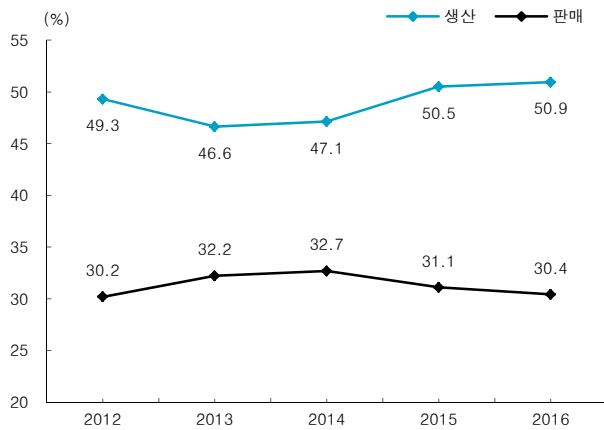
자료: 동인당, 한국투자증권

[그림 2] 국내외 매출 비중 변화 추이



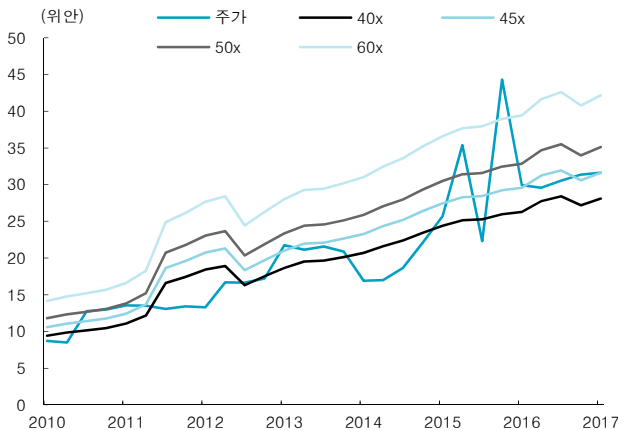
자료: 동인당, 한국투자증권

[그림 3] 제약 사업과 판매 사업의 매출총이익률 추이



자료: 동인당, 한국투자증권

[그림 4] PER 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 동인당의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	1,403.5	1,556.1	1,716.3	1,801.3	1,984.9
영업이익	209.2	241.3	278.0	280.9	315.9
세전이익	210.8	247.1	283.2	288.7	323.2
순이익	106.7	124.0	139.3	140.5	158.6
EBITDA	227.3	262.8	302.2	305.5	333.3
순 차입금	(616.3)	(552.8)	(675.9)	(643.2)	-
영업이익률(%)	14.9	15.5	16.2	15.6	15.9
ROE(%)	14.6	14.5	13.8	12.5	11.1
배당수익률(%)	0.9	1.0	0.5	0.8	1.1
EPS(달러)	0.08	0.09	0.10	0.10	0.12
(EPS 증가율, %)	14.8	15.5	8.7	(0.2)	15.2
BPS(달러)	0.63	0.68	0.80	0.82	0.88
DPS(달러)	0.03	0.04	0.04	0.04	0.35
PER(x)	42.5	38.5	69.2	46.1	39.5
PBR(x)	5.6	5.3	8.6	5.5	5.3
EV/EBITDA(x)	19.4	18.0	31.9	21.1	19.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

동방항공(600115.SH/0670.HK)

저공 비행

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	6.7
시가총액(백만위안)	84,339.1
발행주식수(백만)	9,808.5
52주 최고/최저가(위안)	7.5/6
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	779.5
유동주식비율(%)	26.3
주요주주(%) 중국 동방항공그룹	35.06
동방항공지주유한회사	3.16

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.4	4.3	2.6
상대주가(%p)	2.4	6.5	(12.3)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	10.5	9.6	21.0
PBR(x)	1.3	0.9	1.9

What's new: 부진한 실적

2016년 매출액과 순이익은 각각 985.6억 위안(+5.0% YoY), 45.1억 위안(-0.7% YoY)을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 국제유가 하락으로 연료 비용 부담이 축소됐음에도 불구하고 실적은 컨센서스를 하회한 것은 4분기에 예상치 못한 환차손이 발생했기 때문이다. 2016년 환차손은 35.4억 위안으로 전년대비 28.9% 감소했으나 컨센서스를 상회했다.

2017년 1분기에도 매출액과 순이익이 각각 245.4억 위안(+4.3%, YoY), 28.2억 위안(+8.3% YoY)으로 컨센서스를 하회했다. 이는 1) 제트유 가격 상승으로 마진율이 하락했고, 2) 한국행 수요가 줄어들며 비행기 티켓 가격이 하락했으며, 3) 수익성 낮은 동남아시아 지역의 매출이 증가하는 등 여러 요인이 복합적으로 작용했기 때문이다.

Positives: 항공 이용객수 증가, 낮아진 환율 리스크

1분기 다소 부진했던 항공 이용객 수요는 완만한게 개선될 전망이다. 테러 등 정치 불확실성으로 해외여행 수요가 둔화되었고 마진율이 높았던 한국행 노선도 사드로 인해 부진했기 때문이다. 4월에는 항공 이용객수가 한 자릿수 증가에 그치기도 했다. 그러나 하반기로 갈수록 대내외 정치 불확실성이 해소되고 위안화가 안정화되며 이용객 수는 다시 두 자릿수의 완만한 증가세를 보일 전망이다.

한편 2016년 달러 표시의 부채를 일부 상환하며 전체 부채에서 달러 표시 부채의 비중이 44.9%로 전년대비 28%p 하락했다. 이에 따라 위안화 1% 절하 시 발생하는 순손실이 3.8억 위안으로 전년대비 35% 줄었다. 최근 2년간 위안화 환율이 10% 이상 절하됐고 올해 중국 정부의 환율정책이 위안화 안정에 초점을 두고 있다는 점을 감안하면 대규모 환손실이 발생할 가능성은 높지 않다.

Negatives: 유가 상승, 경쟁 심화에 따른 마진율 하락은 부담요인

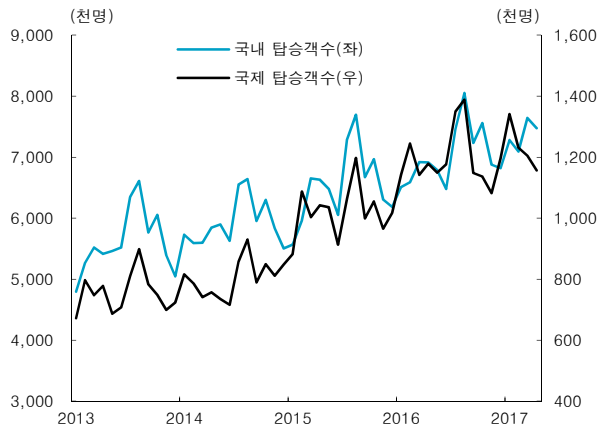
국제 유가와 위안화 환율 변수는 실적 반등의 걸림돌로 작용할 전망이다. 환율은 중국 정부의 안정화 노력에도 여전히 불확실성은 크다. 국제 유가도 60달러까지 상승할 것으로 예상돼 추가 상승 여력이 있다. 유가 상승에 따른 원가 부담은 지속될 것이다.

한편, 올해에도 경쟁 심화가 이어지며 마진율 개선을 억제하고있다. 저가 항공사 증가, 고속철 확대 등으로 항공 티켓 가격은 지난 2년간 계속 하락했다. 반면 비행기 이착륙 비용, 보험비, 인건비 등의 원가는 꾸준히 올라 마진율은 2015년 이후 꾸준한 하락했다.

결론: 조급은 금물, 장기적 관점에서 바라보기

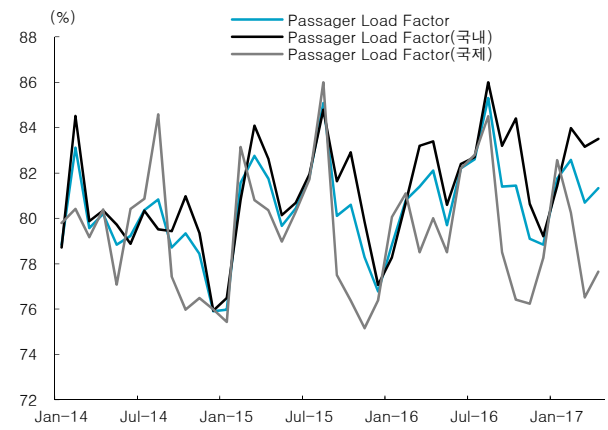
단기적으로 국제 유가, 환율 등의 변수로 인해 원가 부담이 큰 가운데 경쟁 심화로 가격 인상 여력도 크지 않아 실적 압박이 크다. 다만 장기적 관점에서 작년에 외화부채를 대거 상환해 환손실에 대한 리스크가 완화되며 재무 건전성이 좋아진 점은 긍정적이다. 블룸버그 추정치 기준 2017년 매출액과 순이익은 전년대비 각각 8.9%, 20% 늘어날 전망이며 현재 A주의 12개월 예상 PER는 21배 수준이다.

[그림 1] 동방항공의 탑승객 추이



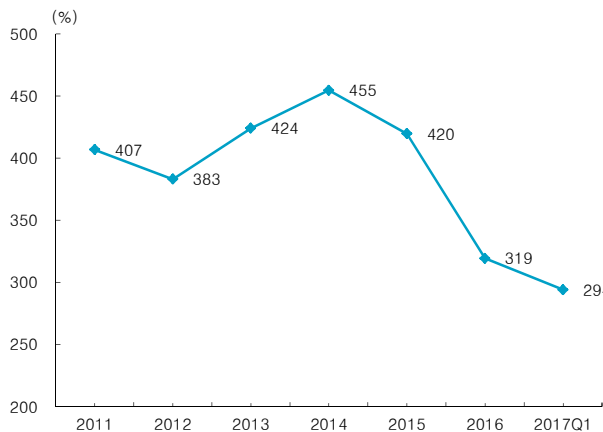
자료: 동방항공, 한국투자증권

[그림 2] Passenger Load Factor 변화 추이



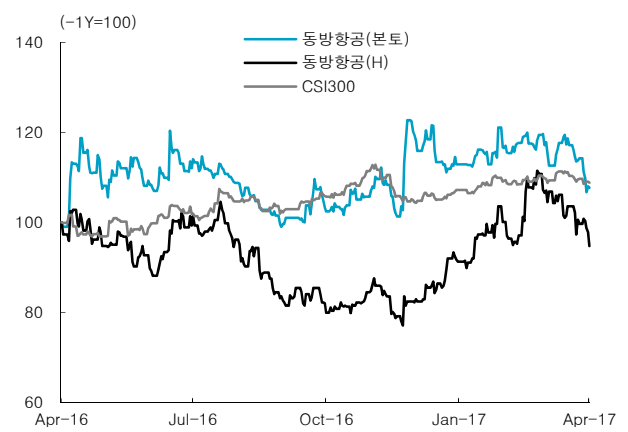
주: Passenger Load Factor = 실제 수송한 여객수/항공기의 적재 가능한 여객수*100
 자료: 동방항공, 한국투자증권

[그림 3] 부채비율 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 동방항공의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	14,354.1	14,637.9	14,955.5	14,893.7	15,666.8
영업이익	256.4	983.3	2,007.2	1,876.0	892.9
세전이익	360.6	667.6	901.9	978.4	1,101.5
순이익	385.9	553.5	722.1	677.3	471.0
EBITDA	1,594.5	2,473.8	3,734.9	3,763.9	3,418.3
순 차입금	11,853.3	15,550.6	16,960.5	16,888.0	17,707.8
영업이익률(%)	1.8	6.7	13.4	12.6	5.7
ROE(%)	10.1	12.0	13.5	10.4	10.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	3.1	0.9
EPS(위안)	0.03	0.04	0.06	0.05	0.05
(EPS 증가율, %)	(25.9)	34.7	27.1	(10.8)	(5.4)
BPS(위안)	0.35	0.38	0.44	0.49	0.53
DPS(위안)	0.00	0.00	0.00	0.02	0.06
PER(x)	11.4	11.0	10.5	9.6	21.0
PBR(x)	1.1	1.3	1.3	0.9	1.9
EV/EBITDA(x)	10.4	10.2	8.3	6.6	5.8

자료: Bloomberg, 한국투자증권

복성의약(600196.SH/2196.HK)

안정적인 판매망과 해외 진출 확대로 실적 개선 지속

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	31.0
시가총액(백만위안)	75,120.1
발행주식수(백만)	2,011.2
52주 최고/최저가(위안)	31.9/18.2
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	277.0
유동주식비율(%)	44.7
주요주주(%) 상해복성하이테크 유한회사	38.62
중국인수 보험 유한회사	2.21

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.8	28.0	68.8
상대주가(%p)	2.8	30.1	53.9

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	22.0	19.1	22.4
PBR(x)	3.0	2.5	3.1

What's new: 컨센서스에 부합하는 견조한 실적

2016년 매출액과 순이익은 각각 146.3억 위안(+16.0% YoY), 28.1(+14.1% YoY)을 기록하며 시장 컨센서스에 부합했다. 약품 제조 및 연구 개발 매출액이 102.6억 위안으로 양호한 흐름을 유지하는 가운데 의료서비스 사업과 의료기기/의료진단 서비스 사업도 각각 16.8억 위안(+21.7% YoY), 26.6억 위안(+18.2% YoY)의 매출을 기록하며 다각화된 사업 구조를 통해 안정적 성장을 이어갔다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 38.8억 위안(+20.3% YoY), 7.4억 위안(+16.3% YoY)으로 컨센서스를 소폭 상회하는 견조한 성장세를 유지했다. 지속적인 신약개발을 통한 신제품 출시 기대감이 이어지는 가운데 인도의 Gland Pharma를 인수하고 Kite Pharma와 면역세포 치료기술 연구 합자회사를 설립하는 등 해외시장 확보와 선진기술 도입을 위한 노력도 성과를 내고 있다.

Positives: 의약품과 의료기기 실적 반영 가시화

신약개발 투자의 성과가 2017년부터 가시화 될 전망이다. 2016년 동사의 연구개발비는 매출액의 7.6%인 11억 위안으로 신약개발에만 9.6억 위안을 투자했다. 이러한 공격적인 투자로 통해 총 173개의 신약, 제네릭, 바이오 및 백신 연구 프로젝트를 진행하고 있다. 특히 항체 의약품의 기술력은 중국에서 독보적이며 CD20 주사제와 HER2 약물 복합체는 임상 3기에 진입하는 등 판매허가에 대한 기대감이 높은 상황이다.

인도의 대형 제약회사인 Gland Pharma의 인수작업은 연내 마무리될 가능성이 높다. 제네릭 분야에서 글로벌 경쟁력을 보유한 Gland Pharma를 통해 의약품의 연구개발, 생산, 판매 등에서 시너지를 창출하고 향후 판매허가가 기대되는 인슐린과 항체 의약품의 해외 시장 진출을 타진할 것으로 보인다.

Negatives: 양표제와 제네릭 품질 평가 제도 등 정책 리스크 부각

2016년 12월 발표된 양표제(两票制, 의약품 유통구조 개선방안)가 복건성을 시작으로 15개 지역에서 시범 운용되고 있다. 양표제 실시에 따라 제약회사에서 병원 혹은 약국으로 이어지는 유통 과정이 간소화되며 의약품 가격이 하락할 것으로 예상된다. 또한 2016년 3월부터 정식 시행되고 있는 제네릭(복제약)에 대한 품질 평가로 제약업체의 비용이 확대돼 수익 감소로 이어질 개연성이 높다.

결론: 내실과 외형 확대의 콜라보, 높은 주가 상승은 부담

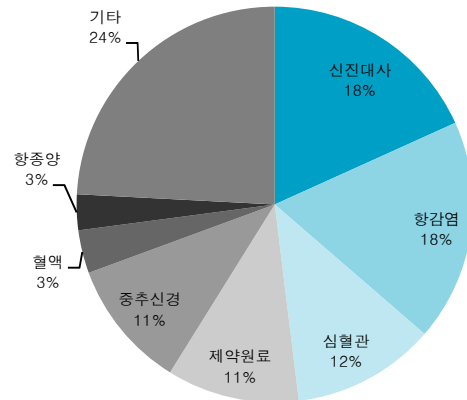
동사의 주가는 지난 1년 동안 각각 68.8% 상승해 CSI300(+13.6%)을 크게 아웃퍼폼했다. 2017년 예상 PER는 22.0배로 밸류에이션 부담이 크지 않다. 2017년 매출액과 순이익은 안정적인 판매망과 해외진출 확대에 힘입어 각각 178.7억 위안(+21.9% YoY), 37.9억 위안(+17.4% YoY)으로 호실적이 이어질 전망이다. 다만 최근 주가 급등으로 펀더멘탈 개선이 일부 반영됐다는 점에서 상승폭은 제한적일 가능성이 높다.

[그림 1] CD20, HER2 신약 출시에 따른 매출 추정

	CD20 (단일클론항체 주사제)	HER2 (인체 단일클론항체)
신약 출시 예정 시기	2017-2018 년	2019-2020 년
환자 당 연평균 비용	8 만 위안	10 만 위안
중국 내 환자 예측	20 만 명	30 만 명
복성의약 10% 점유를 가정 시	16 억 위안	30 억 위안

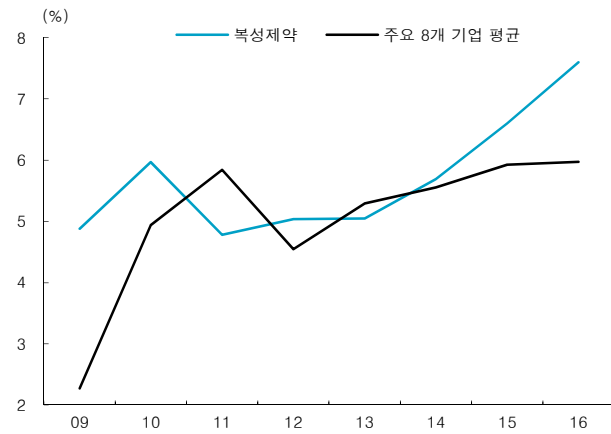
자료: 중태증권, 한국투자증권

[그림 2] 복성의약의 주요 약품의 매출 비중



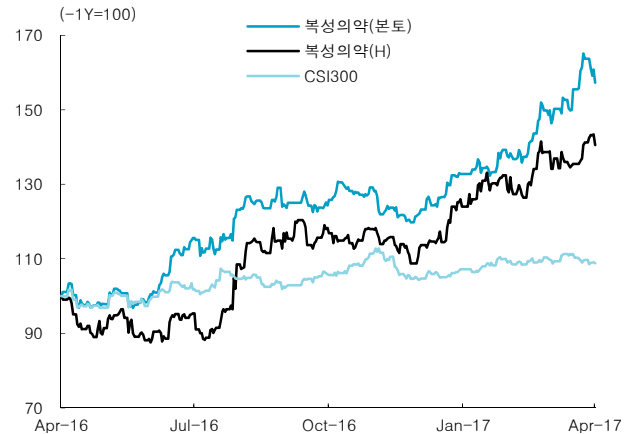
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 복성의약과 주요 제약사 연구개발비 비중 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 복성의약의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	1,613.8	1,937.7	1,989.8	2,184.4	2,464.8
영업이익	301.3	339.6	413.2	379.5	325.0
세전이익	376.3	441.2	536.6	537.8	628.9
순이익	257.4	342.9	391.5	422.5	486.5
EBITDA	369.7	431.0	517.8	490.8	430.2
순 차입금	448.2	898.1	1,127.7	947.0	1,094.0
영업이익률(%)	18.7	17.5	20.8	17.4	13.2
ROE(%)	11.0	13.2	14.2	13.9	13.9
배당수익률(%)	1.4	1.3	1.4	1.5	1.3
EPS(달러)	0.12	0.15	0.17	0.18	0.20
(EPS 증가율, %)	(11.3)	29.3	14.0	7.0	10.9
BPS(달러)	1.13	1.16	1.21	1.32	1.46
DPS(달러)	0.04	0.05	0.05	0.05	0.42
PER(x)	27.6	22.9	22.0	19.1	22.4
PBR(x)	2.9	2.9	3.0	2.5	3.1
EV/EBITDA(x)	21.9	21.6	19.1	20.1	28.9

자료: Bloomberg, 한국투자증권

항서제약(600276.SH)

신약, 수익 창출 단계에 근접

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	49.0
시가총액(백만위안)	138,241.9
발행주식수(백만)	2,817.0
52주 최고/최저가(위안)	50.1/31
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	296.2
유동주식비율(%)	48.7
주요주주(%)	강소 항서제약그룹
	서장달원투자유한회사
	24.31
	15.84

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.0	26.3	56.9
상대주가(%p)	4.9	28.5	41.9

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	44.1	41.2	43.3
PBR(x)	9.6	8.6	9.0

What's new: 신약 Apatinib의 매출 급증으로 매출총이익률 상승

2016년 매출액은 110.9억 위안(+19.1% YoY), 순이익은 25.9억 위안(+19.3% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 2014년 출시된 신약 Apatinib의 매출 호조가 호실적을 견인했다.

2017년 1분기에도 매출액 31.7억 위안(+18.8% YoY), 순이익 8.1억 위안(+18.6% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 2016년에 이어 신약 매출 호조로 매출총이익률이 87.1%로 작년 대비 0.3%p 상승하며 2013년의 81%를 저점으로 꾸준한 반등 추세를 유지하고 있다. 다만 연구개발비가 증가하며 순이익 증가율은 소폭 둔화됐다.

Positives: 신약 매출 호조, 특허권과 수출 승인 취득 기대

지난 3년 동안 중국의약품 가격 인하 부담과 신약 출시 지연의 영향으로 실적이 부진했으나, 2014년 출시된 신약 Apatinib(위암 말기 치료제)의 작년 매출은 9억 위안으로 전년 대비 200% 급증했다. Apatinib이 올해 의료보험대상약품 협상 리스트에 포함되었는데, 정식으로 리스트에 오를 경우 물량 증가 및 점유율 상승으로 이어질 가능성이 높다.

한편 신약 특허권 취득과 제약 수출 등으로 실적이 예상을 초과할 수 있다. 동사는 국가약품감독관리국으로부터 HHPG-19K 항암제 신약에 대한 현장검사를 진행한다는 통보를 받았고 빠르면 올해 안에 출시될 가능성이 높다. HHPG-19K는 기존의 G-CSF보다 효과가 더 뛰어나 향후 19K 제품이 출시될 경우 연간 매출이 20억 위안을 초과하는 주력 제품으로 성장하는 등 잠재력이 크다. 그 외, 올해 초 2개의 약품이 제네릭 허가(ANDA)를 받는 등 약 5~8개의 ANDA 제품이 수출 승인을 받을 것으로 기대된다.

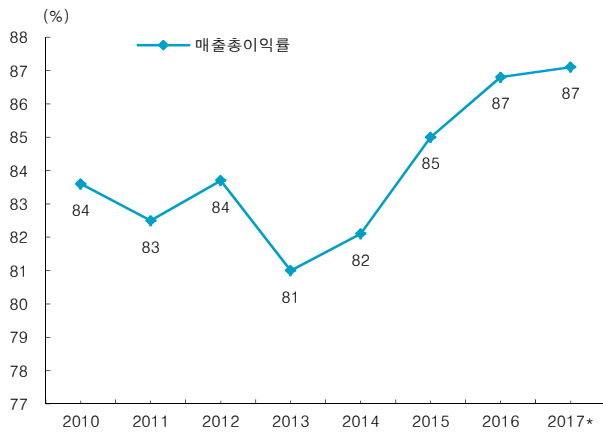
Negatives: 신약 승인 지연, 판관비 증가, 약품 가격 인하 리스크

제약회사의 가장 큰 리스크는 정책 불확실성이다. Apatinib가 의료보험대상 협의 리스트에 포함되는 일정도 컨센서스에 비해 늦어졌고, 2018년 출시가 기대되는 19K도 지연될 경우 관련 기대감이 약화될 수 있다. 그 외 약품 가격의 정책적 인하와 신약 개발에 따른 연구개발비, 마케팅비 증가는 수익성을 제한할 수 있다.

결론: 안정적인 성장과 신약의 수익창출 단계 근접, 추가 상승 기대

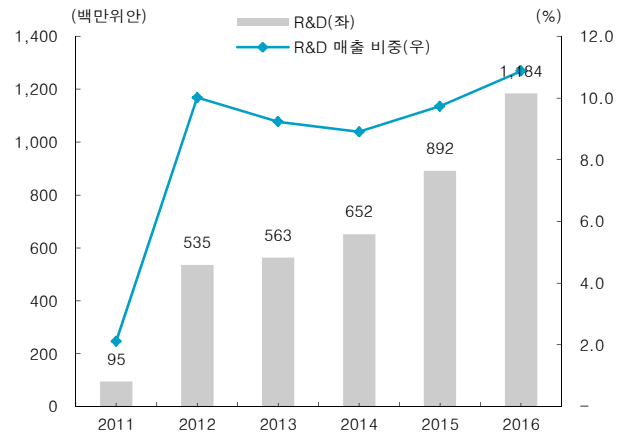
항서제약의 투자포인트는 높은 연구개발 능력, 기존 약품들의 안정적인 성장과 수익창출 단계에 근접한 신약 등이라고 판단한다. 또 미국 ANDA로부터 제약 수출 승인을 받을 것으로 예상되는데다 신약의 마진율 개선으로 2017년과 2018년 순이익은 전년대비 각각 23.6%, 24.1% 증가할 전망이다. 현재 12개월 예상 PER이 39배로 높으나 중국 제네릭 산업의 선두기업, 향후 3년간 탄탄한 신약 출시 일정, K-19를 비롯한 신약 제품의 매출 호조 등으로 추가적인 주가 상승이 예상된다.

[그림 1] 항서제약의 매출총이익률 추이



자료: 항서제약, 한국투자증권

[그림 2] 항서제약의 연구개발비 및 매출 비중 추이



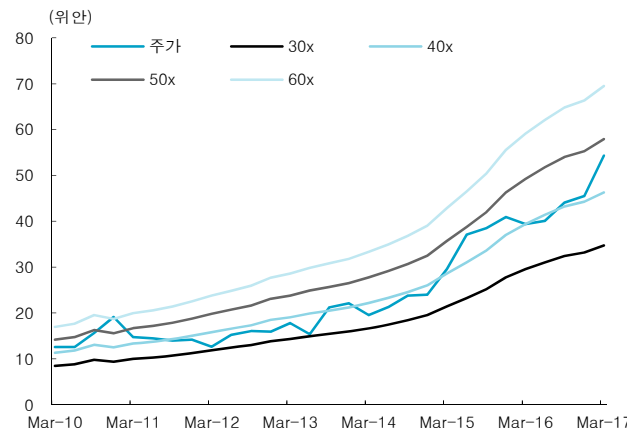
자료: 항서제약, 한국투자증권

[그림 3] 항서제약의 신약 파이프라인

출시연도	출시약품	성능
2011년	Imrecoxib	항암제
2014년	Apatinib	위암말기 항암제
2018년	HHPG-19K	항암제
	알부민 파클리탁셀주	유방암
2018/2019년	인산시타글립일수화물	혈당강하제
	Fahmi Tartini	유선암
	Proline Hengge column	당뇨병 SGLT2 억제제

자료: 항서제약, 한국투자증권

[그림 4] 항서제약의 주가 및 PER 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 항서제약의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	991.7	1,188.0	1,457.9	1,640.1	1,962.8
영업이익	231.9	274.6	384.0	428.2	545.5
세전이익	240.5	292.1	407.7	453.7	548.4
순이익	201.4	246.0	345.6	389.9	463.2
EBITDA	259.7	309.2	419.4	466.5	561.6
순 차입금	(353.8)	(550.3)	(786.4)	(927.6)	(1,004.1)
영업이익률(%)	23.4	23.1	26.3	26.1	27.8
ROE(%)	21.4	21.4	24.5	23.2	21.8
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2
EPS(달러)	0.09	0.11	0.15	0.17	0.20
(EPS 증가율, %)	14.9	21.8	40.7	12.4	19.1
BPS(달러)	0.45	0.54	0.65	0.76	0.95
DPS(달러)	0.01	0.01	0.01	0.02	0.12
PER(x)	41.7	37.1	44.1	41.2	43.3
PBR(x)	8.1	7.2	9.6	8.6	9.0
EV/EBITDA(x)	31.2	27.8	34.6	32.5	34.5

자료: Bloomberg, 한국투자증권

영파운승(600366.SH)

중국 영구자석 재료 생산 선두기업

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	17.3
시가총액(백만위안)	9,633.4
발행주식수(백만)	557.5
52주 최고/최저가(위안)	25.7/16.3
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	117.8
유동주식비율(%)	58.5
주요주주(%)	운승홀딩스 그룹
하건문	3.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.0	(20.9)	(29.8)
상대주가(%p)	1.0	(18.8)	(44.8)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	33.0	13.3	24.0
PBR(x)	3.3	2.4	2.0

What's new: 2016년 일회성 수익 증가로 순이익 급증

2016년 매출액은 15.6억위안(+8.7% YoY), 순이익은 8억위안(+134.8% YoY)를 기록했다. 실적이 개선되었던 이유는 상해전구동 자회사 지분 매각을 통해 6.3억위안의 수익을 실현했기 때문이다. 관련 수익을 제외하면 동사의 순이익은 전년대비 31% 증가했다.

2017년 1분기 매출액은 3.8억위안(+9.8% YoY), 순이익은 0.8억위안(-87.3% YoY)를 기록했다. 올해 1분기 실적이 부진했던 이유는 작년 1분기에 상해전구동 자회사의 지분을 매각하면서 6.3억위안의 투자수익을 얻었던 기저효과 크기 크다. 2017년 1분기 주요 사업의 매출액은 3.3억위안으로 전년동기대비 30% 이상 늘었다.

Positives: 업황 수요 증가로 견조한 실적 이어질 전망

2017년 동사의 주력제품인 네오디움 자석의 생산캐파는 8,000톤에 달한다. 네오디움 자석은 주로 모바일 기기, 서보모터, 자동차, VCM 등 영역에 사용된다. 모바일 분야에서 애플과 협력 관계를 맺고 진동모터 네오디움에서 60% 이상의 점유율을 보유하고 있으면서 매출이 빠르게 성장하고 있다. 그 외 서보모터, 신에너지자동차 에서도 네오디움자석 사용이 빠르게 늘어나며 VCM의 매출 감소를 상쇄하고 있다. 타사 대비 가격을 인하하여 물량을 늘리는 전략을 사용한 것 역시 빠르게 성장한 요인이다. 매출이 급성장하며 동사의 매출총이익률도 2016년 4분기의 26%에서 올해 1분기의 27%를 기록했다.

한편 2016년 서보모터의 판매량은 1만 2천대로 전년동기대비 87% 증가했다. 중국의 제조업 자동화 실현 중에 네오디움 자석에 대한 수요가 꾸준히 늘어나고 있다. 또한 서보모터의 매출총이익률이 33%로 높다. 향후 해당 산업이 연간 80% 이상 성장할 전망이며, 이에 따라 동사의 수혜가 예상된다.

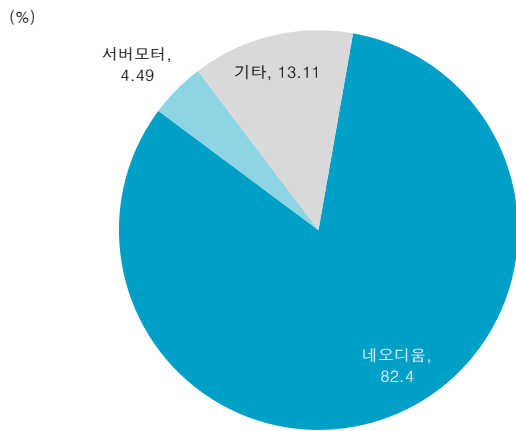
Negatives: 네오디움 자석 가격 소폭 하락, 비용 지출 증가

네오디움 자석 가격이 소폭 하락하고, 연구개발 등에 대한 지출이 늘어나고 있는 점은 실적에 부정적이다. 또한 네오디움 자석의 원재료인 희토류 가격이 최근 상승세를 보이고 있어 매출총이익률이 하락할 수 있는 리스크가 있다.

결론: 2016년의 일회성 수익 제외하면 2017년에도 견조한 성장 가능

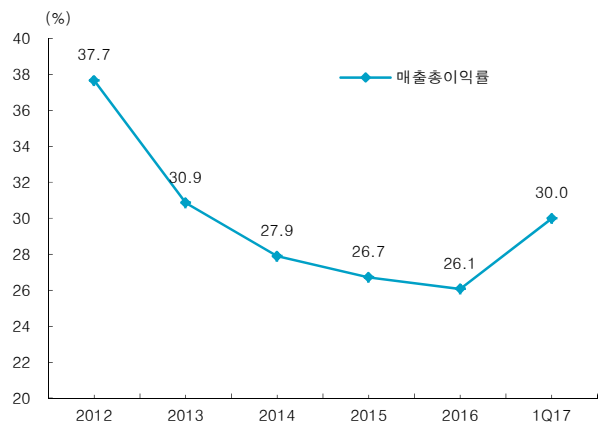
동사의 절대 수익원인 네오디움 자석은 중국 정부가 지지하는 제조업 자동화, 전기자동차, 모바일 등 다양한 분야에 사용된다. 특히 서보모터 분야는 향후 성장의 잠재 동력으로 작용할 전망이다. 수요 증가와 함께 2017년과 2018년의 매출액 증가율은 각각 25.8%, 19.3%로 예상되고, 순이익 증가율은 각각 -48.8%, 15.1%를 기록할 전망이다. 2017년 순이익이 급감할 것으로 예상되는 주요 이유는 작년 투자수익 증가에 따른 높은 기저효과가 반영되기 때문에 크게 우려할 부분은 아니다. 12개월 예상 PER이 24배로 실적 대비 높진 않다.

[그림 1] 영파운승의 매출구조(2016년)



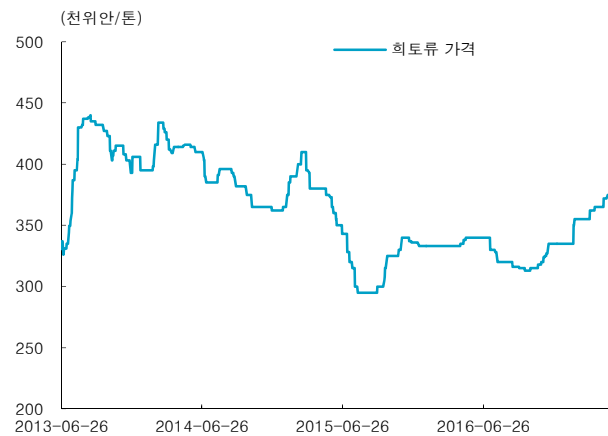
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] 영파운승의 매출총이익률 추이



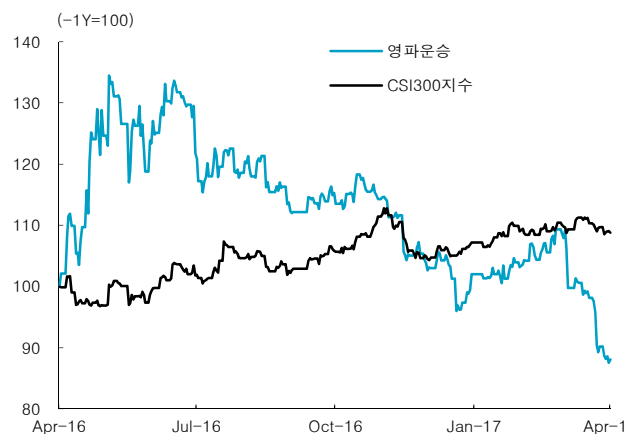
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 중국 네오디움 가격 추이



주: 순도 99% 이상
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 영파운승 및 시장(CSI300) 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 영파운승의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	344.6	231.3	226.7	232.0	252.6
영업이익	47.3	21.4	19.1	9.2	60.1
세전이익	71.5	41.8	63.6	154.5	66.2
순이익	57.0	32.1	54.2	120.4	52.5
EBITDA	61.4	32.8	29.9	21.0	51.4
순 차입금	(107.6)	13.5	41.5	(55.7)	-
영업이익률(%)	13.7	9.3	8.4	4.0	23.8
ROE(%)	12.2	6.5	10.2	19.8	6.4
배당수익률(%)	1.1	1.2	0.9	1.0	1.2
EPS(달러)	0.11	0.06	0.11	0.22	0.10
(EPS 증가율, %)	(22.2)	(43.4)	72.0	123.7	(51.4)
BPS(달러)	0.95	0.97	1.03	1.20	1.25
DPS(달러)	0.02	0.03	0.03	0.03	0.20
PER(x)	20.2	42.0	33.0	13.3	24.0
PBR(x)	2.4	2.7	3.3	2.4	2.0
EV/EBITDA(x)	17.3	42.1	64.0	74.4	26.8

자료: Bloomberg, 한국투자증권

편자황(600436.SH)

가격 상승과 물량의 동반 증가

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	54.1
시가총액(백만위안)	32,627.4
발행주식수(백만)	603.3
52주 최고/최저가(위안)	58/36.8
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	191.6
유동주식비율(%)	31.0
주요주주(%) 장주시 구용강그룹 왕부제	57.92 4.48

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.9)	14.6	46.8
상대주가(%p)	(5.9)	16.8	31.8

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	59.3	51.4	46.9
PBR(x)	8.8	7.9	7.5

What's new: 가격 상승과 물량 증가에 힘입어 실적 호조

2016년 매출액은 23.1억 위안(+22.5% YoY), 순이익은 5.2억 위안(+13.7% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 간질환 관련 증의약 제품의 매출이 꾸준히 증가하는 가운데 작년 6월 최종 소비가격을 460위안에서 500위안으로 약 8.7% 인상함에 따라 출고가도 동반 상승했기 때문이다. 다만 화장품과 일용품의 매출 부진으로 판매비용이 급증하며 순이익 증가율은 둔화됐다. 한편 판매량 증가와 가격의 동반 상승으로 매출총이익률은 49.0%로 1.9%p 상승했다.

2017년 1분기 매출액은 8.6억 위안(+83.5% YoY), 순이익은 2.3억 위안(+54.4% YoY)을 기록하며 시장 예상을 크게 상회했다. 2017~2018년 추가적인 가격 상승을 앞두고 중간업체들이 재고 비축에 나서면서 물량이 증가하고 비용이 줄었기 때문이다.

Positives: 추가적인 가격 상승과 높은 마진율

소비가격이 추가 인상됐다. 동사는 5월 26일 주요 제품의 최종 소비가격을 500위안에서 530위안으로 6% 올렸다. 또한 중국인들의 소득이 증가하고, 건강에 대한 관심이 커지는 가운데 간질환 분야에서 동사 제품의 점유율이 약 50%에 달해 향후에도 견조한 수요가 이어질 전망이다. 가격 상승과 물량 증가가 동시에 나타나며 매출을 견인할 전망이다.

증약 제품의 마진율이 높다는 점 역시 긍정적이다. 통상적으로 고급 한약 제품은 녹용, 사담 등과 같은 귀한 증약재를 사용하고 있는데 최근 공급 부족으로 관련 약품 가격이 상승하고 있다. 동사는 자체 농장을 통해 일부 증약재를 조달함으로써 타사 대비 증약재 조달 비용이 저렴하다. 동인당, 백운산, 운남백약 등과 비교할 때 동사의 매출총이익률이 49%로 가장 높다.

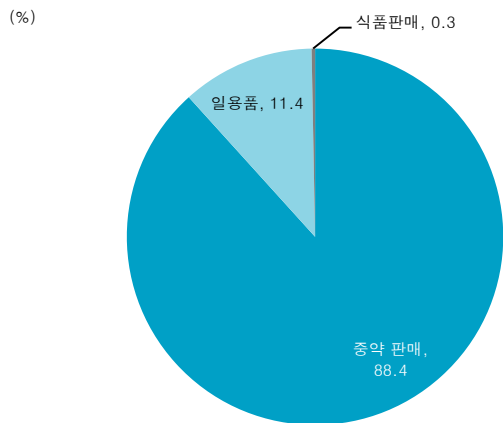
Negatives: 한방 화장품 등 신사업 실적 예상 하회

한방 화장품 및 일용품 사업 실적은 예상보다 부진했다. 2016년 해당 사업부의 매출액은 2.6억 위안으로 전년대비 12% 증가하는데 그치며 2015년 32%에서 크게 둔화됐고, 매출 비중도 2015년 12.4%에서 11.4%로 하락했다. 반면 신사업에 대한 대대적인 마케팅 활동으로 판매비용이 전년대비 65% 증가한 점도 실적에 부담으로 작용했다.

결론: 가격 상승과 물량 증가 지속 예상, 단 현 주가에 이미 반영

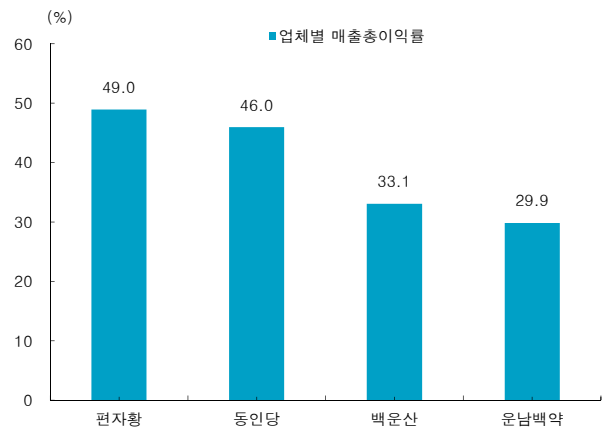
2017년, 2018년 순이익은 전년대비 각각 39%, 22% 증가하며 두 자릿수 고성장을 이어갈 가능성이 높다. 수요 호조에 따른 물량 증가와 가격의 동반 상승이 실적 개선으로 이어질 것이기 때문이다. 2016년에는 한방 화장품과 일용품 사업이 다소 부진했으나 중장기적으로는 새로운 성장 동력이 될 것이다. 다만 이러한 기대감으로 동사 주가는 연초대비 18% 올랐고, 12개월 예상 PER이 47배로 순이익 증가율 대비 다소 고평가되어 있다.

[그림 1] 편자황의 매출구조(2016년)



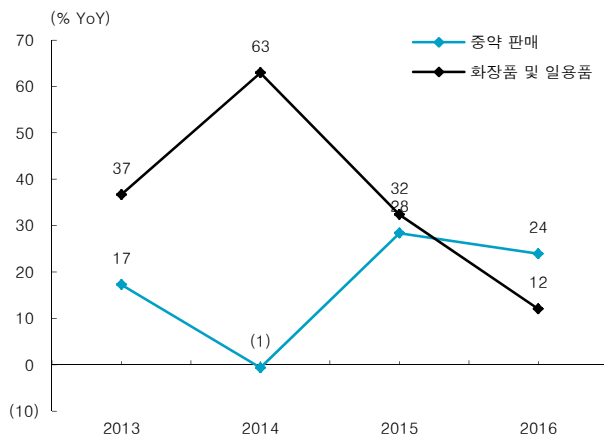
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 업체별 매출총이익률 비교(2016년)



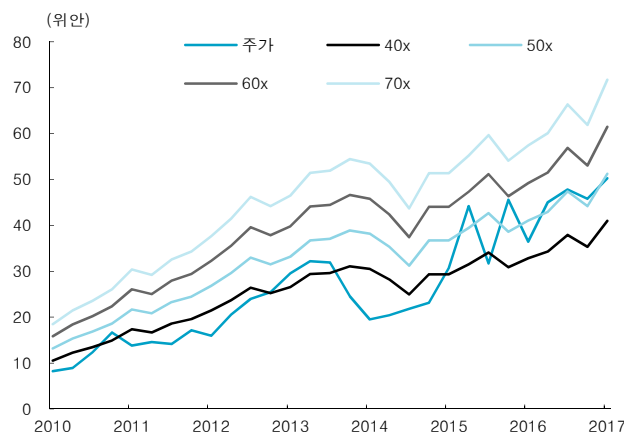
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 주요 사업인 종약과 일용품 사업의 성장률 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 편자황의 주가 및 PER 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 편자황의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	224.9	233.0	296.9	343.1	436.4
영업이익	79.2	70.5	81.3	89.0	115.3
세전이익	82.9	84.0	87.5	91.7	116.0
순이익	69.9	71.2	74.3	80.7	97.8
EBITDA	82.9	75.2	86.5	95.6	125.0
순 차입금	(136.8)	(151.2)	(171.2)	(137.2)	-
영업이익률(%)	35.2	30.2	27.4	25.9	26.4
ROE(%)	22.2	16.6	15.4	16.1	16.1
배당수익률(%)	1.2	1.0	0.5	0.6	0.6
EPS(달러)	0.12	0.12	0.12	0.13	0.17
(EPS 증가율, %)	9.6	0.9	3.0	8.9	24.6
BPS(달러)	0.66	0.79	0.81	0.83	1.05
DPS(달러)	0.05	0.04	0.04	0.04	0.35
PER(x)	34.5	31.8	59.3	51.4	46.9
PBR(x)	6.3	4.8	8.8	7.9	7.5
EV/EBITDA(x)	28.0	28.2	49.2	42.4	36.8

자료: Bloomberg, 한국투자증권

귀주모태(600519.SH)

중국 주식시장의 황제주, 수요와 가격 동반 상승 기대

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	451.9
시가총액(백만위안)	567,700.9
발행주식수(백만)	1,256.2
52주 최고/최저가(위안)	454.2/247.1
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	1,239.2
유동주식비율(%)	25.8
주요주주(%)	중국 귀주모태 주창 그룹 61.99
	홍콩 중앙결산 유한회사 6.36

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.1	42.6	82.7
상대주가(%p)	7.1	44.8	67.8

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	17.7	25.1	27.7
PBR(x)	4.3	5.8	6.6

What's new: 수요 회복 속에 탑라인 꾸준히 성장

2016년 매출액과 순이익은 각각 401.6억 위안(+20.1% YoY), 167.2억 위안(+7.8% YoY)을 기록하며 시장 컨센서스에 부합했다. 중국 백주시장의 수요 회복 속에 주력 제품인 마오타이의 판매물량 증가가 실적 개선을 견인했다. 다만 소비세 및 판매비용 증가로 순이익 증가율은 매출증가율에 비해 낮았다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 139.1억 위안(+35.7%, YoY), 61.2억 위안(+25.2% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회했다. 중국인들의 소비 고급화가 진행되면서 계절적 성수기의 수요가 시장 기대를 크게 상회했기 때문이다.

Positives: 물량(Q) 증가와 가격(P) 상승 동반 기대

올해 1분기 선수금은 190억 위안으로 2016년 말 대비 14.5억 위안 증가하며 사상 최대치를 경신했다. 이는 시장의 수요가 견조함을 설명하며 올해 약 5,000톤의 추가 물량이 시장에 공급될 것으로 예상되고 있다. 또한 작년 동사의 국내와 국외 도매상은 2,331개와 85개로 전년대비 각각 131개, 9개 늘어났다. 양호한 시장 수요와 판매 채널의 증가로 매출 성장세가 이어질 전망이다.

귀주모태의 경우 평균 4~5년의 양조 과정을 거쳐 판매된다. 그러나 2013년부터 중국에서 반부패 정책 강화에 따른 수요 감소로 2014년에는 동사의 원액 생산증가율이 둔화됐고, 심지어 2015년에는 생산량이 역성장했다. 향후에는 공급부족 현상이 보다 뚜렷해질 것이며, 이는 결국 2018년 동사의 도매가격 상승으로 이어질 가능성이 높다. 단기적으로 물량 증가, 중기적으로는 가격 상승이 기대되는 업체다.

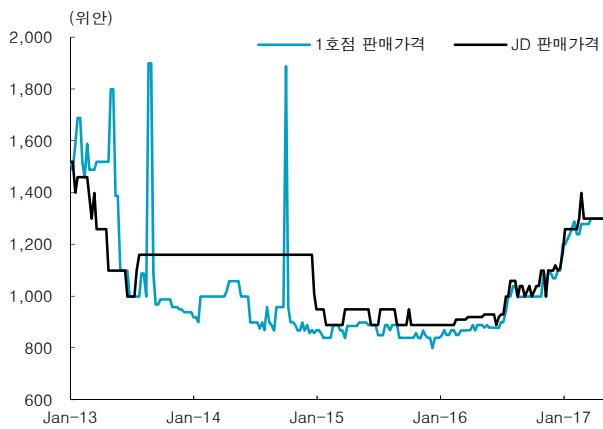
Negatives: 비용과 세금 증가에 따른 매출액 순이익률 하락

2016년과 2017년 1분기 매출액 순이익률은 각각 46.1%와 49.2%로 2011년 1분기(47.2%)이후 처음으로 50%를 하회했다. 이는 주로 세금 및 부가세가 증가했고 주력 제품 외 기타 시리즈 제품의 판매비용이 크게 늘었기 때문이다. 올해 1분기에도 '5+5' 마케팅 전략을 구사하며 판매비용이 8.5억 위안으로 전년동기대비 400%나 늘어났다. 물론 기타 시리즈 제품의 매출액도 9.4억 위안으로 전년동기대비 300% 증가했으나, 당분간 마케팅 강화에 따른 판매비 증가는 지속돼 매출액 순이익률이 빠르게 개선되기는 어려울 전망이다.

결론: 연초 대비 높은 주가 상승률은 부담이나 밸류에이션 부담은 크지 않아

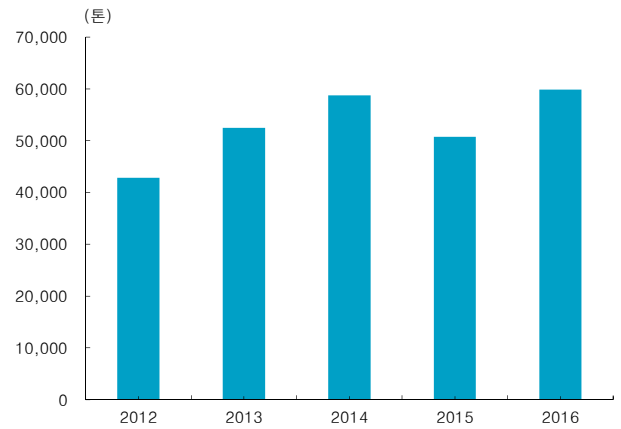
5월 26일 기준 동사의 주가는 지난 1년간 82.7% 상승하며, CSI300(+13.6%)을 크게 아웃퍼폼했다. 연초 대비 급격한 주가 상승은 부담 요인이거나, 올해 순이익 증가율이 23.9%로 높아 12개월 예상 PER 23.7배의 밸류에이션 부담은 크지 않다. 중국에서의 브랜드 고착화 심화와 반부패 규제완화에 따른 수요 증가, 공급 부족에 따른 가격 상승 등은 모두 동사의 실적 개선요인으로 작용할 전망이다. 또한 백주 산업 특성상 마진율과 순이익률이 여타 산업보다 높다는 점은 동사의 매력을 부각시켜 준다.

[그림 1] 귀주모태의 소매가격 추이



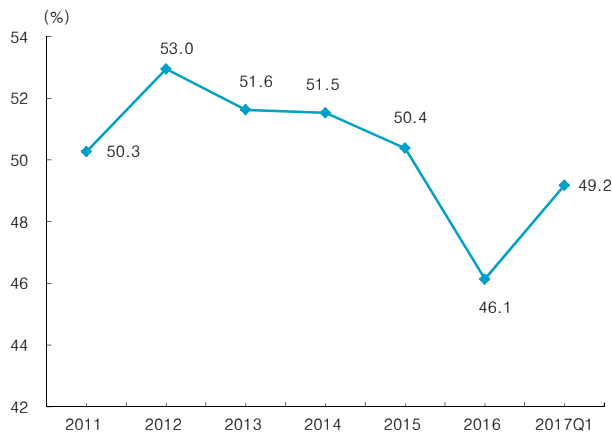
주: 53도 비천마오타이 500ml 기준
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 귀주모태의 원액 생산량



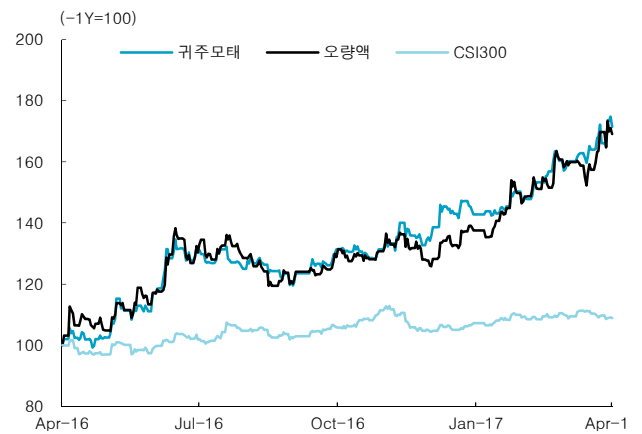
자료: 귀주모태, 한국투자증권

[그림 3] 귀주모태의 매출액 순이익률 추이



주: 매출액 순이익률 = 순이익/매출액*100
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 주요 경쟁사 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 귀주모태의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	4,600.1	4,776.5	4,774.2	5,066.7	6,983.1
영업이익	3,474.4	3,567.0	3,515.4	3,649.1	4,324.7
세전이익	3,486.2	3,551.7	3,501.7	3,607.8	4,322.4
순이익	2,462.2	2,491.4	2,467.4	2,517.6	3,019.4
EBITDA	3,564.2	3,689.3	3,649.3	3,788.1	4,385.8
순 차입금	(3,175.4)	(3,379.6)	(4,441.3)	(7,495.4)	(9,701.0)
영업이익률(%)	75.5	74.7	73.6	72.0	61.9
ROE(%)	39.4	32.0	26.4	24.4	25.0
배당수익률(%)	3.4	2.3	2.8	2.0	1.7
EPS(달러)	1.96	1.98	1.96	2.00	2.37
(EPS 증가율, %)	13.7	1.2	(1.0)	2.1	18.4
BPS(달러)	5.61	6.85	7.84	8.36	9.99
DPS(달러)	0.59	0.65	0.98	1.02	7.70
PER(x)	8.8	14.1	17.7	25.1	27.7
PBR(x)	3.1	4.1	4.3	5.8	6.6
EV/EBITDA(x)	5.3	8.7	10.8	14.7	16.9

자료: Bloomberg, 한국투자증권

안회시멘트(600585.SH/0914.HK)

인프라 투자 확대와 구조조정의 콜라보

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	21.1
시가총액(백만위안)	113,947.0
발행주식수(백만)	3,999.7
52주 최고/최저가(위안)	22.1/13.8
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	440.1
유동주식비율(%)	31.1
주요주주(%) 안회시멘트 그룹	36.78
홍콩중앙결산(대리인)공사	24.49

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.8)	13.1	47.3
상대주가(%p)	(2.8)	15.3	32.3

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	12.3	11.7	10.0
PBR(x)	1.3	1.3	1.3

What's new: 컨센서스에 부합한 실적

2016년 매출액과 순이익은 각각 559.3억 위안(+9.7% YoY), 85.3억 위안(+13.5% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 3분기까지는 역성장했으나 4분기 들어 시멘트 가격이 상승한데 힘입어 플러스 성장으로 전환됐다. 시멘트 가공원료 판매량은 2.77억톤으로 전년 대비 8% 증가해 시장 성장률 2.5%를 크게 상회했다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 136.4억 위안(+28.6% YoY), 21.5억 위안(+86.4% YoY)으로 높은 성장세를 이어갔다. 인프라 투자 확대로 수요가 증가했고 구조조정으로 시멘트 가격이 상승했기 때문이다. 또한 매출비용, 관리비용, 재무비용을 적절히 통제함으로써 순이익 증가율이 매출액 증가율을 크게 상회했다.

Positives: 견조한 인프라 투자와 가격 상승

인프라 투자는 올해에도 견조할 전망이다. 1분기 기준 승인된 인프라 민관협력 (PPP) 프로젝트 규모는 14.6조 위안으로 꾸준히 늘어나고 있다. 이 가운데 교통, 시정부공사, 도시 종합개발이 각각 30%, 28%, 10%를 차지한다. 뿐만 아니라 숭안지구, 마카오-홍콩-주해 지역권 건설 등 정부가 추진하는 인프라 투자도 꾸준히 증가하고 있어 시멘트 수요는 견조할 전망이다.

한편 공급과잉 산업에 대한 중국 정부의 구조조정은 올해에도 이어질 전망이다. 작년 구조조정의 핵심이 석탄과 철강이었다면, 올해에는 시멘트, 유리 등의 산업으로 확산되고 있다. 구조조정으로 공급이 감소하면 가격이 상승할 뿐만 아니라 동사의 절대 강자 지위 또한 공고해질 전망이다. 올해 1분기 매출총이익률이 29%로 경쟁사 대비 5~7%p 높다. 수익성이 동사의 경쟁력을 설명해주고 있다.

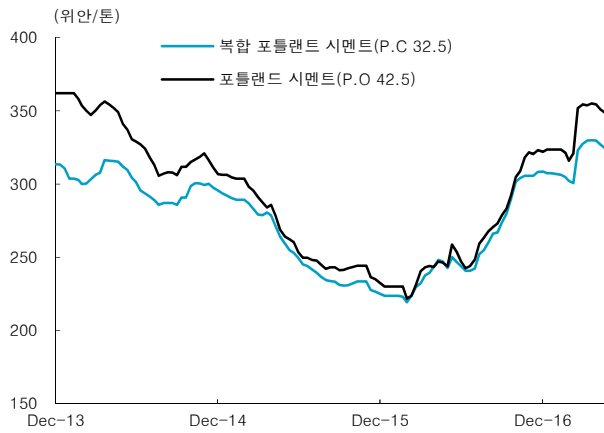
Negatives: 규제 강화에 따른 부동산 투자 둔화

작년 10월 이후 중국 정부가 강력한 규제를 실시함에도 불구하고 부동산 가격은 완만한 상승세를 유지했다. 올해 초 규제가 강화되며 주택 가격 상승률이 둔화되었으나 3월 이후 다시 상승세로 전환됐다. 주택 가격 버블을 억제하기 위해 5월부터 규제 대상지역, 요건 등이 한층 강화되면서 부동산 투자는 점차 둔화될 전망이다. 이는 시멘트 수요 감소로 이어질 가능성이 높다.

결론: 작년보다 기대되는 올해, 그러나 높은 주가 상승은 부담

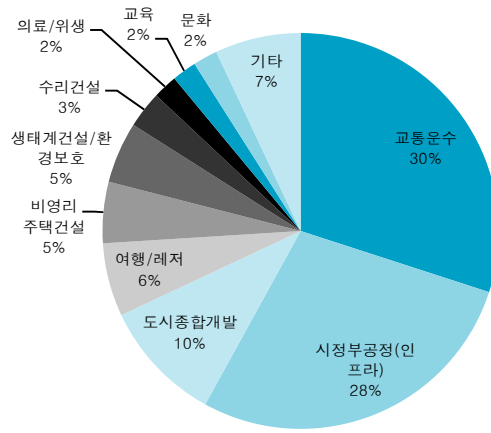
지난 1년간 동사의 주가는 47.3% 상승하며 CSI300(+13.6%)을 크게 아웃퍼폼했다. 2017년 예상 PER은 10.1배로 최근 3년 평균 10.5배와 비슷해 밸류에이션 부담도 크진 않다. 2017년 매출액과 순이익은 각각 651.3억 위안(+16.4% YoY), 113.1억 위안(+32.6% YoY)으로 호실적이 이어질 전망이다. 다만 최근 주가 급등으로 펀더멘탈 개선이 일부 반영됐다는 점에서 상승폭은 제한적일 가능성이 높다.

[그림 1] 전국 시멘트 가격 추이



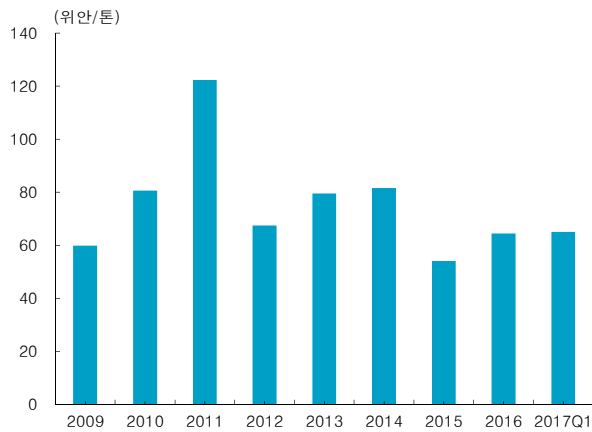
주: 전국 평균 시장가 기준
 자료: 국가통계국, Wind, 한국투자증권

[그림 2] 2017년 1분기까지 허가된 PPP프로젝트 산업별 분포



주: 프로젝트 투자액 기준
 자료: 재정부PPP종합센터, 한국투자증권

[그림 3] 시멘트 톤당 마진 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 안휘시멘트의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	8,989.0	9,861.7	8,113.0	8,422.7	9,550.2
영업이익	2,218.1	2,542.4	1,699.3	1,825.3	2,108.7
세전이익	2,061.1	2,422.8	1,605.1	1,761.8	2,236.4
순이익	1,527.3	1,782.3	1,199.8	1,291.1	1,650.4
EBITDA	2,799.4	3,163.7	2,409.0	2,541.0	2,968.5
순 차입금	1,811.5	951.1	755.3	98.2	(379.7)
영업이익률(%)	24.7	25.8	20.9	21.7	22.1
ROE(%)	18.0	18.1	11.1	11.7	13.7
배당수익률(%)	1.6	2.8	2.5	2.6	3.0
EPS(달러)	0.29	0.34	0.23	0.24	0.31
(EPS 증가율, %)	48.7	16.7	(32.7)	7.9	26.3
BPS(달러)	1.74	2.00	2.04	2.07	2.34
DPS(달러)	0.06	0.11	0.07	0.08	0.64
PER(x)	12.7	11.2	12.3	11.7	10.0
PBR(x)	2.1	1.9	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA(x)	6.0	6.2	6.6	6.2	5.8

자료: Bloomberg, 한국투자증권

칭다오하이얼(600690.SH)

글로벌 백색가전 절대 강자, GE 가전사업 연결로 호실적 달성

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	14.0
시가총액(백만위안)	85,122.9
발행주식수(백만)	6,097.6
52주 최고/최저가(위안)	14/8.5
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	399.9
유동주식비율(%)	35.4
주요주주(%)	청도전기국제 유한회사 20.64 하이얼 그룹 17.59

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.1	35.7	60.3
상대주가(%p)	10.1	37.8	45.4

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	-	12.0	13.8
PBR(x)	-	2.3	2.8

What's new: 인수합병을 통한 외형성장

2016년 매출액과 순이익은 각각 1,191억 위안(+32.6% YoY), 50.4억 위안(+17.0% YoY)을 기록하며 시장 컨센서스를 소폭 상회했다. 6월부터 제너럴일렉트릭(GE)의 가전사업부가 연결재무제표에 반영되었기 때문이다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 377.4억 위안(+69.7%, YoY), 17.4억 위안(+8.9% YoY)으로 시장 컨센서스를 크게 상회했다. 매출이 급증한 것은 2016년 6월부터 GE의 실적이 연결된데다 작년 1분기의 기저가 낮았기 때문이다.

Positives: 업황 개선 속에 프리미엄 제품군 전성시대

2016년 부동산 경기 호황으로 가전제품 판매가 양호한 가운데, 동사는 프리미엄 라인을 강화해 판매규모를 늘렸다. 그 결과 작년 동사의 국내 냉장고 시장 점유율은 25.1%로 전년 대비 0.94%p 상승했고, 세탁기 점유율은 26.8%로 0.82%p 상승하는 등 시장 점유율이 꾸준히 확대됐다. 한편 중국에서도 각광을 받았던 LG전자와 삼성전자의 가전제품이 Thaad 영향으로 소외되면서 반사이익을 누렸다. 올해에도 가전제품의 판매는 양호할 전망이다. 정부의 주택 규제에도 불구하고 거래가 견조하고, 소득 증가로 프리미엄 제품에 대한 수요가 늘어나고 있기 때문이다.

온라인 판매도 빠르게 늘고 있다. 중국의 유명한 온라인 거래 플랫폼인 Tmall과 JD 등을 통해 공격적인 판매를 진행했다. 그 결과 2016년 온라인 판매액이 135억 위안으로 전년 대비 64% 증가한 호실적을 달성했다.

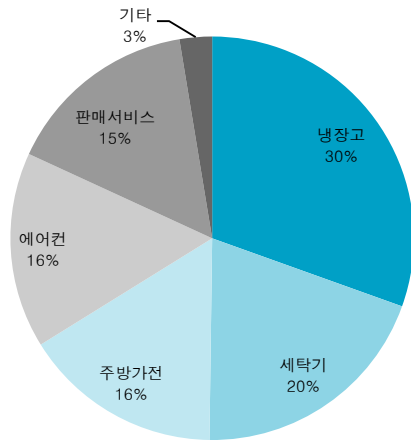
Negatives: 수요 사이클과 합병 효과에 따른 성장률 착시 효과

2016년 매출액은 전년대비 32.6%, 올해 1분기 매출액은 69.7% 증가하며 높은 성장세를 지속했다. 이는 작년 GE 가전사업을 인수하면서 GE 실적이 연결되었기 때문이다. 물론 부동산 사이클과 맞물려 가전 업황이 살아나 GE 실적을 제외하고도 매출액과 순이익이 전년대비 각각 22.6%, 24.0% 증가한 것으로 추정된다. 그러나 가전제품 수요 사이클이 지나가고, THAAD로 인한 한국 제품 기피현상이 악화되면 성장률 둔화는 불가피할 전망이다. 실적에 대한 눈높이를 조정할 필요가 있다.

결론: 긍정적인 요소 많으나, 높은 주가 상승률은 부담

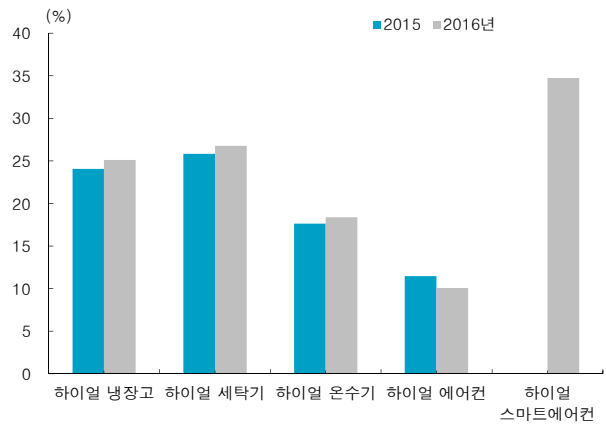
2017년 매출액과 순이익은 각각 1,473억 위안(+23.7% YoY), 62.6억 위안(+24.2% YoY)에 이를 전망이다. 5월 26일 기준 동사의 주가는 지난 1년간 60.3% 상승하며, CSI300(+13.6%)을 크게 아웃퍼폼했다. 높은 주가 상승으로 12개월 예상 PER은 14.7배로 최근 3년 평균 11.7배를 상회한다. 단기적으로 높은 주가 상승은 부담스럽다. 다만 장기적으로 실적이 꾸준히 성장할 것으로 예상되는 가운데 향후 국유기업을 개혁할 가능성이 높아 수익성 향상이 기대된다.

[그림 1] 매출구조(2016년)



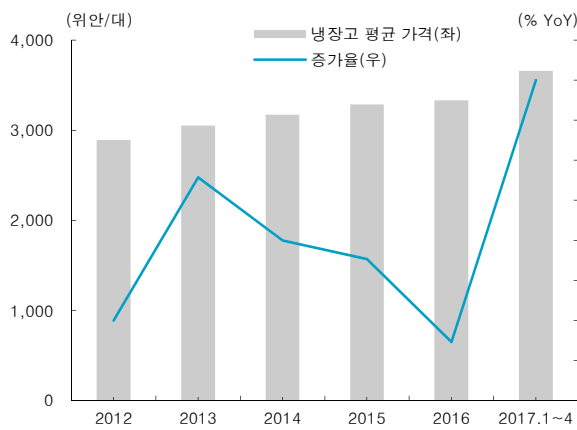
자료: 하이얼, 한국투자증권

[그림 2] 하이얼 제품별 국내 시장 점유율



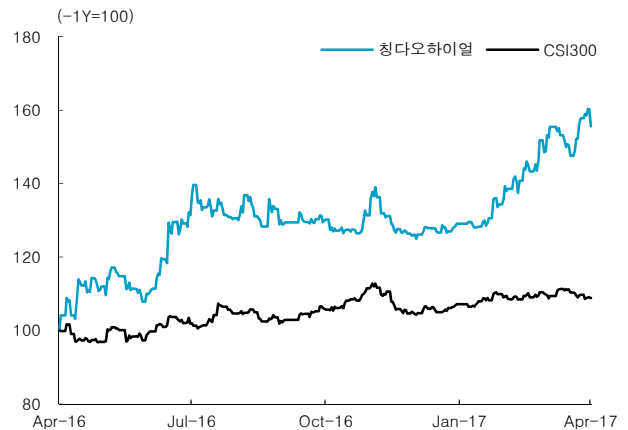
자료: 중이강, Wind, 한국투자증권

[그림 3] 하이얼 국내 오프라인 매장 냉장고 가격 추이



주: 해당 평균 가격으로 계산
자료: 중이강, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 칭다오하이얼의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	14,016.9	15,667.0	14,228.3	17,826.3	21,246.8
영업이익	896.0	1,112.0	735.9	936.5	1,316.7
세전이익	1,093.7	1,392.0	1,111.0	1,232.3	1,433.7
순이익	679.0	866.3	685.0	758.5	900.0
EBITDA	1,005.2	1,246.7	896.5	1,296.2	1,657.7
순 차입금	(1,129.1)	(2,115.6)	(1,547.0)	3,615.4	763.4
영업이익률(%)	6.4	7.1	5.2	5.3	6.2
ROE(%)	32.6	27.3	18.2	20.5	21.3
배당수익률(%)	2.4	2.7	-	2.5	2.1
EPS(달러)	0.12	0.15	0.11	0.12	0.15
(EPS 증가율, %)	25.9	22.0	(26.2)	10.7	18.2
BPS(달러)	0.44	0.65	0.57	0.62	0.73
DPS(달러)	0.04	0.04	0.03	0.04	0.29
PER(x)	12.7	9.9	-	12.0	13.8
PBR(x)	3.7	2.3	-	2.3	2.8
EV/EBITDA(x)	8.4	6.6	-	11.2	10.5

자료: Bloomberg, 한국투자증권

화위자동차시스템(600741.SH)

사업구조 다각화 순항

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	19.8
시가총액(백만위안)	62,455.5
발행주식수(백만)	3,152.7
52주 최고/최저가(위안)	19.9/13.5
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	285.4
유동주식비율(%)	31.6
주요주주(%) 상해기차그룹	58.32
중국증권금융 유한회사	2.51

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.2	16.5	45.1
상대주가(%p)	0.2	18.6	30.2

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	9.2	8.3	9.8
PBR(x)	1.4	1.3	1.5

What's new: 2016년 자동차 산업 호조에 힘입어 호실적 달성

2016년 매출액은 1,243억 위안(+17.8% YoY), 순이익은 61억 위안(+16.1% YoY)을 기록하며 컨센서스를 상회했다. 2016년 자동차 취득세율이 10%에서 5%로 하향 조정되나 2017년부터 7.5%로 상향될 것이란 기대감에 선취매 수요가 늘었다. 2016년 중국 자동차 판매량은 전년 대비 13% 증가하며 2013년 이후 다시 두 자릿수 성장을 회복했다. 업황 개선은 내외장재, 차량 내부의 기능성부품 등을 생산하는 동사에 유리하게 작용했다.

2017년 1분기 매출액은 340억 위안(+7.1% YoY), 순이익은 15.3억 위안(+7.1% YoY)로 컨센서스에 부합했다. 자동차 취득세율이 작년 5%에서 7.5%로 상향 조정되며 올해 1~4월 자동차 판매량은 전년 대비 6.9% 증가하는데 그쳤다. 한편 2016년 주당 1위안을 배당해 배당성향이 52%에 달했고, 5월 26일 기준 배당수익률은 5.1%다.

Positives: 고객 및 해외매출 다변화, 신성장 동력의 3박자 조화

고객 다변화가 꾸준히 진행되고 있다. 상하이자동차 향 매출이 늘고 있으나 타 OEM향 매출 증가에 힘입어 상해차향 매출 비중은 2010년 71%에서 2016년 55.2%로 하락했다. 원가 경쟁력, 독자 기술개발을 앞세워 글로벌 OEM으로의 납품도 추진하고 있다. 타 OEM 매출 비중이 40% 이상으로 상승하면서 매출의 안정성을 확보했을 뿐만 아니라 단가인하 압력도 완화될 전망이다.

해외매출 다변화도 꾸준히 진행되고 있다. 내외장재는 미국에서 Ford, GM, BMW, Benz 등 글로벌 완성차들의 지정 부품사로, 산화알루미늄은 Audi, Benz, Volvo의 지정 부품사로 선정됐다. 2016년 해외매출은 286억 위안으로 전년 대비 125% 증가했고 매출 비중도 2015년 14%에서 23%로 상승했다.

신성장 동력 확보에 주력하고 있다. 자동차 산업의 구조적인 변화에 대비해 자율주행 ADAS, 전기차 구동시스템의 개발에 몰두하면서 2016년 연구개발비용은 24억 위안으로 전년 대비 59% 급증했다. 그 결과 2016년 중국에서 처음으로 77GHz의 밀리파 레이더를 개발했고, 2017년부터는 24GHz의 밀리파 레이더를 양산할 계획이다. 또한 전기차 구동시스템, 전자제어장치(ECU) 등이 상해차, 중타이 등 고객사 승용차 모델에 성공적으로 장착돼 실적 가시성이 부각되고 있다.

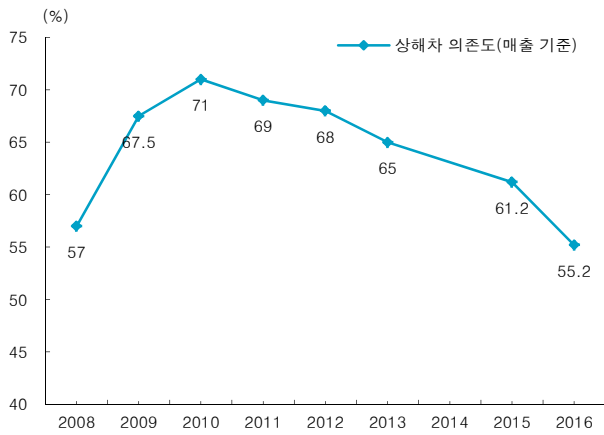
Negatives: 2017년 중국 자동차 판매 증가율 둔화, 매출채권 증가

올해 자동차 취득세율이 다시 상향되며 자동차 판매 증가율이 다시 한 자릿수로 둔화될 전망이다. 또 원재료 가격 상승으로 1분기 매출총이익률은 14.7%로 작년 4분기보다 1.2%p 상승하는데 그쳤다. 한편 로컬 브랜드향 매출이 증가하면서 매출채권의 기간이 늘어나면서 현금흐름이 악화됐다.

결론: 저평가 매력 부각

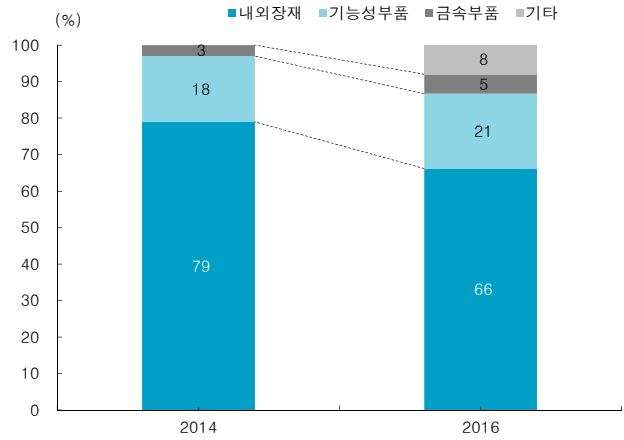
2017년, 2018년 순이익은 전년 대비 각각 7.2%, 8.0% 증가할 전망이다. 고객 다변화, 해외 매출 확대 및 신성장 동력 확보 등은 중장기 실적을 견인할 것이다. 주가도 이런 기대감으로 연초 대비 17% 상승했으나, 12개월 예상 PER은 9배로 낮다. 자동차 부품 산업의 선두기업으로 중장기 투자 매력이 지속될 전망이다.

[그림 1] 상해차량 매출 의존도 추이



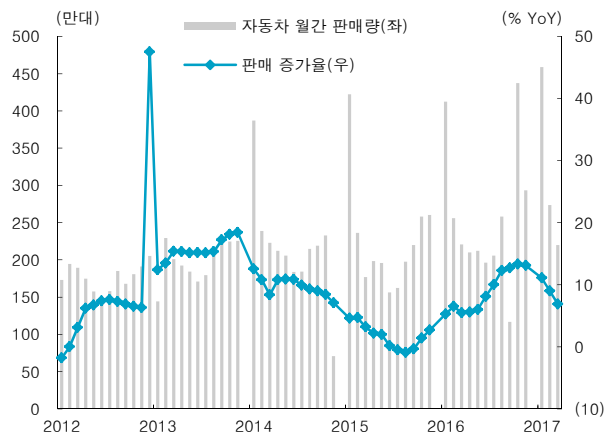
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 화위자동차시스템의 매출구조 변화 추이



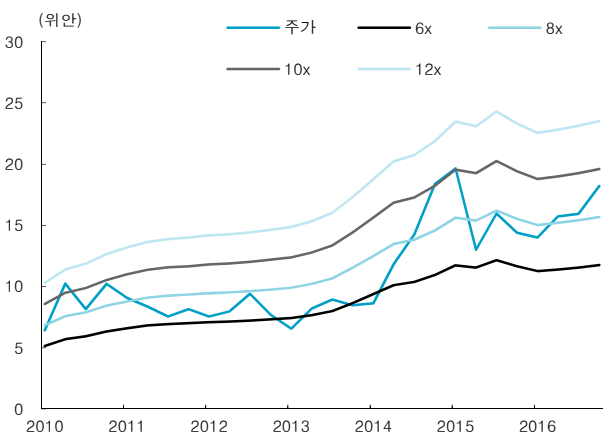
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 중국 자동차 월간 판매량과 증가율 추이



주: 증가율은 누적 기준
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 화위자동차시스템의 주가 및 PER 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 화위자동차시스템의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	11,314.4	11,971.4	16,707.2	18,634.8	19,539.3
영업이익	718.1	666.0	715.6	872.7	1,115.5
세전이익	1,166.3	1,133.2	1,326.7	1,484.9	1,539.7
순이익	560.9	723.2	832.8	914.9	938.4
EBITDA	946.9	888.3	1,042.4	1,251.1	1,434.1
순 차입금	(844.5)	(1,187.5)	(1,763.7)	(2,781.7)	(3,594.6)
영업이익률(%)	6.3	5.6	4.3	4.7	5.7
ROE(%)	18.1	21.0	19.3	17.7	16.5
배당수익률(%)	4.6	3.4	5.9	6.3	5.3
EPS(달러)	0.22	0.28	0.29	0.29	0.29
(EPS 증가율, %)	11.2	29.2	5.7	5.6	4.8
BPS(달러)	1.20	1.47	1.83	1.74	1.90
DPS(달러)	0.08	0.08	0.16	0.15	1.05
PER(x)	7.6	9.0	9.2	8.3	9.8
PBR(x)	1.4	1.7	1.4	1.3	1.5
EV/EBITDA(x)	4.4	6.9	5.9	4.7	5.4

자료: Bloomberg, 한국투자증권

금강호텔개발(600754.SH)

외형 성장보다 내실에 집중해야 할 때

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	25.8
시가총액(백만위안)	22,980.0
발행주식수(백만)	801.9
52주 최고/최저가(위안)	38.7/24.9
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	62.9
유동주식비율(%)	17.9
주요주주(%)	상해금강국제호텔유한회사 50.32
	홍익지분투자파트너스 12.56

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.7)	(17.7)	(27.5)
상대주가(%p)	(6.8)	(15.6)	(42.5)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	29.4	18.5	30.0
PBR(x)	2.3	1.1	2.0

What's new: 외연 확장으로 매출 급증

2016년 매출액은 106억 위안(+91% YoY), 순이익은 7.0억 위안(+9% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 탑라인 성장은 외연 확장을 통해 실현했다. 작년 뷔타오(铂涛), 웨이예나(维也纳) 등의 중저가 호텔 브랜드를 인수했다. 국내 호텔 순이익은 전년대비 87% 늘었다. 프랑스 호텔 사업은 테러 사태로 영업이익이 26% 감소했으나 기타 사업 호조로 순이익은 9% 증가했다. 요식업 순이익은 KFC 투자 수익 개선으로 전년대비 196% 늘었다.

2017년 1분기 매출액은 28.4억 위안(+62.4% YoY), 순이익은 2.0억 위안(+20.9% YoY)을 기록했다. 뷔타오의 실적이 작년 3월부터, 웨이예나의 실적은 작년 7월부터 연결되면서 매출이 크게 증가했다. 한편 순이익이 증가한 것은 KFC 사업의 턴어라운드로 요식업 실적이 개선되고 장강증권 지분매각으로 투자수익이 늘었기 때문이다.

Positives: 중고가 호텔의 실적 기여도 상승, 비용 감소

국내 호텔 사업의 실적이 견조하다. 중저가 호텔 인수로 올해 1분기 국내 호텔 사업 매출이 전년동기대비 113% 늘었다. 특히 중고가 브랜드인 웨이예나 호텔의 매출이 늘어나며 실적 기여도가 상승하고 있다. 웨이예나의 객실당 수익(Rev par)도 뷔타오에 비해 높다.

올해에는 재무비용과 일회성 비용이 감소할 전망이다. 작년에 제3자 유상증자를 통해 45억 위안을 조달해 재무비용이 감소할 것이다. 또한 2016년처럼 호텔 인수에 따른 수수료 등 일회성 비용도 없다.

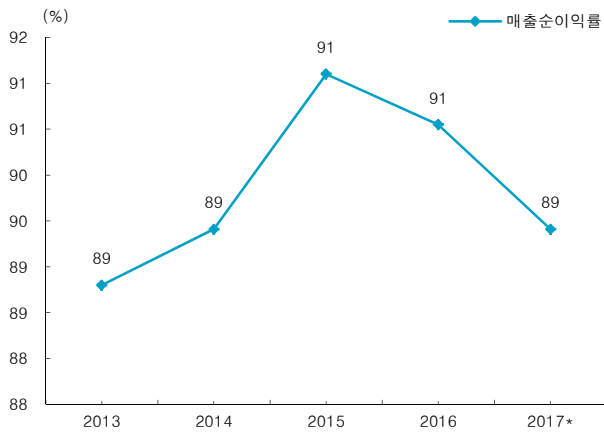
Negatives: 업종 내 경쟁력 약화, 수익성 하락

중국에서 중저가 호텔 시장의 경쟁이 심화되고 있는 점은 국영기업인 동사에 불리하다. 작년 꾸준한 외연 확장으로 중국 내에 4,824개의 호텔을 보유한 최대 기업으로 성장했으나, 경쟁사 대비 경영 효율성이 떨어져 매출액 순이익률을 비롯한 수익성 지표가 하락하는 추세다. 향후 국유기업 개혁 조치의 실행 여부를 지켜볼 필요가 있다.

결론: 이제는 외연 확장보다 내실에 집중해야 할 때

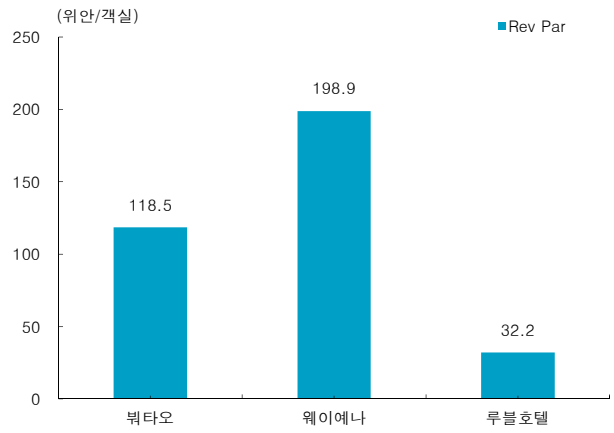
지난 2년간 외연 확장을 통한 탑라인 성장이 이어졌다면 올해부터는 경영효율성 제고와 비용 통제를 통해 수익성이 개선될 것이다. 2017년 순이익 증가율은 24%로 2016년 9%에 비해 크게 높아질 전망이다. 다만 국영기업으로 경영 효율성이 떨어지고 경쟁력이 약하다는 점이 실적 개선에 대한 의구심을 높여주고 있다. 현재 PER이 30배로 밸류에이션 부담도 높다. 향후 수익성 지표의 개선 여부를 확인할 필요가 있다.

[그림 1] 금강호텔개발의 매출순이익률 추이



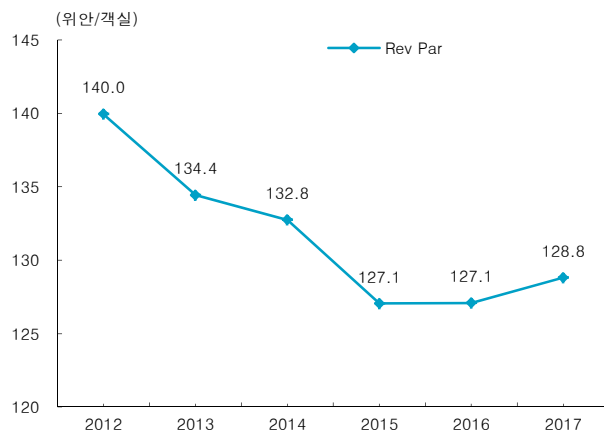
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 금강호텔개발의 브랜드별 객실 수익(Rev Par) 지표(2017 1분기)



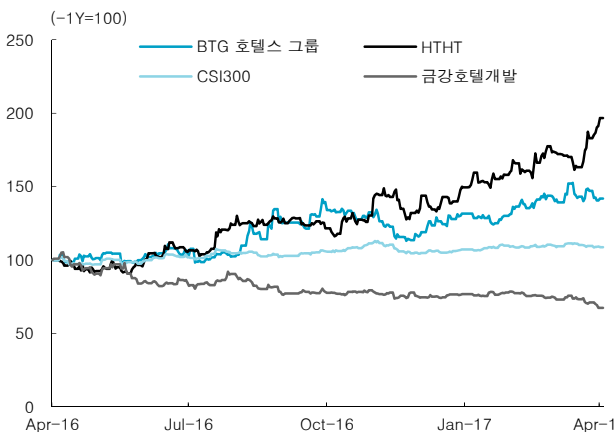
자료: 회사, 한국투자증권

[그림 3] 기존 브랜드인 금강의 객실당 수익(Rev Par) 추이



자료: 금강호텔개발, 한국투자증권

[그림 4] 금강호텔개발, 경쟁사 및 시장 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 금강호텔개발의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	413.5	448.5	861.2	1,573.9	1,761.9
영업이익	43.7	39.2	82.0	122.6	179.7
세전이익	80.8	108.0	140.1	147.3	177.5
순이익	61.4	79.1	101.5	104.6	118.1
EBITDA	100.6	102.3	159.3	238.8	371.0
순 차입금	108.7	(440.8)	1,534.3	2,088.7	1,946.1
영업이익률(%)	10.6	8.7	9.5	7.8	10.2
ROE(%)	8.8	7.5	7.5	6.6	6.4
배당수익률(%)	4.0	-	2.1	3.2	2.3
EPS(달러)	0.10	0.13	0.13	0.12	0.13
(EPS 증가율, %)	2.9	24.4	(1.1)	(4.5)	3.8
BPS(달러)	1.19	1.74	1.59	1.93	1.88
DPS(달러)	0.06	0.06	0.08	0.07	0.59
PER(x)	15.3	-	29.4	18.5	30.0
PBR(x)	1.3	-	2.3	1.1	2.0
EV/EBITDA(x)	15.1	-	28.9	19.0	15.4

자료: Bloomberg, 한국투자증권

용기고분(601012.SH)

중국 태양광 시장의 승자

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	14.8
시가총액(백만위안)	29,599.1
발행주식수(백만)	1,995.9
52주 최고/최저가(위안)	17.1/11.3
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	220.4
유동주식비율(%)	55.3
주요주주(%)	이진국 14.95
	이춘안 10.96

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.4)	8.3	29.4
상대주가(%p)	(13.4)	10.4	14.5

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	44.0	15.6	15.1
PBR(x)	4.3	2.6	2.5

What's new: 업황 턴어라운드와 생산원가 하락으로 실적 개선

2016년 매출액은 115억 위안(+94% YoY), 순이익은 15.5억 위안(+197%)으로 컨센서스에 부합했다. 단결정 웨이퍼 판매량이 9.89억장으로 2015년보다 137% 늘었고 단결정 전기셀 모듈의 납입 규모도 전년대비 179% 늘어난 1,847MW에 달했다. 견조한 전방수요와 동사가 보유한 PERC 기술로 생산원가가 2012년 대비 67% 하락한 것이 실적 개선의 주요한 배경으로 작용했다.

2017년 1분기에도 매출액 26.9억 위안(+22% YoY), 순이익 4.4억위안(+65% YoY)을 기록해 컨센서스를 상회했다. 일시적인 공급부족으로 단결정 웨이퍼의 가격이 연초대비 0.8% 상승한 게 매출 성장을 견인했다. 같은 기간 다결정 웨이퍼 가격은 연초대비 12% 하락했다. 또한 기술력 향상에 따른 생산원가 하락, 판관비 증가율의 둔화 등이 복합적으로 작용하며 순이익 급증을 견인했다.

Positives: 중국 국내 수요 증가, 기술력 향상으로 수익성 개선세 지속

중국 정부가 환경 보호를 강화하고 있는 상황에서 운남, 서안 등 중서부 도시들의 분포식 태양광 설치 수요가 늘고 있다. 2016년 분포식 태양광 설비 설치량은 1GW로 전년대비 70% 성장하며 2015년 증가율 30%를 크게 상회했다. 분포식 태양광의 설치 수요가 늘어나는 것은 통상적으로 전도율과 효율성이 높은 단결정 웨이퍼 및 모듈에 대한 수요를 촉진한다. 동사는 중국 단결정 웨이퍼 시장의 40% 이상을 차지하는 선두기업으로 수요 증가의 수혜를 가장 먼저 누리게 된다. 또한 과거 일본, 유럽에 납품했던 경험이 있어 제품 품질도 타 경쟁사보다 높다. 전방수요 증가와 양호한 품질로 향후 매출 증가가 가속화 될 전망이다.

태양광 발전은 화력 발전에 비해 아직 생산원가가 높다. 따라서 태양광 웨이퍼나 모듈 가격은 중장기적으로 낮아질 것이다. 이런 추세에 대비해 동사는 많은 R&D 비용을 투자해 생산원가 절감에 나서고 있으며, 그 성과가 최근 가시화되고 있다. 올해 1분기 매출총이익률은 31.3%로 사상 최고치를 기록했고, 작년 4분기 27.5% 대비 3.8%p 높다. 향후 생산 기술 국산화를 실현하게 되면 추가적으로 25%의 비용을 절감할 것으로 예상되며, 이는 태양광 단결정 제품 가격 하락에 따른 수익성 악화를 방어하는데 도움이 될 것이다.

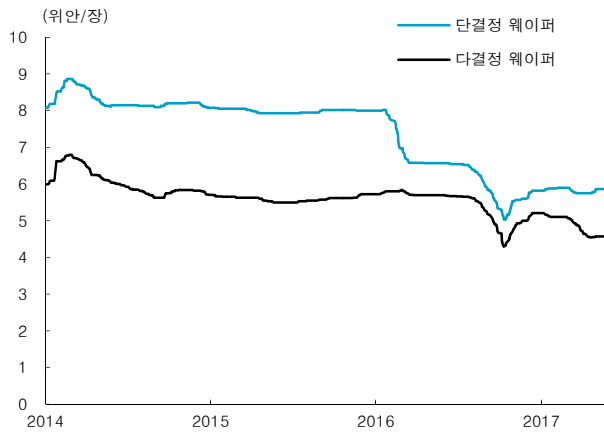
Negatives: 생산개파 증설 속도 예상 하회

전방 산업의 수요가 견조한 가운데 생산개파 증설이 예상보다 느리게 진행될 경우 매출 성장이 지연될 수 있다. 동사는 생산개파를 2016년 7.5GW에서 2017년 12GW, 2018년에는 18GW로 늘릴 계획이다.

결론: 생산원가 하락에 따른 매출총이익률 개선 지속될 전망

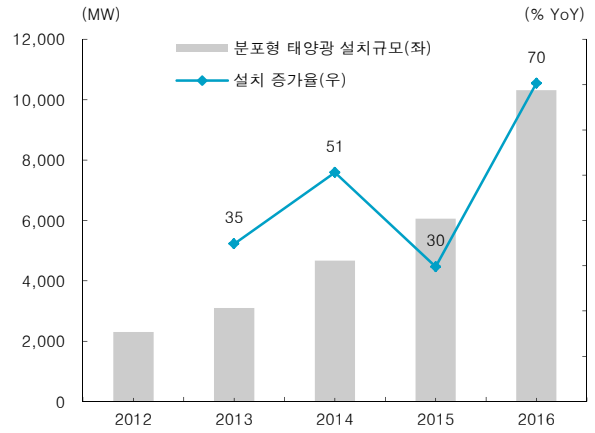
2017년, 2018년 순이익은 각각 19.7억 위안(+27.1% YoY), 25.0억 위안(+27.0% YoY)으로 예상된다. 꾸준한 수요 증가, 생산원가 하락에 따른 매출총이익률 상승, 높은 기술력 등으로 향후 실적 호조가 이어질 가능성이 높다. 주가 상승에도 불구하고 12개월 예상 PER는 14배로 낮다.

[그림 1] 중국 단결정 웨이퍼와 다결정 웨이퍼 가격 추이



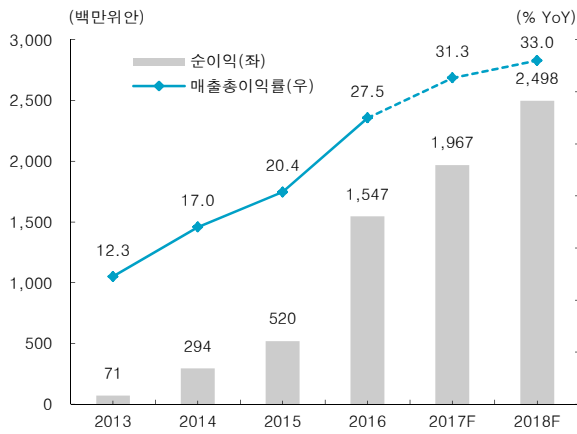
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 중국 분포형 태양광 설치량 및 증가율 추이



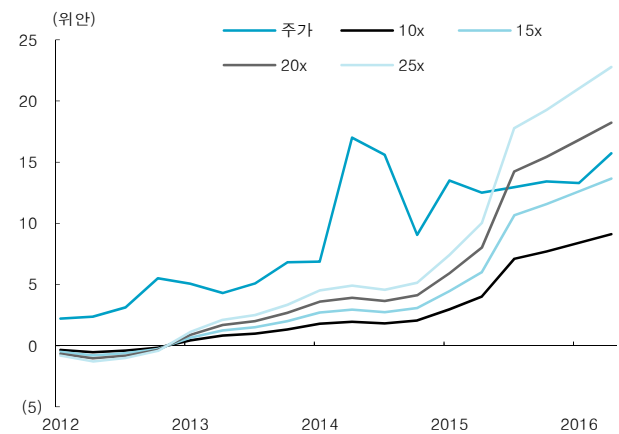
자료: 용기고분, 한국투자증권

[그림 3] 용기고분의 순이익 및 매출총이익률 추이



주: 2017년과 2018년은 Wind 전망치
자료: 용기고분, 한국투자증권

[그림 4] 용기고분의 주가 및 PER 밴드 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 용기고분의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	370.7	596.1	944.9	1,719.8	2,195.6
영업이익	22.4	60.0	104.9	278.1	331.0
세전이익	15.1	51.8	94.3	270.0	329.3
순이익	11.5	47.6	82.8	233.0	279.4
EBITDA	53.7	98.3	149.8	338.1	437.1
순 차입금	69.1	127.5	(8.7)	(103.7)	446.7
영업이익률(%)	6.1	10.1	11.1	16.2	15.1
ROE(%)	2.4	9.5	11.8	19.7	17.0
배당수익률(%)	0.3	0.6	0.3	0.7	1.1
EPS(달러)	0.01	0.03	0.05	0.13	0.14
(EPS 증가율, %)	-	322.2	65.8	162.5	10.4
BPS(달러)	0.30	0.32	0.49	0.73	0.85
DPS(달러)	0.00	0.01	0.01	0.02	0.17
PER(x)	118.5	37.9	44.0	15.6	15.1
PBR(x)	2.8	3.5	4.3	2.6	2.5
EV/EBITDA(x)	26.5	19.9	25.6	11.6	10.1

자료: Bloomberg, 한국투자증권

사일론금우(601058.SH)

단기실적 악화 지속, 장기적으로 베트남 공장의 성장성에 주목

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	3.4
시가총액(백만위안)	7,753.5
발행주식수(백만)	2,293.9
52주 최고/최저가(위안)	4.5/3.2
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	83.0
유동주식비율(%)	80.7
주요주주(%)	두목대 6.45
청도육명투자센터	3.37

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.1)	(21.7)	4.4
상대주가(%p)	(6.1)	(19.6)	(10.5)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	47.4	25.4	20.5
PBR(x)	2.2	2.1	1.5

What's new: 판매 호조, 원재료 가격 상승으로 매출총이익률 하락

2016년 매출액은 111.3억 위안(+14.0% YoY), 순이익은 3.6억 위안(+87.5%)을 기록했다. 매출은 예상을 상회했으나 순이익은 컨센서스를 소폭 하회했다. 타이어 수요 증가로 칭다오, 선양공장의 가동률이 각각 95%, 98%로 상승하며 타이어 매출이 늘었다. 반면 합성고무 등 원재료 가격이 빠르게 상승해 매출총이익률은 소폭 하락했다.

2017년 1분기 매출액은 31.5억 위안(+40% YoY), 순이익은 5,072만 위안의 적자를 기록하며 컨센서스를 크게 하회했다. 비록 판매량이 늘고 제품 가격이 상승했으나 원재료 가격의 급등이 수익성 악화로 연결되었다. 매출총이익률도 전년동기대비 8.8%p 하락했다.

Positives: 베트남 공장의 이익 기여도 상승 기대

보호무역주의 강화, 인건비 상승 등 다양한 이슈를 해결하기 위해 베트남에 공장을 설립했다. 2017년 베트남 공장의 반철강 광선 타이어(Semi steel tire)와 강철 광선 타이어(All steel tire)의 생산캐파는 각각 780만본, 120만본에 달할 전망이다. 이 가운데 반철강 광선 타이어는 매출총이익률이 높아 올해 양산과 더불어 이익 개선에 기여할 전망이다. 향후 베트남 공장을 통해 수출을 진행함으로써 보호무역주의 마찰을 줄일 수 있다.

한편 중국 정부는 2016년 '타이어산업의 진입 조건'을 발표해 반철강 광선 타이어와 강철 광선 타이어의 연간 캐파가 각각 120만본, 600만본을 초과할 수 없도록 규정했다. 또한 환경규제에 대한 감사가 엄격해지며 일부 중소형 업체들이 파산했다. 정부의 공급측 개혁 강화로 산업 집중도가 상승할 것이며, 산업의 통폐합으로 선두기업인 동사의 점유율 상승이 기대된다.

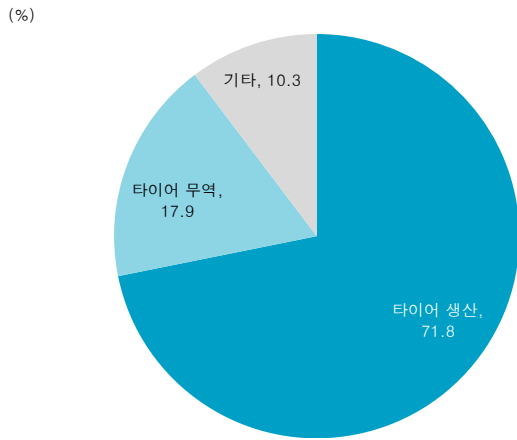
Negatives: 단기적으로 원재료 가격 상승에 따른 실적 악화 지속될 전망

타이어 생산에서 천연고무와 합성고무가 전체 원재료 비용의 50% 이상을 차지한다. 올해 1분기 합성고무 가격은 톤당 22,300위안으로 전년동기대비 100% 급등했다. 원재료 가격이 급등한데 비해 타이어 제품의 가격 상승폭은 적어 단기적으로 실적 악화는 지속될 전망이다. 장기적으로는 제품 가격이 점진적으로 상승하고 판매량도 늘어나면서 수익성이 점차 개선될 가능성이 높다.

결론: 실적 압박과 밸류에이션 부담 커

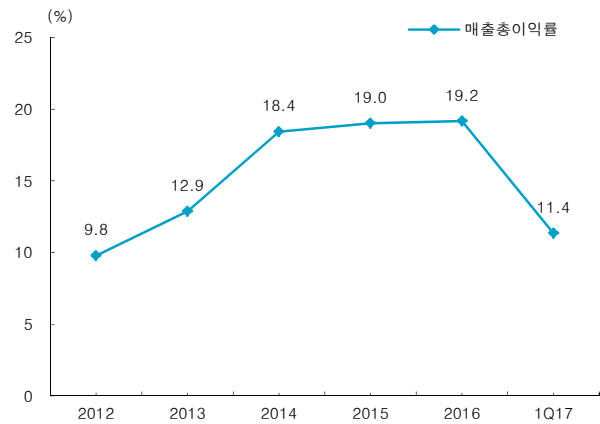
예상보다 빠른 원재료 가격 급등과 2017년 자동차 판매증가율 둔화 전망 등은 올해 영업 환경이 나쁘다는 것을 시사한다. 2017년과 2018년 순이익 증가율은 각각 3.0%, 20.1%로 2016년 87.5%를 크게 하회할 것이다. 12개월 예상 PER도 22배로 올해 순이익 증가율 대비 높은 수준이다. 중장기 시각으로 지켜보아야 할 것이다.

[그림 1] 사일론금우의 매출구조(2016년)



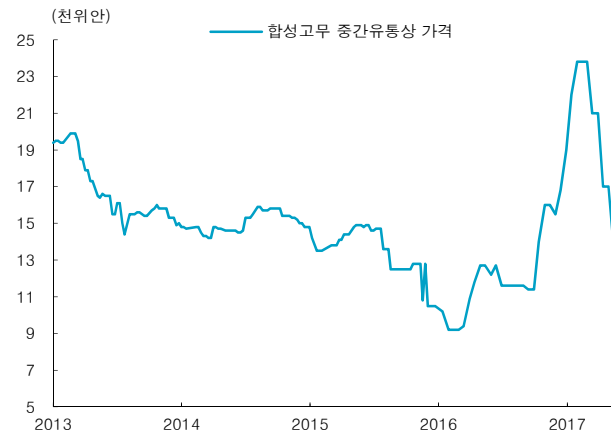
자료: 사일론금우, 한국투자증권

[그림 2] 사일론금우의 매출총이익률 추이



자료: 사일론금우, 한국투자증권

[그림 3] 천연고무 선물가격 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 사일론금우 주가와 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 사일론금우의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	1,301.4	1,804.3	1,551.3	1,667.5	1,878.3
영업이익	58.4	112.3	83.8	95.2	78.1
세전이익	46.8	78.1	41.4	64.7	79.7
순이익	39.8	54.1	30.7	54.6	56.4
EBITDA	103.0	199.5	160.3	183.1	178.2
순 차입금	452.6	709.9	733.0	727.3	-
영업이익률(%)	4.5	6.2	5.4	5.7	4.2
ROE(%)	10.2	9.4	4.6	8.3	10.6
배당수익률(%)	1.4	1.4	1.1	1.5	1.8
EPS(달러)	0.02	0.03	0.01	0.02	0.02
(EPS 증가율, %)	54.8	13.6	(49.6)	75.3	(0.4)
BPS(달러)	0.24	0.30	0.29	0.28	0.32
DPS(달러)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.06
PER(x)	21.6	21.5	47.4	25.4	20.5
PBR(x)	2.2	2.0	2.2	2.1	1.5
EV/EBITDA(x)	14.2	10.5	14.2	11.8	10.6

자료: Bloomberg, 한국투자증권

심천가스(601139.SH)

물량 회복을 기다리자

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	8.3
시가총액(백만위안)	18,400.6
발행주식수(백만)	2,214.3
52주 최고/최저가(위안)	107.5
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	37.3
유동주식비율(%)	12.4
주요주주(%)	심천시인민정부국유자산관리
	홍콩중화메기투자유한공사
	16.35

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.1)	(15.1)	10.2
상대주가(%p)	(11.1)	(13.0)	(4.7)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	29.4	26.0	18.4
PBR(x)	2.8	2.6	2.2

What's new: 천연가스 수요 증가로 견조한 실적 달성

2016년 매출액은 85.1억 위안(+6.8% YoY), 순이익은 7.7억 위안(+17.0% YoY)을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 2015년 가격 인하 이후 천연가스 수요가 늘어나며 판매 호조를 견인한 가운데 액화가스 도매 사업이 2015년 적자에서 흑자로 전환됐기 때문이다. 판매량 증가로 현금흐름도 안정세를 유지했다.

1분기 매출액은 24.5억 위안(+22% YoY), 순이익은 2.2억 위안(+5% YoY)을 기록했다. 올해 1분기에 서부의 전기를 동부 연해지구로 수송하는 노선이 정기 점검에 들어가 심천시 발전소의 발전량이 늘어났고, 천연가스 수요 급증으로 매출총이익률도 작년 4분기 대비 소폭 상승했다.

Positives: 정책에 힘입어 천연가스 수요 꾸준히 증가

중국은 대기오염을 개선하기 위해 발전연료를 석탄에서 천연가스로 전환해 나가고 있다. 이에 따라 국내 천연가스 소비량과 수입량은 2030년까지 3배 이상 늘어날 것으로 기대된다. 2015년 말 중국 정부가 천연가스의 보급을 확대하기 위해 기업당 가격을 인하했고, 이에 따라 발전소용 천연가스 공급은 전년대비 17.4% 증가했다. 또한 도시 낙후지역에 대한 가스배관 설치 사업을 진행하고 있어 2016년 동사의 배관가스 가계 사용자수는 2015년에 비해 33만 개 추가됐다. 중장기적으로 중국의 가스 수송 물량은 꾸준히 늘어날 전망이다. 이 외에 LNG 수입 사업이 2017년부터 본격화될 예정이어서 저렴한 천연가스를 수입하면 매출총이익률이 점진적으로 상승할 가능성이 높다.

Negatives: 추가적인 가격 인하 예상, 타 지역 대비 인하폭 클 전망

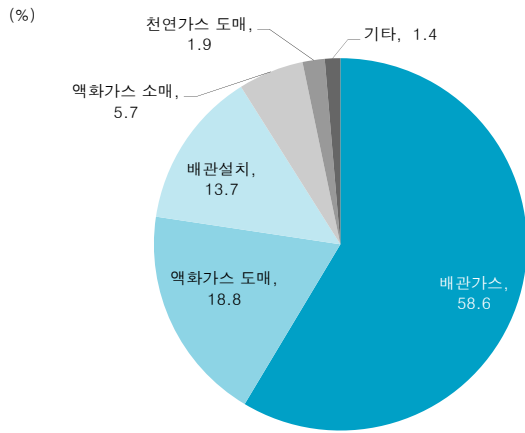
최근 상해시에서 기업의 부담을 해소하기 위해 제조기업당 가스 소비가격을 10% 이상 인하했다. 이에 따라 심천시에서도 가스 가격을 인하할 가능성이 높는데 심천의 가격이 중국 내에서 상대적으로 높아 인하 폭이 타 지역 대비 클 것으로 예상된다.

가격이 하락해도 물량이 증가하면 실적 악화를 피할 수 있다. 다만 1분기 동사의 제조기업당 천연가스 판매는 전년동기대비 10% 증가에 그쳐 전국 평균 15%를 하회했다. 심천 지역의 가스 수요 성장이 중국 타 지역에 비해 제한적이라는 점에서 낙관적으로 보기만은 어렵다. 향후 신도시 건설, 새로운 발전소 양산 등 수요 증가 요인을 모니터링할 필요가 있다.

결론: 단기 실적 압박과 밸류에이션 부담 모두 커

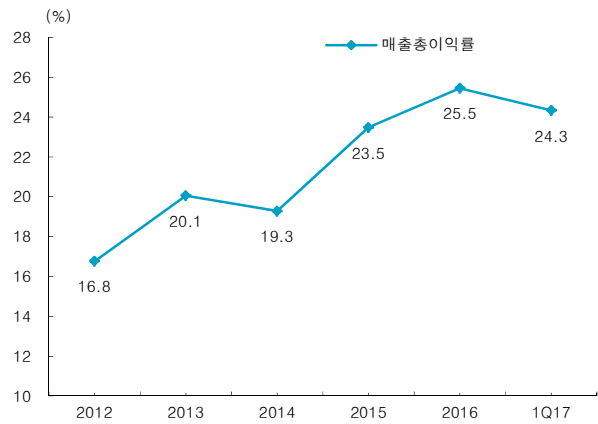
중국 정부의 천연가스 보급 정책에 힘입어 천연가스 수요는 지속 증가할 전망이다. 그러나 심천 지역의 특성상 타 지역에 비해 천연가스 수요 성장이 상대적으로 낮고, 최종 소비자 가격도 하락하면서 실적 개선폭이 과거에 미치지 못할 가능성이 높다. 성장 둔화와 함께 배당성향도 하락하고 있다. 2017년, 2018년 순이익 증가율이 각각 7.9%, 13.6%로 예상되는 가운데 현재 12개월 예상 PER이 18.4배로 고평가되어 있다.

[그림 1] 심천가스의 매출구조(2016년)



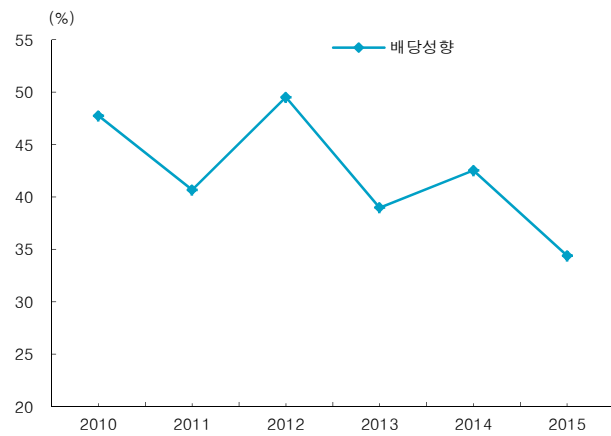
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] 심천가스의 매출총이익률 추이



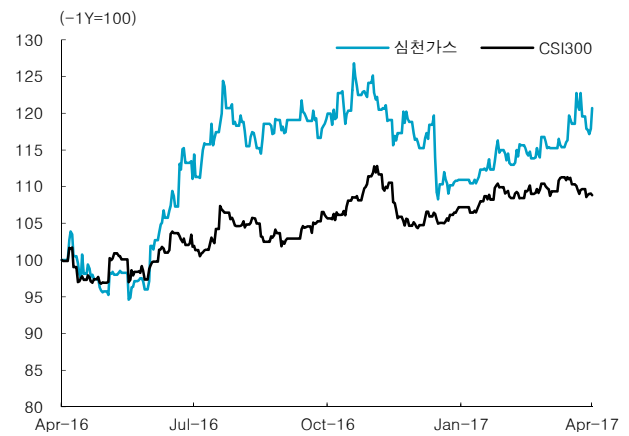
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 심천가스의 배당성향 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 4] 심천가스와 시장(CSI300) 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 심천가스의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	1,386.0	1,538.1	1,258.6	1,273.1	1,349.3
영업이익	127.7	138.3	128.9	151.1	173.9
세전이익	152.3	150.8	137.2	153.3	187.2
순이익	115.0	117.0	105.0	116.3	138.4
EBITDA	164.8	181.9	179.5	209.9	247.5
순 차입금	253.3	481.9	287.0	256.3	(37.2)
영업이익률(%)	9.2	9.0	10.2	11.9	12.9
ROE(%)	15.4	13.9	10.5	10.4	11.7
배당수익률(%)	1.8	1.7	1.1	1.2	1.7
EPS(달러)	0.06	0.06	0.05	0.05	0.07
(EPS 증가율, %)	33.3	(0.2)	(15.6)	6.8	25.2
BPS(달러)	0.42	0.44	0.50	0.51	0.56
DPS(달러)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.14
PER(x)	22.0	22.9	29.4	26.0	18.4
PBR(x)	3.1	3.0	2.8	2.6	2.2
EV/EBITDA(x)	17.3	17.5	19.5	15.8	11.6

자료: Bloomberg, 한국투자증권

환신미디어(601801.SH)

사업 다각화 진행 중

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	13.1
시가총액(백만위안)	26,038.7
발행주식수(백만)	1,989.2
52주 최고/최저가(위안)	19.6/11
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	307.1
유동주식비율(%)	33.8
주요주주(%)	안휘신화발행 홀딩스 53.84
	신화그룹 등 컨소시엄 15.58

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.9)	(24.0)	13.4
상대주가(%p)	(13.9)	(21.8)	(1.6)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	38.4	31.4	21.8
PBR(x)	5.2	4.1	-

What's new: REITs 신규 사업 성공으로 순이익 급증

2016년 매출액과 순이익은 각각 75.9억 위안(+15.4% YoY), 10.6억 위안(37% YoY)을 기록하며 높은 성장세를 보였다. 주요 사업부분의 매출액이 증가했으나, 문화/스포츠용품 사업을 제외한 사업부분의 매출총이익률이 하락하며 수익성이 둔화됐다. 한편 작년 제 3차 배정 유상증자를 통해 20억 위안을 조달, REITs 프로젝트 사업에 나섰는데, 여기에서 4.0억 위안의 이익을 달성해 타 사업부분의 수익성 둔화를 상쇄했다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 19.4억 위안(+10.0%, YoY), 6.3억 위안(+155% YoY)으로 컨센서스를 상회했다. 2번째 REITs 프로젝트에서 큰 수익이 발생했기 때문이다.

Positives: 온·오프라인 교육사업 확대, REITs 진출로 수익구조 다각화

중국도 경쟁이 심해지며 사교육 시장이 고성장세를 유지할 전망이다. 이런 배경에서 동사는 최근 총 12.7억 위안을 투자해 쓰촨성 성소재지인 청두(成都)에 위치한 청두7중실험학교의 지분 65%를 간접 인수했다. 청두7중실험학교는 초등학교부터 중학교, 고등학교, 국제고등학교까지 보유한 대형 사립학교다. 향후 디지털수업, 온라인교육, 오프라인 교육센터 등의 플랫폼에 VR과 AR을 접목한 스마트 교육을 확대해 교육의 효율성을 극대화하는 한편 기존의 출판, 교재, 교육용 기기 등의 판매를 강화할 계획이다. 중국 사교육 시장이 빠르게 발전하며 이에따른 수혜가 예상된다.

동사는 2016년 REITs에 본격적으로 진출하며 사업 다각화에 나섰다. 2016년 하반기와 2017년 상반기에 2차례의 프로젝트에서 각각 4.0억 위안과 4.1억 위안의 이익을 내 매출액 순이익률도 크게 상승했다.

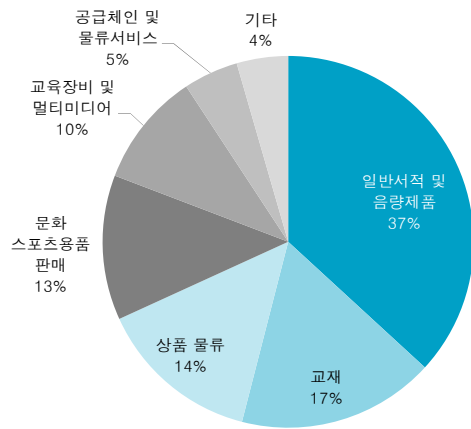
Negatives: 출판 산업의 성장 둔화, 무분별한 투자 확대

동사는 사업 다각화를 시도하고 있으나 여전히 출판 사업의 매출 비중이 37%로 가장 높다. IT기기와 인터넷의 발전으로 출판산업의 성장이 둔화돼. 2015년부터 전통 출판 산업과 인터넷을 결합한 스마트 서점이라는 전략을 구사하고 있으나 큰 성과를 내지 못하고 있다. 한편 오프라인 학교 인수는 양날의 검이다. 사교육 시장의 급성장으로 수혜를 누릴 수도 있으나 실패할 경우 리스크가 확대될 수 있다.

결론: 양호한 성장 예상, 신규 사업에 따라 실적 변동이 클 수 있어

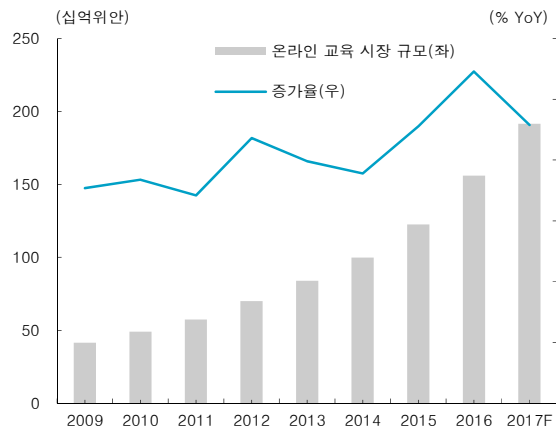
지난 1년간 동사의 주가는 37.1% 상승하며 CSI300을 크게 아웃퍼폼했다. 5월 26일 기준 동사의 12개월 예상 PER은 21.2배로 최근 3년 평균인 28.5배를 소폭 하회하고 있다. 2017년 매출액과 순이익은 각각 87.2억 위안(+14.9% YoY), 13.1억 위안(+23.4% YoY)으로 꾸준한 성장이 예상되나, 신규 사업들의 성공 여부에 따라 실적 변동이 클 수 있다.

[그림 1] 사업별 매출 비중(2016년)



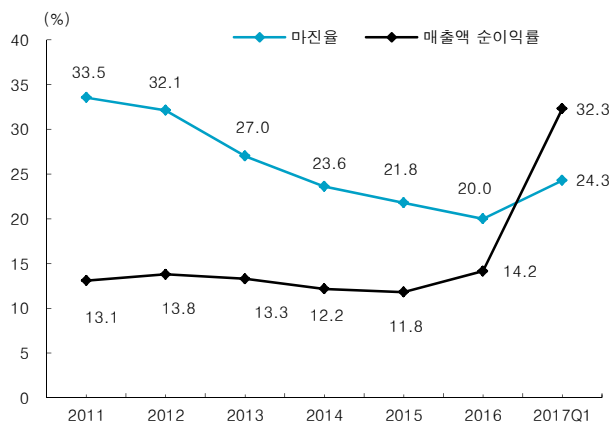
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 중국 온라인 교육 시장 규모 추이



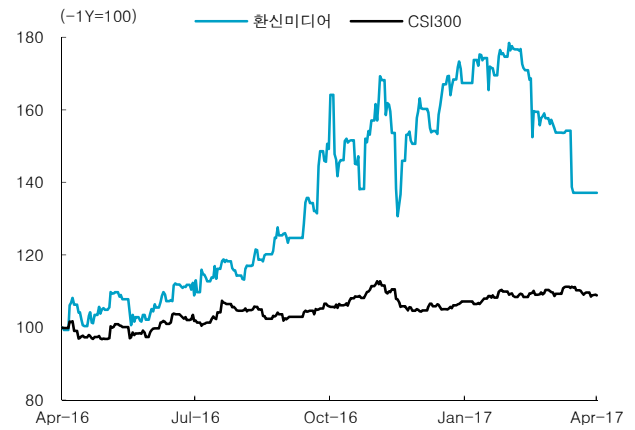
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 매출총이익률(마진율)과 매출액 순이익률 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 환신미디어의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	744.0	930.4	1,043.8	1,139.3	-
영업이익	74.8	80.5	78.4	74.0	-
세전이익	100.2	114.2	124.7	164.4	-
순이익	98.5	112.7	123.0	159.4	-
EBITDA	85.8	93.0	89.5	86.3	-
순 차입금	(557.3)	(625.2)	(608.0)	(912.5)	-
영업이익률(%)	10.1	8.7	7.5	6.5	-
ROE(%)	13.8	14.2	14.2	14.8	-
배당수익률(%)	1.6	1.4	0.8	0.9	-
EPS(달러)	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09
(EPS 증가율, %)	21.8	13.2	9.7	24.7	3.2
BPS(달러)	0.42	0.46	0.49	0.62	-
DPS(달러)	0.02	0.02	0.02	0.02	-
PER(x)	18.6	21.9	38.4	31.4	21.8
PBR(x)	2.5	2.9	5.2	4.1	-
EV/EBITDA(x)	15.2	19.7	46.1	50.3	-

자료: Bloomberg, 한국투자증권

중국국여(601888.SH)

단기 변동성 확대, 중장기 성장 추세 유망

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	55.5
시가총액(백만위안)	54,161.7
발행주식수(백만)	976.2
52주 최고/최저가(위안)	58.5/41.9
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	202.4
유동주식비율(%)	32.5
주요주주(%) 중국 여행그룹	55.30
홍콩중앙결산(후/선구통)	5.17

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.6	23.9	32.5
상대주가(%)	1.6	26.1	17.6

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	38.5	23.5	26.2
PBR(x)	5.2	3.4	3.9

What's new: 국내 여행 업황 회복에 힘입어 실적 개선

2016년 매출액은 223.9억 위안(YoY+5.2%), 순이익은 18.1억 위안(YoY +20.1%)을 기록했다. 중국 휴양지인 하이난 산야(海南三亚)의 여행 시장이 작년 하반기부터 회복되는 가운데 산야시에서 작년 2월부터 국내 면세한도를 인당 8,000위안에서 1.6만 위안으로 상향했고 기존의 구매제한 수를 없애면서 객단가가 상승했다. 이에 따라 4분기 하이탕완 면세점의 순이익이 급증했다. 올해 1분기에는 매출액 57.8억 위안(YoY +10.5%), 순이익 7.2억 위안(YoY +3.1%)을 기록했다. 마케팅비 증가로 순이익 증가율이 둔화됐다.

Positives: 중국 면세점 사업 개화 단계, 중장기 성장 지속

현재 중국의 면세점 산업 규모는 300억 위안으로 세계시장 규모 4,000억 위안에 비해 매우 작다. 향후 인당 GDP 증가와 더불어 중국인의 해외여행 증가, 제주도격인 하이난으로의 여행 확대 등으로 중국 면세점 산업은 2020년까지 연평균 최소 20~30% 성장할 전망이다. 이러한 시장 확대는 국내 점유율 2위인 동사의 탑라인 성장을 견인할 것이다. 2014년 9월부터 운영하기 시작한 하이난 산야(海南三亚)의 하이탕완(海棠湾) 국제쇼핑센터의 매출도 빠르게 늘어나고 있다. 향후 면세상품 판매, 비면세상품 판매, 관광, 외식업, 레저, 오락 등을 포함한 글로벌 면세단지로 확대할 예정인데, 고속철도 등을 비롯한 교통 인프라가 확대되고 성장 잠재력이 충분하다.

한편 올해 3월 14일 동사의 자회사인 중국면세그룹(中免集团)이 점유율 1위 업체인 Sunrise (日上)의 북경자회사 지분 51%를 인수했고 4월에는 홍콩 면세점 낙찰에도 성공했다. 또한 베이징 공항의 T2와 T3의 입찰에 참여했는데, 현재 결과는 T2에서 정량 평가 1위에 올랐으나 T3에서는 1위를 하지 못했다. 아직 최종 결과가 발표되지 않았으나, 최소 T2의 낙찰 가능성은 상당히 높아 탑라인 성장이 빨라질 전망이다. 향후 상하이 공항의 면세점 입찰도 예정되어 있다.

Negatives: 경쟁 심화에 따른 매출총이익률 하락 우려

중국 면세점 사업의 경쟁이 치열한 점은 부담 요인이다. 현재 9개의 로컬 면세점 사업자가 있는데 베이징공항 면세점 입찰에서 경쟁이 치열해지며 공항에 납부하는 수수료율이 47.5%에 달했다. 높은 수수료율은 단기적으로 매출총이익률 하락으로 이어질 수 있다. 다만 대규모 사업 영위로 가격 협상력이 높아져 중장기적인 마진율은 상승할 것으로 예상된다. 이는 규모의 경제로 설명 가능하다. 일례로 세계 최대 면세점 사업자인 Dufry의 2016년 매출은 77.4억 달러로 동사의 5배 이상인데 매출총이익률은 60.1%로 동사의 46.6%보다 높다.

결론: 중장기 성장세와 규모의 경제에 따른 마진을 상승에 주목

최근 주가는 베이징 면세점 입찰 동향에 변동성이 크다. 3월 14일 Sunrise의 베이징 자회사 인수 호재로 주가가 10% 급등했으나 베이징 공항 면세점 입찰에서 T3의 정량 평가에서 1위에 오르지 못하며 다시 10% 급락했다. 아직 면세점 입찰 최종 결과가 발표되지 않아 주가 변동성이 커질 수 있다. 다만 중장기적으로 필연적인 중국인들의 국내외 여행 증가와 국내 면세사업 다수 낙찰에 따른 규모의 경제 확보로 마진율이 개선될 것으로 예상된다. 블룸버그 기준 2017년과 2018년 순이익 증가율은 각각 15%, 19%인 가운데 올해 예상 PER이 25.5배로 향후 성장성과 독과점 지위 등을 감안하면 크게 부담스럽진 않다.

[그림 1] 베이징 공항의 T2와 T3 면세사업 입찰 정량지표 평가 결과

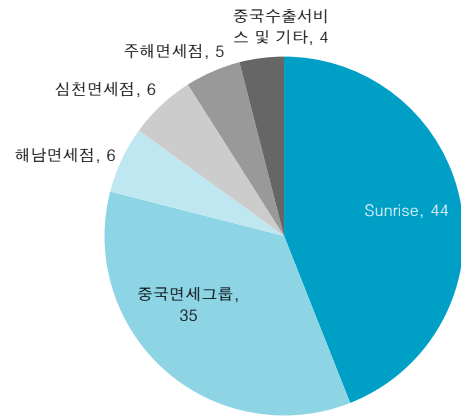
(단위: 억위안, %)

회사	T2 입찰 상황		
	첫해 확정 임대료	수수료율	평점
중국면세점그룹(동사)	8.3	47.5	60.0
주해면세점	7.5	44.0	48.4
중국수출서비스	5.1	46.0	38.5
심천면세점	4.6	41.0	26.5

회사	T3 입찰 상황		
	첫해 확정 임대료	수수료율	평점
주해면세점	25.0	47.0	60.0
sunrise베이징(동사)	22.0	44.0	47.3
심천면세점	15.7	43.0	34.2

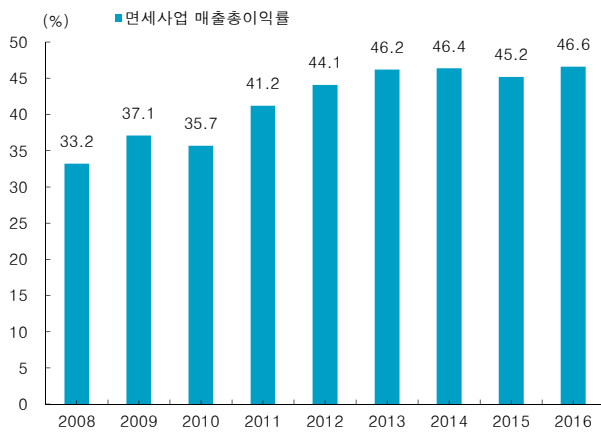
자료: 현지 언론, 한국투자증권

[그림 2] 중국 면세점 사업자 시장점유율(2016)



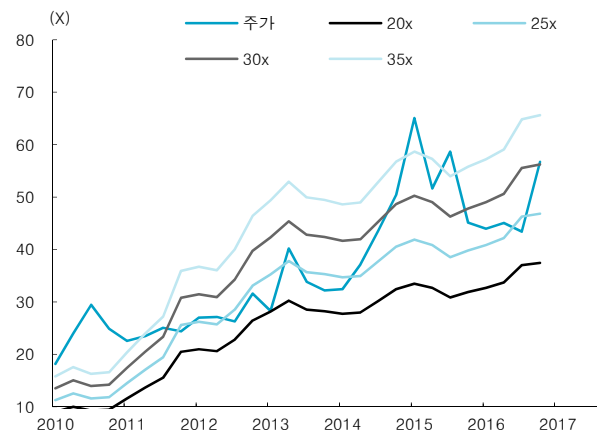
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 면세사업의 매출총이익률 추이



자료: 회사자료, 한국투자증권

[그림 4] 동사 주가와 PER 밴드



주: 2017년 1분기 실적 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 중국국여의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	2,805.8	3,200.4	3,347.7	3,333.9	3,702.4
영업이익	274.3	327.9	338.9	362.6	436.0
세전이익	318.3	361.5	368.0	402.3	451.0
순이익	210.6	238.6	239.7	272.3	303.3
EBITDA	285.3	342.4	362.9	386.2	452.4
순 차입금	(1,157.2)	(1,211.3)	(858.7)	(1,329.4)	(1,162.4)
영업이익률(%)	9.8	10.2	10.1	10.9	11.8
ROE(%)	17.7	15.3	14.2	15.2	15.3
배당수익률(%)	1.1	1.0	0.8	2.3	1.5
EPS(달러)	0.23	0.25	0.25	0.28	0.31
(EPS 증가율, %)	23.1	7.1	0.2	13.5	10.9
BPS(달러)	1.53	1.67	1.77	1.86	2.09
DPS(달러)	0.07	0.07	0.08	0.15	0.85
PER(x)	24.8	29.4	38.5	23.5	26.2
PBR(x)	3.8	4.3	5.2	3.4	3.9
EV/EBITDA(x)	15.8	17.3	23.3	13.2	15.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

평안은행(000001.SZ)

중국평안보험그룹과의 시너지 기대

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	9.1
시가총액(백만위안)	156,250.8
발행주식수(백만)	17,170.4
52주 최고/최저가(위안)	9.7/8.4
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	491.1
유동주식비율(%)	45.3
주요주주(%) 중국 평안보험그룹	49.56
중국 평안인수보험그룹	8.38

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.2	(5.4)	8.4
상대주가(%p)	0.2	(3.2)	(6.5)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	7.7	6.9	6.5
PBR(x)	1.1	0.9	0.8

What's new: 컨센서스를 하회하는 실적

2016년 순이익은 226억 위안으로 전년대비 3.4% 증가하는데 그쳤다. 자산 규모가 안정적으로 늘어났으나 주요 자금조달 채널이던 CD의 발행금리가 상승하며 NIM 등 수익성 지표가 부진했기 때문이다.

2017년 1분기 순이익도 62억 위안으로 전년동기대비 2.1% 증가하며 둔화세를 이어갔다. 시장 금리가 빠르게 상승하고 있으나 기준금리에 연동된 대출금리 상승 폭은 제한적이어서 NIM이 추가적으로 하락했다. 순수수로 이익 증가율도 2015년의 48%에서 2.6%로 크게 둔화됐다.

Positives: 리테일 중심의 사업 전환 시도

동사는 모회사인 평안보험그룹과의 협력을 통해 리테일 중심 은행으로 사업전략을 전환하고 있다. 1분기 리테일 자산관리 규모는 9,064억 위안으로 작년 말 대비 13.6% 증가했고 리테일 고객수도 8% 늘어났다. 1분기 신규 대출액 가운데 리테일 비중이 60%를 초과하며 가능성을 보이고 있다. 향후 평안그룹 계열사 간의 시너지 효과로 실적 개선이 기대된다.

Negatives: 수익성과 자산 건전성 악화

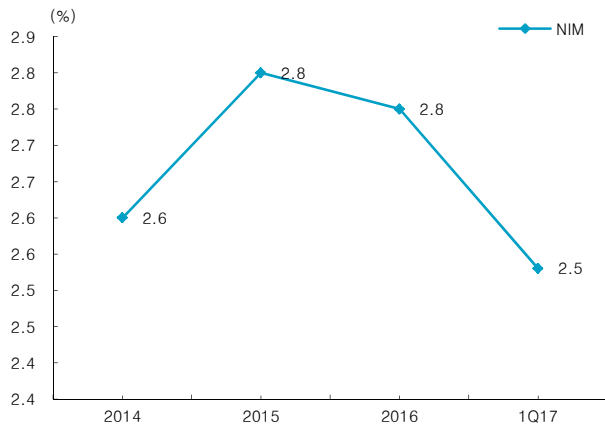
NIM이 하락하고 NPL 비율이 꾸준히 상승하고 있다. 2017년 1분기 NIM은 2.53%로 작년 2.75%에서 0.22%p 하락했다. 기업들이 수시 예금에서 정기 예금으로 전환하며 조달 금리가 소폭 상승했고, 작년 4분기 이후 시중 금리 상승으로 은행간 CD 발행금리가 오르면서 전체 조달비용이 뚜렷하게 상승했기 때문이다. 투자수익률에 비해 조달비용이 더 빠르게 상승하며 NIM이 큰 폭으로 하락했다.

2016년 부실채권비율은 1.74%로 2015년의 1.45%에서 추가 상승했다. 2016년 부실채권 규모는 257억 위안으로 전년대비 46% 증가했고, NPL 커버리지 비율은 2016년 상반기 161%에서 155%로 빠르게 악화됐다. 중국 은감회에서 NPL 커버리지 비율을 150% 이상으로 요구하고 있어 추가 버퍼도 크지 않다.

결론: 밸류에이션이 업계 평균보다 낮으나 당분간 불확실성 지속

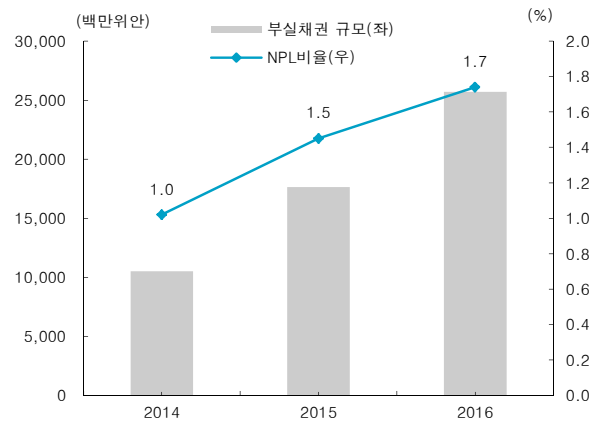
중국 은행주에 대한 우려의 핵심은 수익성과 건전성 지표가 악화되고 있을 뿐만 아니라 그림자금융으로 인한 잠재적 부실채권이 상당하기 때문이다. 특히 최근에는 시중 금리에 비해 대출금리의 상승폭이 제한적이어서 NIM도 하락하는 추세다. 이런 현상은 Big5에 비해 수신기능이 약한 중소형 은행에서 더욱 빈번하게 나타난다. 이에 따라 평안은행은 모회사인 평안그룹과의 시너지를 통해 리테일 사업으로 사업전략의 전환을 시도하고 있다. 다만 아직 회사의 새로운 경영진이 확정되지 않아 리스크는 남아 있다. 12개월 예상 PER이 6.6배로 업계 평균에 비해 저평가되어 있으나, 수익성 개선이 제한적이고 경영 리스크가 여전하다는 점에서 좀 더 지켜볼 필요가 있다.

[그림 1] 평안은행의 NIM 추이



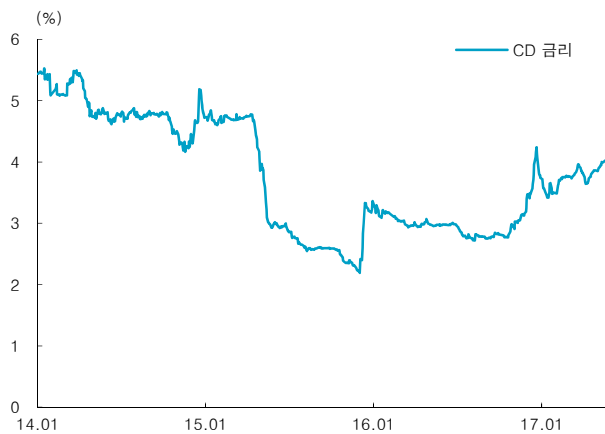
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] 평안은행의 부실채권 규모 및 NPL 비율 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 중국의 은행간 CD 금리 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 4] 평안은행 및 시장(CIS300) 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 평안은행의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
순이자이익	6,139.8	8,273.4	10,286.0	11,704.2	12,496.0
비이자이익	1,765.4	2,969.4	4,333.1	4,477.7	4,763.3
대손충당금전입액	1,001.3	2,244.6	4,480.1	6,815.3	7,994.8
순영업수익	4,779.6	6,443.0	7,163.3	7,073.9	9,264.5
일반관리비	1,801.2	2,510.7	2,761.2	2,433.3	5,849.1
영업이익	2,978.4	3,932.3	4,402.1	4,640.6	3,415.4
당기순이익	2,284.7	2,970.3	3,279.8	3,389.9	3,555.3
배당성향(%)	10.0	10.0	10.0	0.0	11.2
배당수익률(%)	1.3	1.1	1.3	0.0	1.7
NIM(%)	2.3	2.6	2.8	2.8	2.8
ROA(%)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	15.5	16.3	15.0	12.4	11.7
예대율(%)	77.8	74.2	80.8	90.5	78.2
대손율(%)	0.7	1.3	2.2	2.7	3.2
고정이하여신비율(%)	0.7	0.7	0.8	1.0	2.4
NPL 커버리지 비율(%)	220.8	279.8	278.7	226.3	-
모통주자본비율(%)	8.6	8.6	9.0	8.4	8.2
BIS 자본비율(%)	9.9	10.9	10.9	11.5	-

자료: Bloomberg, 한국투자증권

메이디그룹(000333.SZ)

선두를 향해 달린다

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	35.7
시가총액(백만위안)	230,630.7
발행주식수(백만)	6,465.7
52주 최고/최저가(위안)	36.3/20.7
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	1,180.7
유동주식비율(%)	55.1
주요주주(%)	메이디 홀딩스 34.71
	중국 증권금융 유한회사 2.78

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.0	26.6	71.9
상대주가(%)	6.0	28.7	57.0

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	11.0	12.3	13.7
PBR(x)	2.8	3.0	3.2

What's new: 인수합병을 통한 외형 성장

2016년 매출액과 순이익은 각각 1,598억 위안(+15.0% YoY), 147억 위안(+15.6% YoY)을 기록하며 시장 컨센서스에 부합했다. 작년 6월 말 인수한 도시바 백색가전의 실적이 3분기부터 연결되면서 외형이 빠르게 성장했다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 599.9억 위안(+55.4%, YoY), 43.5억 위안(+11.4% YoY)을 기록했다. 1월 인수한 독일의 산업용 로봇업체인 KUKA의 실적이 1분기부터 반영되며 매출액이 크게 증가했다. 그러나 원가 상승으로 매출총이익률과 매출액 순이익률이 둔화되며 순이익 증가율은 오히려 시장 컨센서스를 하회했다.

Positives : 외형 성장과 업황 개선의 콜라보

일본 시장 점유율 3위인 도시바 백색가전 사업부문을 인수하며 작년 동사의 핵심 제품 중 에어컨을 제외한 기타 제품의 점유율이 상승했다. 또한 올해 초 독일의 산업용 로봇업체인 KUKA를 인수해 로봇 시장에 진출하는 동시에 동사의 제조라인에 로봇을 대거 투입해 인건비를 줄이는 등 두마리 토끼를 잡게됐다.

국제로봇연맹인 IFR는 2017~2019년 글로벌 공업로봇 판매량은 연평균 13% 증가하고, 특히 중국은 20%의 고성장을 이어갈 것으로 전망했다. 이는 글로벌 산업로봇 선두 기업인 KUKA에 유리하며, 결과적으로는 메이디의 실적을 견인할 것이다.

한편 2016년 3분기 이후 부동산 구매제한 정책이 대거 출회했음에도 불구하고 부동산 경기 호조가 지속됐다. 특히 3,4선 도시에서 주택 판매가 급증했다. 통상적으로 주택이 판매된 이후 6~9개월 뒤 가전제품 수요에 반영되는 것을 감안하면 올해 2~3분기에 에어컨을 비롯한 가전제품의 수요가 크게 늘어날 전망이다. 이 역시 동사의 실적 개선에 긍정적이다.

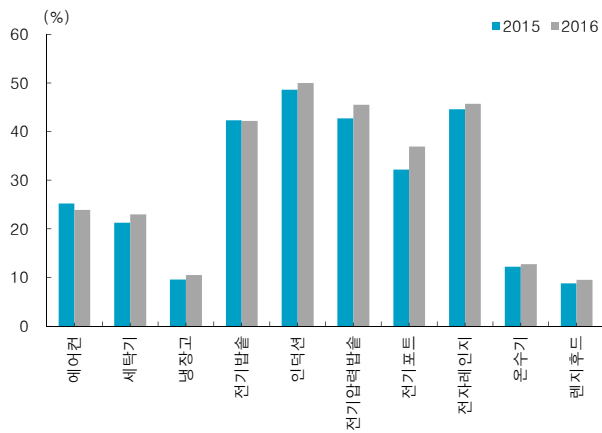
Negatives : 원가 상승 부담과 피인수 기업들의 실적 둔화 우려

구리, 알루미늄, 철강 등 원자재 가격의 상승은 원가 부담으로 작용하고 있다. 2015년 말부터 원자재 가격이 빠르게 상승하면서 동사의 매출총이익률과 매출액 순이익률이 동반 하락했다. 한편 피인수 해외기업들의 실적 둔화 우려 해소와 기업 간 시너지 창출 등은 중장기적으로 해결해야 할 이슈다.

결론: 주가 연초 대비 크게 상승했으나 밸류에이션 부담 크지 않아

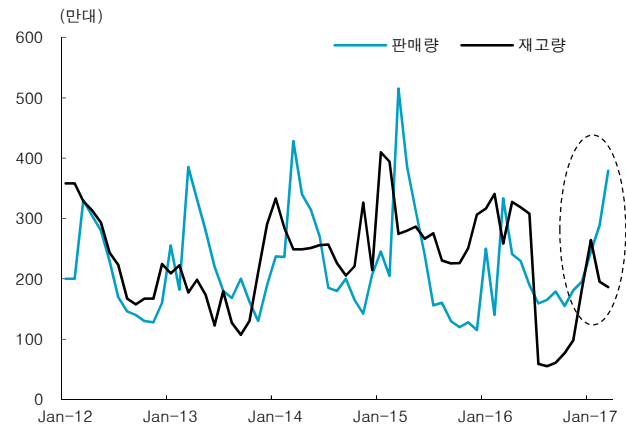
2017년 매출액과 순이익은 각각 1,995억 위안(+24.8% YoY), 170.1억 위안(+15.9% YoY)에 이를 전망이다. 5월 26일 기준 동사의 주가는 지난 1년간 71.9% 상승하며, CSI300(+13.6%)을 크게 아웃퍼폼했다. 주가가 급격히 상승했고, 12개월 예상 PER이 12.7배로 지난 3년 평균 11배에 비해 소폭 높은 것으로, 올해 순이익 증가율이 15.9%로 높아 밸류에이션 부담은 크지 않아 보인다.

[그림 1] 메디그룹 제품별 시장 점유율



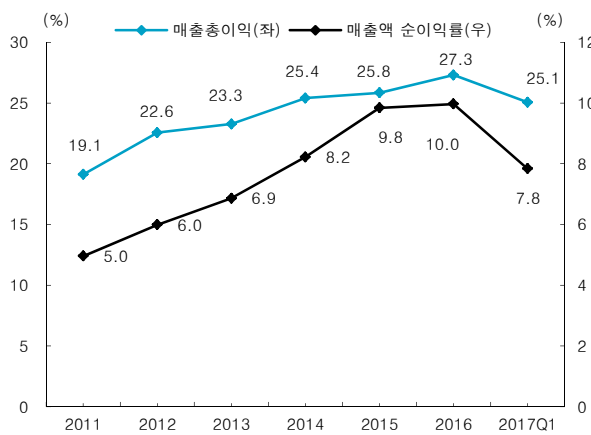
자료: 중앙강, Wind, 한국투자증권

[그림 2] 메디그룹의 에어컨 판매량 및 재고 추이



주: 가정용 에어컨 판매로 산출
자료: 산업재선, 한국투자증권

[그림 3] 매출 총이익률과 매출액 순이익률 추이



주: 매출액 순이익률 = 순이익/매출액*100
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 메디그룹과 시장(CSI300) 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 메디그룹의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	19,626.0	22,967.1	22,032.6	23,908.0	29,242.2
영업이익	1,446.0	1,978.7	2,076.1	2,280.5	2,833.1
세전이익	1,628.5	2,270.8	2,554.6	2,848.3	3,147.8
순이익	864.9	1,704.6	2,022.3	2,211.3	2,435.7
EBITDA	1,941.3	2,517.6	2,530.0	2,819.3	3,378.9
순 차입금	295.1	(1,944.2)	159.1	(755.4)	(3,307.5)
영업이익률(%)	7.4	8.6	9.4	9.5	9.7
ROE(%)	22.6	29.0	28.7	26.6	24.6
배당수익률(%)	4.0	3.6	3.7	3.5	3.3
EPS(달러)	0.19	0.27	0.32	0.34	0.38
(EPS 증가율, %)	32.8	43.5	17.7	8.7	9.6
BPS(달러)	0.86	1.01	1.18	1.36	1.62
DPS(달러)	0.09	0.11	0.13	0.15	0.16
PER(x)	11.5	11.0	11.0	12.3	13.7
PBR(x)	2.6	2.9	2.8	3.0	3.2
EV/EBITDA(x)	7.7	7.1	9.3	9.9	11.4

자료: Bloomberg, 한국투자증권

경동방테크놀로지(000725.SZ)

중국 디스플레이 시장을 휘어잡다

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	4.0
시가총액(백만위안)	139,889.3
발행주식수(백만)	33,951.0
52주 최고/최저가(위안)	4.2/2.3
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	1,406.3
유동주식비율(%)	66.9
주요주주(%)	북경 국유자본경영관리센터 11.97
	중경유자광전 산업투자회사 8.84

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.2)	44.6	75.5
상대주가(%p)	(1.3)	46.8	60.6

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	41.9	37.0	21.7
PBR(x)	0.9	0.9	1.5

What's new: 고성장 지속

2016년 매출액과 순이익은 각각 689억 위안(+41.7% YoY), 18.8억 위안(+15% YoY)을 기록하며 높은 성장세를 보였다. 이는 작년 상반기까지 부진했던 액정패널 시장에서 대만 지진으로 요유다(友达)의 생산 차질이 발생했고, 한국의 삼성과 LG가 OLED 생산을 위해 LCD패널 생산을 줄이면서 패널가격이 상승했기 때문이다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 218.6억 위안(+77.7%, YoY), 24.1억 위안(+2128% YoY)으로 3분기 연속 호실적을 이어갔다. 노트북, 모니터, 테블릿PC 패널 출하량이 꾸준히 증가했기 때문이다. 특히 1월에는 대형 LCD시장에서 출하 대수 기준으로 22.3%의 시장 점유율을 기록하며 처음으로 1위에 등극했다. 다만 패널 출하량이 노트북, 테블릿PC, 모니터 등에 집중돼 출하면적 기준 시장점유율은 13.8%로 5위에 그쳤다.

Positives: LCD 패널 강자 지위 공고, OLED 시장 진출 가속화

LCD 패널 시장에서의 강자 지위는 지속될 전망이다. 올해 상반기에 푸저우(福州)시의 8.5세대 TFT-LCD 생산라인이 양산을 시작하고, 2018년에는 허페이(合肥)시의 10.5세대 TFT-LCD 라인을 본격 가동하면서 LCD 출하량이 크게 늘어날 것이다. 올해 상반기에 8.5세대 TFT-LCD가 양산에 들어감에 따라 하반기 중대형 LCD 패널 시장에서의 점유율이 상승할 것으로 예상된다. 한편 경쟁 업체인 삼성디스플레이는 작년 OLED 전환을 위해 7세대 라인을 폐쇄한 데 이어 올해에는 6세대 라인도 폐쇄할 예정이다. LG디스플레이도 6세대를 OLED로 전환하고 있고 5세대 생산라인은 폐쇄를 고려하고 있어 LCD패널 시장에서의 반사이익이 기대된다.

동사 역시 OLED 시장 진입에 박차를 가하고 있다. 올해 4분기부터 청두(成都)공장에서 6세대 OLED 패널을 양산할 계획이며, 2019년부터는 뎬양(绵阳)시의 6세대 OLED 공장이 가동될 예정이다. 2018년부터 양산을 시작할 것이라는 당초 예상보다 진행 속도가 빠르다. 청두와 뎬양시의 OLED 라인이 정식 가동될 경우 동사의 OLED 생산캐파는 전 세계 캐파의 10%를 상회하게 된다.

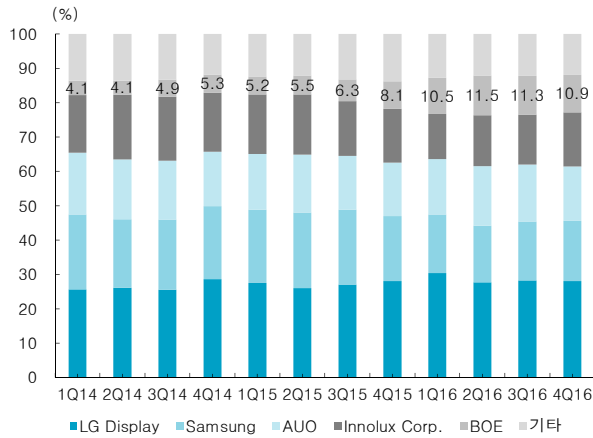
Negatives: OLED 수요 증가로 LCD 패널 가격 하락 우려

2016년 하반기 LCD 패널 공급이 줄어들며 패널 가격이 빠르게 상승했다. 다만 올해 들어서는 패널 가격이 횡보하고 있으며, 심지어 소형은 4월에 소폭 하락했다. 당장 급격한 가격 하락을 우려하기에는 이르나, 최근 대형 IT기업들의 OLED 디스플레이 채택이 늘어나면서 향후 LCD 패널 수요가 감소할 수 있다.

결론: 밸류에이션 부담을 불식시키는 호실적

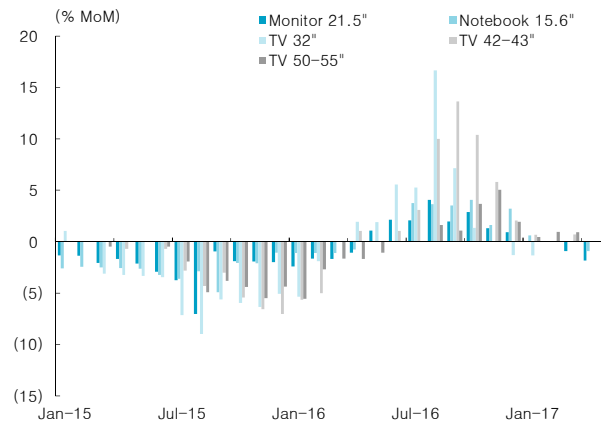
2017년 매출액과 순이익은 각각 878억 위안(+27.5% YoY), 73.8억 위안(+292% YoY)으로 높은 성장을 지속할 전망이다. 동사의 주가는 지난 1년간 68.6% 상승했음에도 불구하고 2017년 예상 PER은 19.8배로 최근 3년 평균 43.3배를 크게 하회한다. 글로벌 선두기업들의 추가적인 LCD 생산라인 폐쇄와 올해 4분기로 당겨진 OLED 양산 등이 향후 지속적으로 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

[그림 1] 대형 LCD 패널 점유율 추이



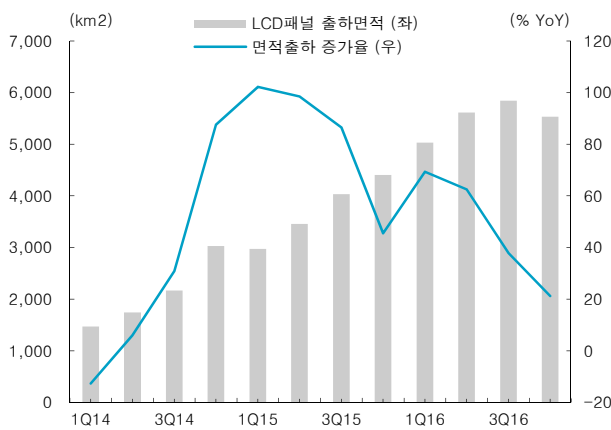
주: 시장점유율은 매출액 기준
자료: iHS, 한국투자증권

[그림 2] LCD 패널가격 월별 변화율



자료: iHS, 한국투자증권

[그림 3] BOE 대형 LCD 패널 출하면적 및 증가율



자료: iHS, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 경동방테크놀로지의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	5,463.9	5,956.5	7,694.8	10,305.7	12,712.5
영업이익	431.4	342.0	360.1	399.6	1,471.1
세전이익	491.6	515.5	320.4	378.3	1,229.6
순이익	382.8	415.9	260.4	283.5	1,015.7
EBITDA	1,175.2	1,271.3	1,639.5	1,951.6	3,483.3
순 차입금	2,823.3	(477.1)	656.1	2,834.2	2,869.4
영업이익률(%)	7.9	5.7	4.7	3.9	11.6
ROE(%)	8.7	4.9	2.1	2.4	7.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.5	1.5	0.4
EPS(달러)	0.03	0.01	0.01	0.01	0.03
(EPS 증가율, %)	794.7	(48.9)	(48.2)	11.1	232.0
BPS(달러)	0.35	0.35	0.34	0.32	0.39
DPS(달러)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
PER(x)	8.8	24.6	41.9	37.0	21.7
PBR(x)	0.7	1.0	0.9	0.9	1.5
EV/EBITDA(x)	14.1	9.3	7.1	7.9	7.4

자료: Bloomberg, 한국투자증권

중항항공기(000768.SZ)

정부가 보장하는 장기 성장성

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	17.2
시가총액(백만위안)	47,648.4
발행주식수(백만)	2,768.6
52주 최고/최저가(위안)	26/16.7
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	652.0
유동주식비율(%)	39.3
주요주주(%) 중국항공공업그룹	38.18
중항투자홀딩스	7.59

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(25.5)	(22.7)	3.0
상대주가(%p)	(26.6)	(20.5)	(11.9)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	167.3	142.5	65.4
PBR(x)	4.5	3.8	3.0

What's new: 컨센서스에 부합하는 실적

2016년 매출액은 261.2억위안(+8.3% YoY), 순이익은 4.1억위안(+3.2%)으로 컨센서스에 부합했다. 전체 매출의 97%를 차지하는 항공 사업의 매출액이 253억위안으로 전년대비 10% 증가하며 매출 지표 호조를 견인했다. 그러나 기타 나머지 사업들이 부진했고 판매비가 늘어나면서 순이익 증가율이 둔화됐다. 2017년 1분기 31.2억위안(-13.4% YoY), 순이익은 0.9억위안의 적자를 기록하며 전년대비 48% 감소했다. 매출이 전년동기대비 감소하면서 매출총이익률도 작년 4분기의 7.1%에서 5.3%로 1.8%p 하락했다.

Positives: 중국의 야망과 함께 하는 AVIC 항공기

중국 정부는 향후 민항기 시장에서 ABC 3분지계를 노리고 있다. 민간항공기 제작업체인 Comac(중국상용항공기그룹)이 향후 대형 완제기 시장에서 Airbus, Boeing과 경쟁구도를 형성할 것으로 기대하고 있다. ARJ21, C919과 같은 중국 야심작의 최종 조립은 Comac이 담당하고 동체 및 주요 부품은 중항(AVIC)그룹이 맡는다. 특히 C919는 실제 제품 등장 전인 2010년부터 자국 항공사들이 선 주문했고, 해외 주문도 이어져 현재 500대 이상의 선주문이 계약된 것으로 알려졌다. 한편 러시아와 합작 개발에 들어간 C929에도 주목해야 한다. C919의 후속 기종으로 280개의 좌석을 보유할 예정이다. 조만간 1차 설계 단계 작업을 마무리할 것으로 기대된다.

중국 정부의 핵심 항공기 중 하나인 Y-20(대형수송기)가 장기 성장을 주도할 전망이다. 전체 항공 매출의 60% 이상을 군수가 담당하고 있는데 수송기인 Y-20과 폭격기인 H-6이 장기적으로 매출 증가를 주도할 것이다.

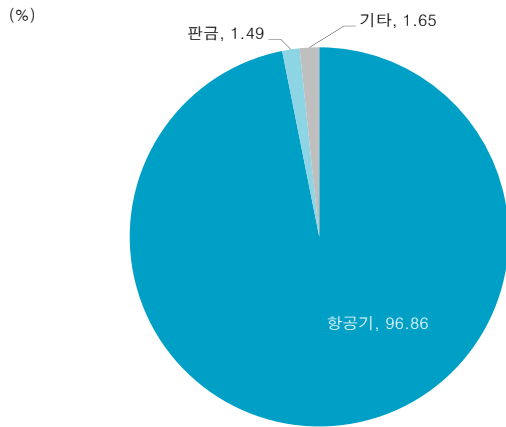
Negatives: 1분기 실적 부진, 단 계절적인 영향 많아

1분기 순이익은 0.9억위안의 적자를 기록했다. 분기별 실적은 계절성이 뚜렷하다. 1분기 매출액과 수익성이 가장 저조하고, 한국 방산 업체들과 마찬가지로 4분기로 갈수록 정부 납기 물량이 늘어나면서 매출액과 이익이 동시에 늘어난다. Wind 컨센서스 기준 올해 매출액은 전년대비 305억위안(+16.8% YoY), 순이익은 7.4억위안(+79.5% YoY)으로 늘어날 전망이다.

결론: 중장기적으로 실적이 증가하며 밸류에이션 부담 약화될 전망

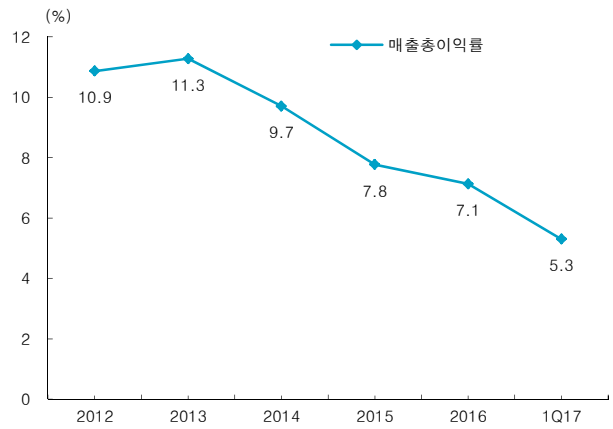
중국의 방위산업도 한국과 마찬가지로 과거 해외에서 수입해온 무기들을 대체하는 사이클에 진입했고, 이 과정 속에서 항공부문은 특히 정부가 중점적으로 육성하는 사업임을 감안하면 중항(AVIC) 그룹사 회사들의 장기 전망이 밝다. 또한 남중국해 갈등 등의 동북아 정세와 중국 정부의 적극적인 항공 부문 육성 의지를 감안하면 군수사업의 매출도 꾸준히 늘어난 전망이다. 올해 매출액이 전년대비 16.8%, 순이익은 전년대비 79.5% 증가할 것으로 예상되는 가운데 12개월 예상 PER이 65배다. 실적 가시화와 함께 밸류에이션 레벨이 과거에 비해 많이 하락했으나 중국 정부의 유동성 긴축 환경에서 여전히 높다.

[그림 1] 중항항공기의 매출구조(2016년)



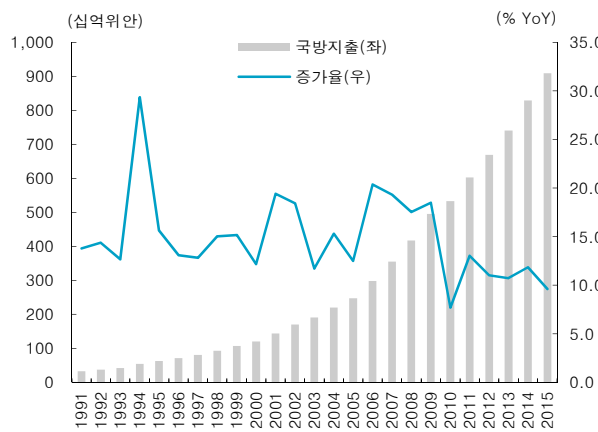
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] 중항항공기의 매출총이익률 추이



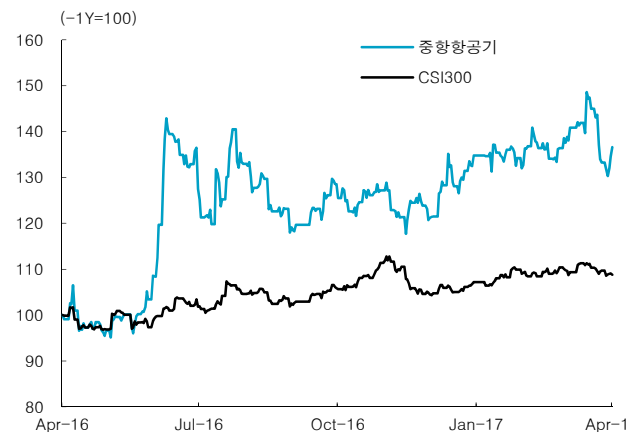
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 중국의 국방 지출 및 증가율 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 중항항공기 및 시장(CIS300) 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 중항항공기의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	2,806.2	3,433.5	3,831.2	3,923.2	4,381.8
영업이익	104.5	80.7	53.8	47.1	141.7
세전이익	72.2	78.0	81.9	82.1	139.6
순이익	57.1	57.1	63.7	62.2	109.4
EBITDA	181.3	163.2	133.0	123.4	207.3
순 차입금	190.3	774.9	164.2	125.7	(489.7)
영업이익률(%)	3.7	2.3	1.4	1.2	3.2
ROE(%)	3.0	3.0	2.9	2.7	4.8
배당수익률(%)	0.2	0.5	0.4	0.2	0.6
EPS(달러)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04
(EPS 증가율, %)	37.0	2.0	11.7	0.7	76.5
BPS(달러)	0.72	0.72	0.85	0.80	0.84
DPS(달러)	0.00	0.02	0.02	0.01	0.11
PER(x)	73.4	142.8	167.3	142.5	65.4
PBR(x)	2.2	4.2	4.5	3.8	3.0
EV/EBITDA(x)	24.4	55.8	85.4	75.8	35.1

자료: Bloomberg, 한국투자증권

광발증권(000776.SZ/1776.HK)

균형잡힌 사업 구조로 장기 성장동력 유효

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	16.6
시가총액(백만위안)	122,224.2
발행주식수(백만)	5,919.3
52주 최고/최저가(위안)	19.8/14.6
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	458.9
유동주식비율(%)	36.8
주요주주(%)	길림오동약업 그룹 21.16
	요녕성대홀딩스 유한회사 21.12

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.9)	(16.2)	13.4
상대주가(%p)	(1.9)	(14.1)	(1.5)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	10.5	16.1	13.9
PBR(x)	1.9	1.6	1.5

What's new: 균형잡힌 사업 구조로 불황 속 선방

2016년 영업수익은 207.1억 위안(-38.1% YoY), 순이익은 80.3억 위안(-39.2% YoY)을 기록했다. 2015년의 높은 기저와 2016년의 약세장으로 증권업 순이익이 전년대비 50% 감소한 데 비하면 선방했다. 이런 상대적으로 양호한 실적은 균형잡힌 사업 구조에 힘입은 것인데, 2016년 영업수익 비중은 브로커리지 43%, 자산관리 30%, 투자은행(IB) 13%, 자기자본투자(PI) 11% 순이다.

2017년 1분기 영업수익은 49억 위안(+3.0% YoY), 순이익은 21.4억 위안(+18.45 YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 작년 1분기 중국 주식시장이 급락해 기저가 낮았던 가운데 올해 시장이 완만하게 상승했고 신주발행(IPO) 등 IB 사업이 정상화되면서 관련 수수료 수익이 늘었기 때문이다. 비용 효율화를 통해 순이익 증가율도 개선됐다.

Positives: IB 사업 정상화에 따른 실적 증가

올해 IB(투자은행) 사업이 실적을 견인할 전망이다. 중국 정책당국은 기업들의 부채 부담을 줄이기 위해 작년 하반기부터 신주발행(IPO)을 정상화했다. 이에 따라 작년 상반기까지 매월 10건 내외에 불과했던 IPO가 현재 매월 35~40건으로 늘어났다. 올해 1분기 광발증권은 총 11건의 IPO를 진행해 업계 1위를 차지했고, 향후 43건의 IPO가 예정되어 있다. 중국 주식 발행시장의 정상화와 더불어 올해 IB 수수료 수입은 크게 증가할 것이다.

한편 중국의 증권업도 점진적으로 브로커리지 부문의 수익은 줄어드는 반면 자산관리 부문의 수익이 늘어날 것이다. 이런 시장의 변화에 동사는 빠르게 대처해 2016년 말 예탁자산 관리규모가 3,681억 위안으로 업계 1위를 차지했다. 특히 고액자산가들이 많은 주강3각주가 주요 기반이라 경쟁력이 유지될 것으로 예상된다.

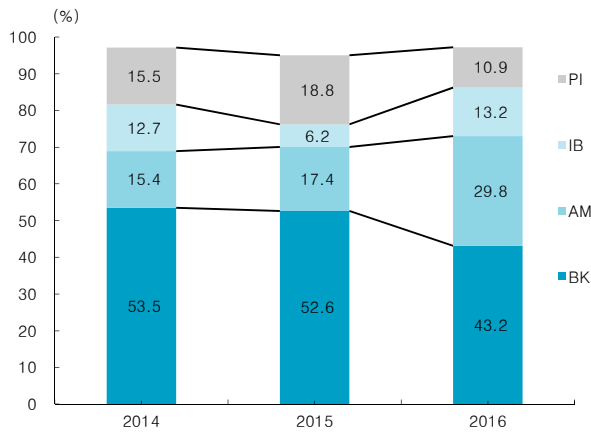
Negatives: 거래 수수료 수입 감소, 금융 디레버리징에 따른 자산관리 사업 부진

현재까지 중국 주식시장의 일평균 거래대금은 4,360억 위안으로 전년동기대비 약 18.8% 감소했다. 정부의 금융규제 강화로 올해 거래대금이 작년 수준을 상회할 가능성이 낮아 브로커리지 수익은 줄어들 전망이다. 또한 정책당국의 규제 강화로 기존 은행과의 합작업무도 상당 부분 중단되며 관련 자산관리 부문의 수익이 악영향을 받을 전망이다. 다행히 은행과의 제휴 업무 비중이 30%로 업계 평균보다 낮아 부정적 영향은 제한적일 것으로 예상된다.

결론: IB 사업 정상화 추세 뚜렷, 경쟁사 대비 높은 수익성과 낮은 밸류에이션

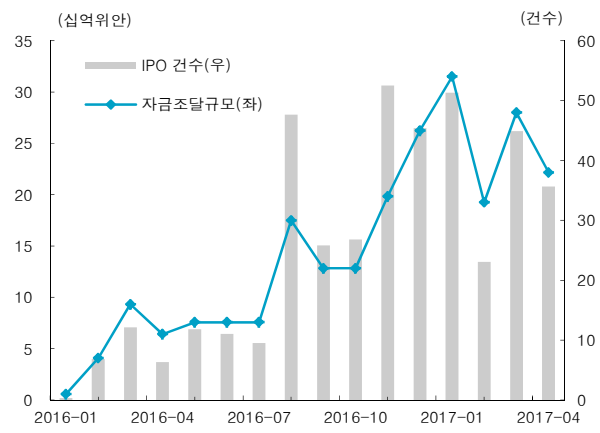
2017년 영업수익과 순이익은 전년대비 각각 10.8%, 14.4% 늘어날 전망이다. IB 사업의 정상화가 실적을 견인하는 가운데 저금리 환경에서 중국인들의 자산증식 수요가 높아짐에 따라 자산관리 부문도 완만한 증가세를 보일 전망이다. 2016년 자기자본이익률이 10.2%로 하락했으나 경쟁사에 비해 높은 편이며, 균형잡힌 사업 구조로 금융시장의 높은 변동성에도 불구하고 안정적인 실적을 창출할 것으로 예상된다. 현재 12개월 예상 PER이 14배로 경쟁업체인 중신증권과 해통증권의 16배, 18배 대비 낮아 저가 매력이 부각된다.

[그림 1] 광발증권의 연간 사업구조 변화 추이



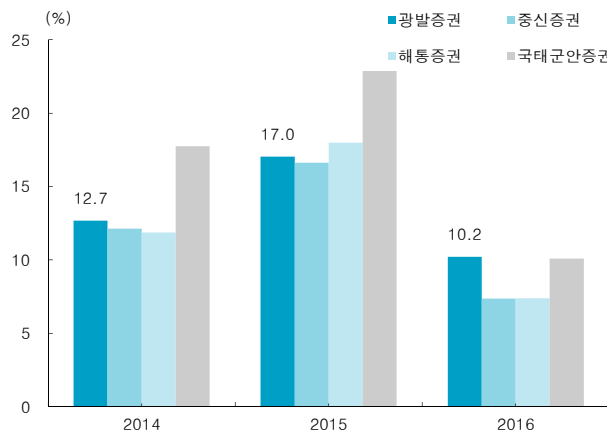
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 중국의 월간 신주발행(IPO) 건수 및 자금조달규모 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 광발증권의 자기자본이익률(ROE) 동향 및 전망



주: 컨센서스는 Wind 기준
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 광발증권의 주가 및 PER 밴드 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 광발증권의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
순영업수익	1,017.3	1,276.6	2,097.1	5,089.1	2,898.6
판매관리비	646.5	767.3	1,080.2	2,391.7	1,416.3
영업이익	370.8	509.3	1,017.0	2,697.4	1,482.3
순이익	351.7	464.4	809.3	2,033.0	1,155.4
총자산	14,419.2	19,368.5	38,687.3	64,540.9	51,768.2
자기자본	5,288.3	5,737.1	6,667.1	12,292.4	11,705.1
레버리지(배)	2.7	3.4	5.8	5.3	4.4
ROA(%)	2.9	3.1	4.4	5.7	2.0
ROE(%)	6.9	8.5	14.5	33.3	10.4
BPS(달러)	0.89	0.97	1.08	1.57	1.48
EPS(달러)	0.06	0.08	0.14	0.27	0.15
(EPS 증가율, %)	6.2	28.3	78.6	104.1	(39.2)
DPS(달러)	0.02	0.03	0.03	0.12	0.26
PBR(x)	2.5	2.0	3.7	1.8	1.6
PER(x)	38.2	24.4	29.0	10.7	16.0
배당성향(%)	40.5	42.1	23.6	46.2	47.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

의빈오량액(000858.SZ)

P의 역습은 계속된다

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	47.6
시가총액(백만위안)	180,536.2
발행주식수(백만)	3,796.0
52주 최고/최저가(위안)	48.3/27.6
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	962.0
유동주식비율(%)	40.0
주요주주(%) 의빈시 국유자산경영회사	36.00
사천성의빈오량액그룹	20.07

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.2	38.0	72.0
상대주가(%p)	5.2	40.2	57.1

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	16.8	19.3	21.9
PBR(x)	2.4	2.8	3.5

What's new: 1Q17 실적은 컨센서스 상회

2016년 매출액과 순이익은 각각 245.4억 위안(+13.3% YoY), 67.9억 위안(+9.9% YoY)을 기록했다. 매출액은 컨센서스에 부합했으나 순이익은 컨센서스를 소폭 하회했다. 순이익이 부진했던 것은 마케팅 비용 증가로 판매비용률이 19%로 2.7%p 상승했기 때문이다.

올해 1분기 매출액과 순이익은 각각 101.6억 위안(+15.1%, YoY), 35.9억 위안(+25.2% YoY)으로 컨센서스를 상회했다. 실적 호조의 원인은 1) 작년 9월 오량액 출고가를 739위안으로 책정, 60위안 인상했고, 2) 춘절기간 마오타이의 유통가격 상승과 공급 물량 부족으로 동사가 반사 이익을 누렸으며, 3) 2016년 1분기 도매상들에 지급했던 병당 30위안의 보조금이 사라졌기 때문이다.

Positives: P(가격) 상승은 진행 중, 현금 증가로 재무역력 강화

2014년 말 이후 지금까지 오량액 출고가는 21% 상승했다. 높은 가격 상승에도 불구하고 업황 개선과 중국인들의 소비 업그레이드에 힘입어 추가적인 가격 인상이 있을 것으로 기대된다. 또한 최대 라이벌이자 시장 점유율 1위인 귀주모태의 경우 출고가를 인상하지 않았으나, 도매가격이 병당 1,250~1,300위안으로 상승하며 오량액과의 가격차가 계속 확대됐다. 귀주모태의 부족한 물량과 두 제품간의 가격 스프레드를 감안할 때, 올해도 오량액의 출고가 인상은 지속될 것이다. 이에 따라 마진율도 상승할 가능성이 높다.

2016년과 2017년 1분기 동사의 현금 및 현가 증가물은 각각 83.4억 위안, 17.8억 위안 증가하며, 1분기 말 기준 현금 및 현가 증가물이 364.4억 위안에 달하고 있다. 현금 증가로 연구개발 및 생산설비 증설에 대한 여유가 커졌다. 또한 1분기 받아들여 계정이 131.6억 위안으로 작년 연말대비 35.8억 위안 증가해 향후 꾸준한 현금흐름이 이어질 전망이다.

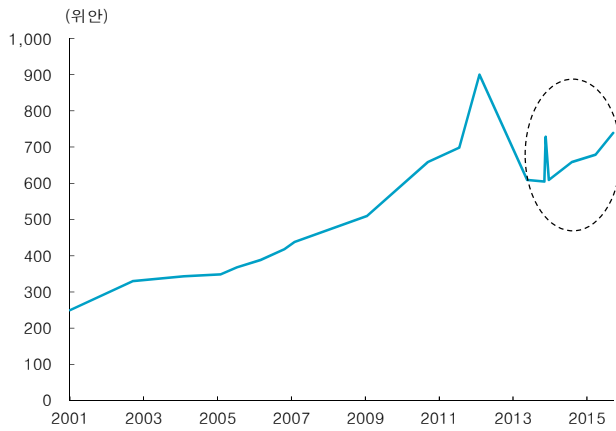
Negatives: 좀 더 분발해야 하는 중저가 백주제품

삼공소비 규제 정책과 반부패 개혁 정책에 따라 고위 관료들의 고가 백주 소비가 줄었다. 대신 개인들의 가처분소득 증가로 중국의 백주 소비 비중이 늘어나고 있다. 단 고속 성장을 이어오던 중국의 경제성장률이 둔화되며 고가 및 중저가 라인에 대한 수요가 차별화되고 있다. 이런 소비 패턴 변화에 대비해 동사는 중저가 라인업을 확대해 2016년부터 2020년까지 매년 20%의 매출 성장을 견인하고, 중저가 라인의 매출 비중을 25%까지 높일겠다는 목표를 수립했다. 그러나 2016년 중저가 라인제품의 매출은 전년대비 9.3% 증가하는데 그치며 예상을 하회했고, 매출 비중도 21.6%로 전년대비 0.8%p 하락했다.

결론: 높은 주가 상승률은 부담이나 밸류에이션 부담은 크지 않아

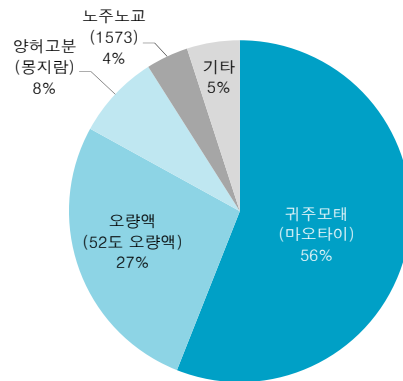
5월 26일 기준 동사의 주가는 지난 1년간 72% 상승하며, CSI300(+13.6%)을 크게 아웃퍼폼했다. 연초대비 급격한 주가 상승은 부담 요인이나, 12개월 예상 PER이 19.4배로 업계 선두기업인 귀주모태(23.7배), 양허고분(17.5배) 노주노교(26.6배) 등과 비교해 밸류에이션 부담이 크진 않고 이익 전망(순이익 증가율 22.9%)도 양호하다. 백주 산업 특성상 마진율과 순이익률이 높으며, 향후 제품 가격 상승에 따라 마진율과 순이익률이 상향 조정될 전망이다.

[그림 1] 의빈 오랑액 출고가 추이



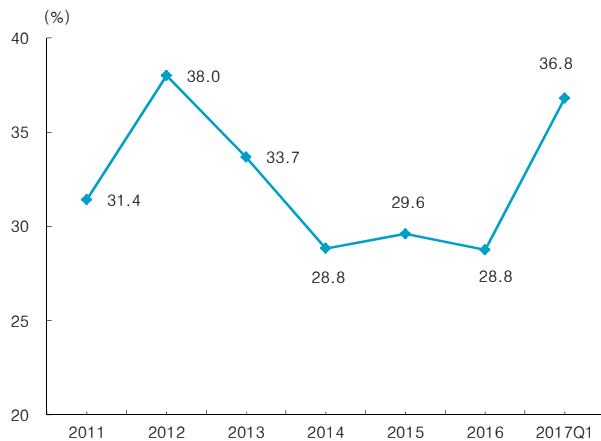
주: 52도 의빈오랑액 500ml 출고가 기준
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 고량주 시장점유율(2016)



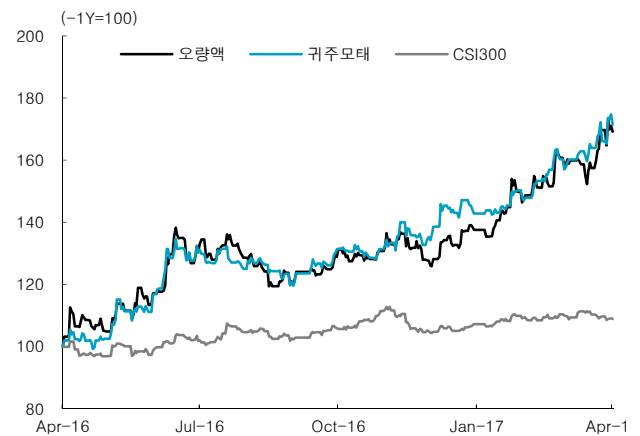
주: 괄호 안의 명칭은 해당사의 주요 제품
자료: Wind, 동오증권, 한국투자증권

[그림 3] 오랑액의 매출액 순이익률 추이



주: 매출액 순이익률 = 순이익/매출액*100
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 주요 경쟁사 와 시장(CSI300) 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 의빈오랑액의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	3,720.0	3,164.1	3,163.1	3,403.7	4,002.7
영업이익	1,724.4	1,194.6	1,190.5	1,270.6	1,584.1
세전이익	1,829.5	1,301.1	1,319.0	1,406.1	1,704.9
순이익	1,296.9	947.1	983.0	1,021.7	1,210.2
EBITDA	1,830.0	1,296.1	1,283.4	1,350.0	1,606.7
순 차입금	(4,248.1)	(3,591.9)	(4,031.6)	(4,938.1)	(5,635.5)
영업이익률(%)	46.4	37.8	37.6	37.3	39.6
ROE(%)	23.7	15.5	14.9	15.0	16.1
배당수익률(%)	4.5	2.8	2.9	2.6	2.4
EPS(달러)	0.34	0.25	0.26	0.27	0.32
(EPS 증가율, %)	(19.8)	(27.0)	3.8	3.9	17.8
BPS(달러)	1.57	1.67	1.76	1.79	2.00
DPS(달러)	0.11	0.10	0.13	0.14	1.13
PER(x)	7.5	14.0	16.8	19.3	21.9
PBR(x)	1.6	2.1	2.4	2.8	3.5
EV/EBITDA(x)	3.1	7.5	9.7	10.9	13.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

청화자광(000938.SZ)

긴 호흡으로 바라보자

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	52.5
시가총액(백만위안)	54,668.8
발행주식수(백만)	1,042.3
52주 최고/최저가(위안)	69.6/49.5
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	95.5
유동주식비율(%)	17.0
주요주주(%) 티베트 자광통신투자회사	54.50
중가펀드 등 자산관리자금	7.59

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.8	(15.6)	(8.8)
상대주가(%p)	0.8	(13.4)	(23.7)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	133.3	53.6	-
PBR(x)	8.5	2.5	-

What's new: 컨센서스에 부합한 실적

2016년 매출액과 순이익은 각각 277.1억 위안(+107.6% YoY), 8.2억 위안(+435% YoY)으로 고성장했다. 실적이 크게 개선된 것은 2015년에 인수한 네트워크 장비 자회사 H3C를 2016년 5월 1일자로 재무제표의 연결대상에 포함했기 때문이다. 2016년 H3C의 순이익은 4.5억 위안이었으며, 마진율은 18.7%로 전년대비 14.2%p 상승했다.

2017년 1분기 매출액과 순이익도 각각 77.7억 위안(+152.9%, YoY), 3.2억 위안(+696.8% YoY)을 기록하며 시장 컨센서스에 부합했다. 네트워크 장비 회사의 실적 연결이 영향을 미쳤고, 작년 연말에 발생했던 일회성 비용도 발생하지 않았다.

Positives: 반도체 사업을 위한 초석을 깔다

2016년 IDC에서 조사한 H3C브랜드의 중국 내 시장 점유율은 교환기 32%, 라우터 28%, WLAN 27%, 서버 12%, 저장장치 5% 등으로 네트워크 장비 시장에서 강자의 면모를 보였다. 향후 시장 점유율 확대를 위해 2016년에 17.8억 위안의 R&D비용을 지출해 매출에서 차지하는 비중이 전년대비 5.96%p 상승한 6.4%까지 상승했다. 연구인력도 기존 388명에서 4,143명으로 늘어나 연구개발 성과를 예고했다.

중국은 반도체 국산화를 실현하고자 한다. 동사는 작년 7월 국가집성전로기금과 공동 출자해 설립한 장강저장과학유한회사를 통해 메모리 반도체 공장 설립을 추진하고 있다. 총 투자규모는 240억 달러이며, 2018년부터 3D NAND를 양산하기 시작해 2020년까지 매월 30만장의 생산능력을 갖추도록 할 계획이다. 또한 올해에는 300억 달러를 투자해 난징시에 3D NAND 플래쉬와 DRAM 라인을 건설해 월 10만장의 캐파를 갖출 계획이다. 중국의 연간 반도체 수입 규모가 2,300억 달러에 달하는 점을 감안할 때 상기 투자의 성과들이 가시화 될 경우 높은 성장을 이어갈 전망이다.

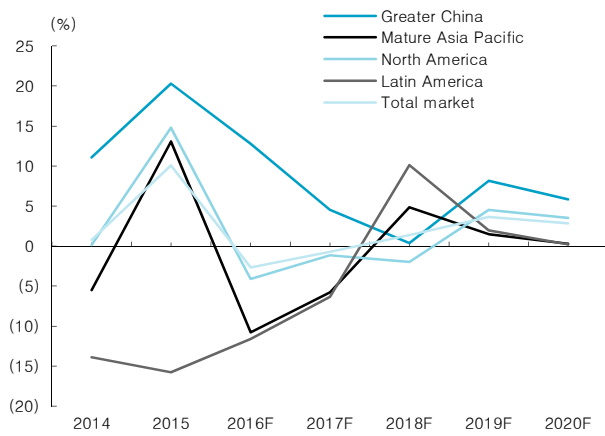
Negatives: 네트워크 서버 시장 둔화 우려, 반도체 기술력 우려

동사의 기존 메인사업인 네트워크 서버시장은 2018년까지 성장률이 0.8%로 둔화돼 기존 사업의 실적 저하가 예상된다. 반면 현재 추진하고 있는 사업구조 전환은 중장기적으로 성장성이 높으나 반도체 공정기술이 선진국에 비해 낮고, 수율도 높지 않아 단기간 내 성과가 가시화 되기는 쉽지 않아 보인다.

결론: 긴 호흡으로 바라보기

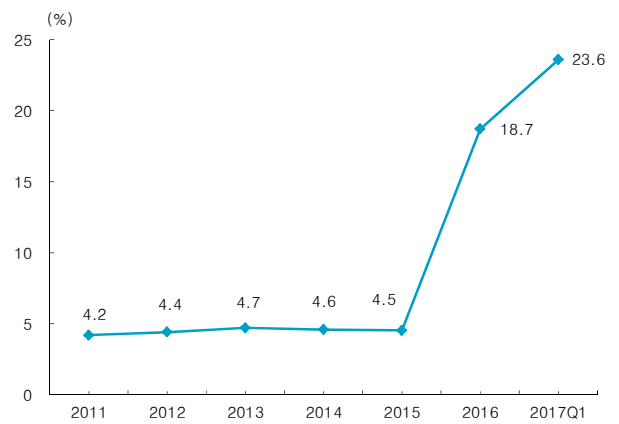
2017년 매출액과 순이익은 각각 371억 위안(+33.8% YoY)과 13.5억 위안(+65.4%, YoY), 2018년 매출액과 순이익은 각각 426억 위안(+15.0% YoY), 15.9억 위안(+17.5% YoY)으로 예상된다. 전방산업의 수요 둔화로 성장률이 둔화되는 것이다. 다만 2019년 이후 산업 성장률이 회복되고 메모리 반도체 양산이 가시화되면 성장률이 재차 턴어라운드할 가능성이 높다. 실적 가시성 측면에서 긴 호흡으로 접근할 필요가 있다.

[그림 1] 글로벌 서버시장 규모 성장률 전망



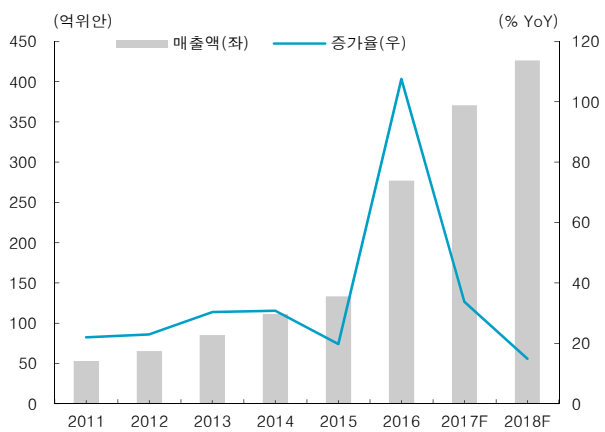
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 2] 매출 총이익률



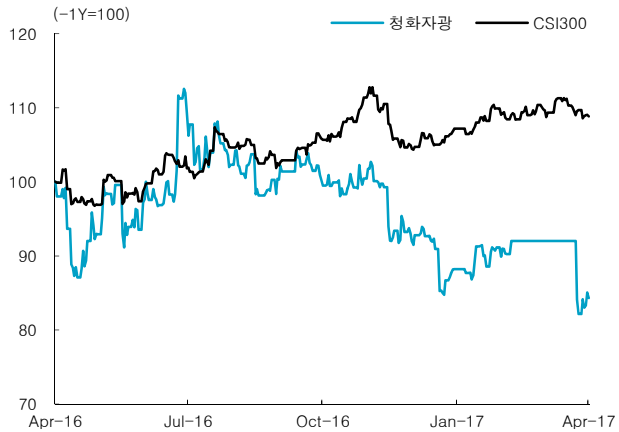
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 매출액 및 증가율 추이



주: 예상치는 Wind 기준
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 청화자광의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	1,384.6	1,807.0	2,122.2	4,147.1	-
영업이익	32.1	38.2	37.6	61.4	-
세전이익	29.0	36.1	42.5	173.4	-
순이익	16.4	20.4	24.2	122.7	-
EBITDA	34.8	41.2	41.1	84.2	-
순 차입금	82.4	152.9	121.5	(400.4)	-
영업이익률(%)	2.3	2.1	1.8	1.5	-
ROE(%)	10.3	9.0	7.3	6.2	-
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.1	0.2	-
EPS(달러)	0.08	0.10	0.12	0.16	-
(EPS 증가율, %)	39.6	24.2	18.6	37.2	-
BPS(달러)	0.82	1.39	1.78	3.29	-
DPS(달러)	0.01	0.02	0.02	0.02	-
PER(x)	56.2	47.8	133.3	53.6	-
PBR(x)	5.6	3.4	8.5	2.5	-
EV/EBITDA(x)	30.2	28.6	82.8	107.8	-

자료: Bloomberg, 한국투자증권

화란바이오(002007.SZ)

중국 혈액제제 선두기업, 업황 개선과 고성장 기대

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	35.4
시가총액(백만위안)	32,906.5
발행주식수(백만)	930.1
52주 최고/최저가(위안)	40.5/29.1
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	193.8
유동주식비율(%)	52.3
주요주주(%) 안강	17.84
중태 성장생물기술개발회사	15.13

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.0)	1.1	11.3
상대주가(%p)	(3.0)	3.3	(3.7)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	43.4	42.6	32.3
PBR(x)	7.0	7.9	6.6

What's new: 매출 호조, 고성장 시현

2016년 매출액은 19.3억 위안(+31.5% YoY), 순이익은 7.8억 위안(+32.5% YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 4분기의 매출이 전년동기대비 46.3% 급증하였음에도 불구하고 판관비와 재무비용이 동반 증가해 순이익 증가율은 33.4%로 매출증가율을 하회했다.

올해 1분기에도 매출액과 순이익이 각각 5.4억 위안(+30.8% YoY), 2.6억 위안(+32.7% YoY)을 기록하며 호실적을 이어갔다. 매출 증가에 힘입어 매출총이익률도 65.6%로 작년 4분기 대비 1.3%p 상승했다. 당사는 올해 상반기 순이익이 4.9~5.5억 위안으로 전년동기대비 20~35% 늘어날 것이라고 공시했다.

Positives: 혈장 채취량 증가, 재고와 백신 사업 리스크 완화

당사는 현재 전국에 23개의 혈액 채취소를 보유하고 있으며, 작년 혈장 채취량은 1,000톤으로 2015년 대비 40% 늘었다. 올해 2개의 혈액 채취소를 추가 설립할 계획이며, 혈장 채취량은 1,250톤으로 전년대비 25% 늘어날 전망이다.

올해 재고 부담은 작년보다 크지 않다. 알부민 재고는 2015년 1.2억 위안에서 2016년 상반기 2.2억 위안으로 빠르게 늘었으나 하반기에 증가세가 둔화돼 연말 재고량은 2.4억 위안이다. 현재 중간 유통업체의 재고가 2개월 정도로 정상 수준인 것으로 판단돼 올해 알부민 재고 리스크는 크지 않을 것으로 예상된다.

2016년 3월 산동성에서 백신을 이동하는 과정에 냉장 설비를 사용하지 않고 불법 백신을 제공하는 사태가 발생, 전국적으로 60%의 백신을 폐쇄하는 조치가 발동됐다. 이에 따라 당사도 작년 백신사업에서 4,000만 위안의 적자가 발생했으나, 올해는 적자폭이 줄어들 전망이다.

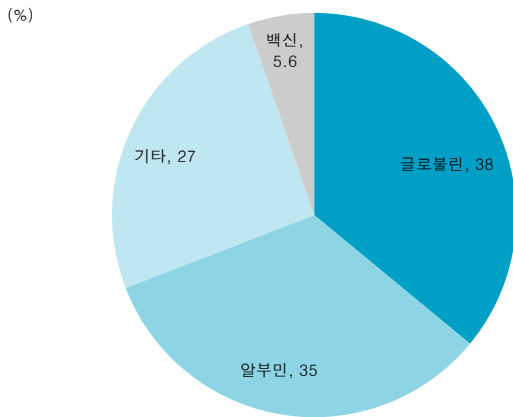
Negatives: 판관비 증가, 정책 불확실성에 따른 매출채권 증가

자회사인 화란바이오 백신유한회사의 제품 보급을 위해 판관비 지출이 급격하게 늘어 .올해 1분기 판관비는 전년동기대비 67% 급증했다. 한편 중국 정부가 약품의 소비가격을 낮추기 위해 유통 절차의 간소화를 추진함에 따라 유통업체들이 현금으로 결제하던 방식을 매출채권으로 변경하면서 순영업현금흐름이 악화되고 있다. 매출채권 회수기간이 길어지는 리스크가 있어 지속적인 모니터링이 필요하다.

결론: 단기 정책 불확실성 있으나 고성장 방향성 확인

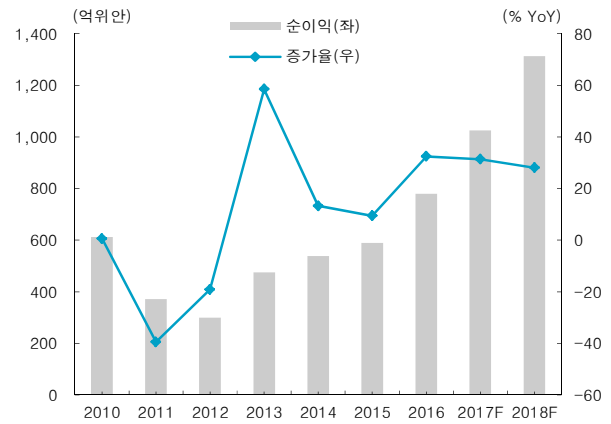
2017년 순이익 증가율은 35%로 고성장 추세를 이어갈 전망이다. 현재 12개월 예상 PER는 32배로 역사적 평균 수준이다. 혈액제제 산업의 업황 개선, 재고 부담 감소에 따른 약품 가격의 점진적인 상승 등으로 매출이 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 다만 단기적으로 정부의 약품 유통개혁 정책의 실질적 영향은 좀 더 지켜볼 필요가 있다.

[그림 1] 화란바이오의 매출 구조(2016년)



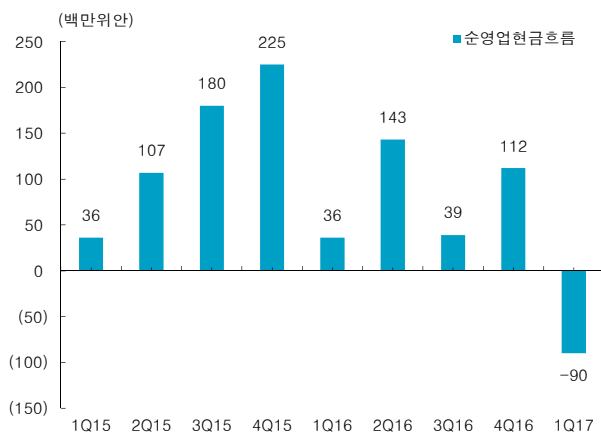
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 화란바이오의 순이익 및 증가율 추이



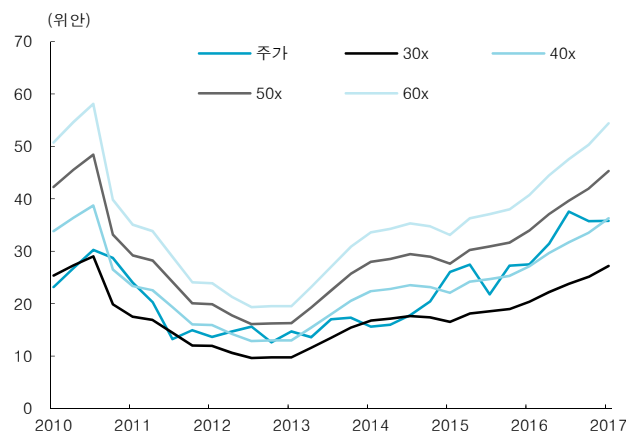
주: Wind 컨센서스 기준
자료: 화란바이오, 한국투자증권

[그림 3] 화란바이오의 분기별 순영업현금흐름 추이



자료: 화란바이오, 한국투자증권

[그림 4] 화란바이오의 PER 밴드 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 화란바이오의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	180.2	200.4	232.9	288.7	371.5
영업이익	75.1	82.5	91.5	117.3	164.2
세전이익	91.3	101.9	110.2	136.2	173.2
순이익	77.3	87.4	93.8	117.5	146.8
EBITDA	91.7	100.9	110.1	139.0	180.5
순 차입금	(253.7)	(269.3)	(216.3)	(256.1)	(68.8)
영업이익률(%)	41.6	41.2	39.3	40.6	44.2
ROE(%)	16.8	16.6	16.7	19.8	21.2
배당수익률(%)	1.4	1.8	0.9	1.1	1.0
EPS(달러)	0.08	0.09	0.10	0.13	0.16
(EPS 증가율, %)	57.6	12.8	7.2	25.3	25.8
BPS(달러)	0.55	0.59	0.61	0.65	0.78
DPS(달러)	0.04	0.06	0.04	0.06	0.34
PER(x)	35.0	35.9	43.4	42.6	32.3
PBR(x)	5.4	5.7	7.0	7.9	6.6
EV/EBITDA(x)	27.3	28.8	35.3	34.3	26.4

자료: Bloomberg, 한국투자증권

국헌하이테크(002074.SZ)

전기차 배터리 대표주, 하반기 점진적인 실적 개선 예상

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	26.0
시가총액(백만위안)	22,817.6
발행주식수(백만)	877.6
52주 최고/최저가(위안)	43.4/26
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	249.8
유동주식비율(%)	51.1
주요주주(%)	주해 국헌무역유한책임회사 24.75
이진	11.67

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.7)	(21.2)	(18.7)
상대주가(%p)	(16.7)	(19.0)	(33.6)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	46.4	26.0	17.3
PBR(x)	10.6	6.8	3.9

What's new: 보조금 삭감으로 1분기 실적 악화

2016년 매출액은 47.6억 위안(+73.3% YoY), 순이익은 10.3억 위안(+76.4% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 매출 및 순이익 증가율이 100% 이상을 시현했던 2015년에 비해 둔화됐으나 전반적으로 견조했다. 성장률이 둔화된 것은 전기차 배터리 캐파 증설로 수급 불균형이 해소된데다 연구개발비가 빠르게 늘어났기 때문이다.

2017년 1분기 매출액은 11.1억 위안(-5.7% YoY), 순이익은 2.0억 위안(-34.0% YoY)에 그치며 부진했다. 보조금 삭감과 정책 불확실성으로 올해 1분기 전기차 판매가 전년대비 7% 감소하며 배터리 가격이 하락하고 물량도 줄었기 때문이다. 1분기 매출총이익률도 43.3%로 2016년 대비 3.0%p 하락했다. 다만 업황 부진으로 전기차 관련 기업들의 실적이 모두 부진한 것으로 나타났다.

Positives: 올해 전기차 배터리 수요 견조, 기술력 향상으로 가격 하락 방어

현지 금융기관들은 올해 중국의 전기차 배터리 수요가 전년대비 75% 늘어날 것으로 전망했다. 2016년 배터리 수요 증가율 95%에 비하면 소폭 둔화된 것이나, 중국 정부의 강력한 환경 규제와 2018년부터 도입될 전기차 의무생산제 등을 감안하면 향후 수요는 매우 탄탄할 것으로 예상된다. 동사는 로컬 업체 중 생산능력이 크고 기술력도 빠르게 개선되고 있어 시장 성장 외에 시장점유율 확대에 따른 물량 증가도 예상된다. 한편 중국 정부가 전기차 배터리 산업에 대해 보호무역주의를 실시하고 있어 영업환경은 로컬업체에 유리하다.

현재 중국은 전기차 밸류체인의 기술력 향상에 집중하고 있다. 국헌하이테크는 제품 기술력을 높이기 위해 2016년부터 대규모 연구개발비를 지출하고 있다. 그 결과 올해부터 삼원계 배터리의 실험을 마치고 양산에 돌입할 예정이다. 배터리의 효율성 향상으로 제품의 경쟁력이 높아지고 다양한 고객의 수요를 충족시켜 점유율을 늘려나갈 것이다. 또한 프리미엄 제품은 가격을 인상해 평균 가격 하락의 악영향을 방어할 전망이다.

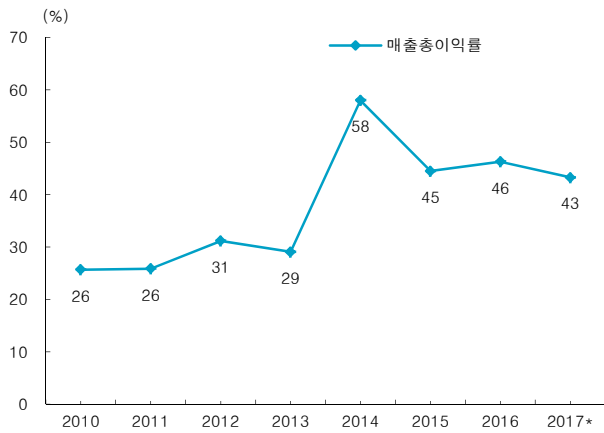
Negatives: 보조금 축소에 따른 제품 가격 하락 리스크 부각

2017~2018년 2년 동안 중국의 전기차 보조금이 20% 감소한다. 지방정부의 보조금 감소분까지 합하면 감소율이 평균 30%에 달한다. 완성차 업체들은 보조금 감소의 영향을 업스트림 산업인 배터리 기업들에 전가하고자 하는 움직임들이 많다. 한편 기술력 향상으로 배터리의 생산 단가가 하락하고 있는데다 작년 로컬 배터리 업체들이 생산캐파를 대대적으로 증설해 올해 배터리 가격 하락은 불가피할 전망이다. 이는 배터리 업체 실적 둔화의 주요 배경으로 작용할 것이다.

결론: 기술력 향상에 따른 점유율 상승 기대

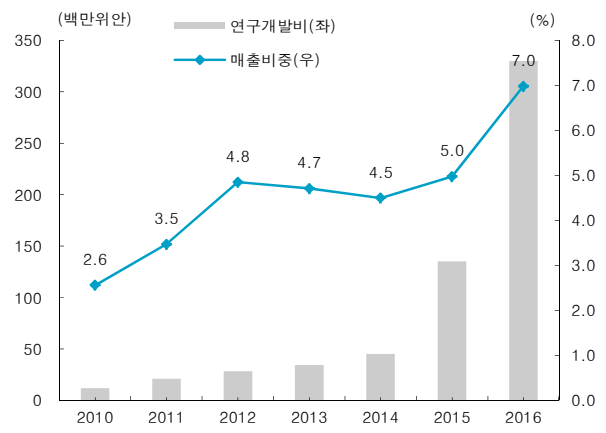
올해 전기차 보조금의 단계적 감소로 배터리 가격 인하는 불가피해 보인다. 그러나 기술력 향상에 따른 생산 단가 하락과 프리미엄 제품 생산 등으로 가격 하락의 영향을 어느 정도 방어할 수 있어 실적이 급격히 악화될 가능성은 높지 않다. 현지 증권사 컨센서스 기준 동사의 2017년, 2018년 순이익 증가율은 각각 32%, 29%로 예상된다. 상반기 전기차 판매 부진으로 주가가 급락하며 12개월 예상 PER가 18배 수준으로 하락했다. 하반기 점진적인 업황 개선과 시장 점유율 상승 기대감으로 주가는 완만하게 상승할 것으로 예상된다.

[그림 1] 국현하이테크의 매출총이익률 추이



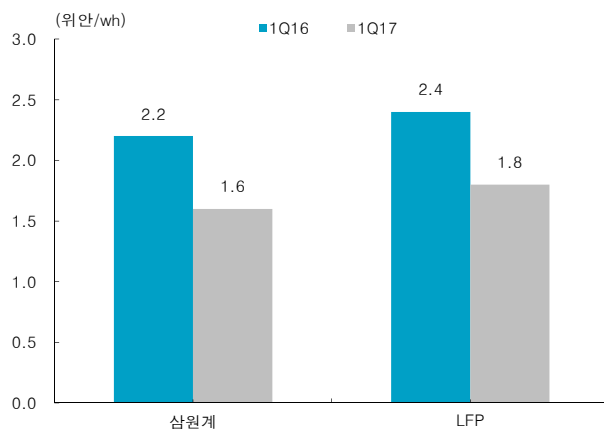
자료: 국현하이테크, 한국투자증권

[그림 2] 국현하이테크의 연구개발비 및 매출 비중 추이



자료: 국현하이테크, 한국투자증권

[그림 3] 중국 전기차 배터리 가격 추이



자료: 현지 언론, 한국투자증권

[그림 4] 국현하이테크의 주가 및 시장 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 국현하이테크의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	119.5	163.1	432.9	711.8	1,144.1
영업이익	10.9	48.5	105.5	173.0	217.6
세전이익	8.7	47.3	108.3	180.3	217.7
순이익	4.7	40.7	93.0	155.2	187.3
EBITDA	14.3	52.5	116.3	192.3	269.1
순 차입금	41.0	17.3	(140.8)	(36.3)	(333.0)
영업이익률(%)	9.1	29.8	24.4	24.3	19.0
ROE(%)	6.4	31.9	28.4	29.7	25.1
배당수익률(%)	0.4	0.2	0.4	0.5	0.9
EPS(달러)	0.02	0.16	0.13	0.18	0.22
(EPS 증가율, %)	(20.0)	722.4	(20.7)	40.7	22.2
BPS(달러)	0.30	0.70	0.54	0.66	0.97
DPS(달러)	0.00	0.00	0.02	0.02	0.22
PER(x)	46.7	14.3	46.4	26.0	17.3
PBR(x)	3.0	3.2	10.6	6.8	3.9
EV/EBITDA(x)	19.7	11.4	42.6	20.8	12.7

자료: Bloomberg, 한국투자증권

금풍테크놀로지(002202.SZ/2208.HK)

성장의 눈높이를 낮추고 낮은 밸류에이션에 주목할 때

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	14.7
시가총액(백만위안)	37,998.4
발행주식수(백만)	2,235.5
52주 최고/최저가(위안)	19.2/14
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	257.3
유동주식비율(%)	64.1
주요주주(%)	신장 풍능 유한책임회사 16.82 중국삼협 신에너지 회사 12.87

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.4)	(19.9)	3.1
상대주가(%p)	(5.4)	(17.7)	(11.9)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	11.9	10.9	11.8
PBR(x)	2.0	1.6	1.8

What's new: 2016년 매출은 4년 만에 역성장

2016년 매출액과 순이익은 각각 263.95억 위안(-12.2% YoY), 30.0억 위안(+5.4% YoY)을 기록했다. 매출액은 2012년 이후 4년 만에 역성장했다. 매출액이 시장 컨센서스를 하회한 것은 글로벌 업황 부진으로 중국 업황도 나빠진 때문이다. 다만 매출액의 역성장에도 불구하고, 순이익이 소폭 증가한 것은 풍력터빈 제조와 풍력 서비스의 마진율이 각각 1.15%p, 4.7%p 상승했기 때문이다.

2017년 1분기에도 매출액과 순이익이 각각 35.8억 위안(-10% YoY), 1.8억 위안(-51.3% YoY)을 기록하며 역성장을 이어갔다. 매출이 부진했던 이유는 1분기가 계절적 비수기인 데다 2015년의 일부 실적이 2016년 1분기로 이월되며 2016년 1분기 실적이 과도하게 측정되어 기저가 높았기 때문이다. 순이익이 대폭 감소한 것은 2016년 2월 자회사인 중재업 편(中材叶片) 지분 매도로 발생한 일회성 수익이 사라졌고 관리 및 재무 비용이 늘었기 때문이다.

Positives: 업계 선두위치 공고, 마진을 개선

중국의 풍력발전 산업은 성장이 둔화되고 있으나, 여전히 세계에서 가장 큰 시장이다. 2016년 중국의 신규 풍력 터빈 설치 규모는 23.3GW로 전 세계의 42.7%를 차지하며 압도적으로 높았다. 이러한 중국 시장에서 동사의 시장점유율은 27.1%로 전년 대비 1.9%p 상승하며 6년 연속 1위 자리를 공고히 했다.

2017년 1분기 동사의 수주 잔고는 15,603MW로 전분기 대비 1,427MW 늘어나며 사상 최대치를 기록했다. 높은 수주 잔고는 향후 안정적인 수익으로 이어질 전망이다. 또한 동사의 마진율도 과감한 R&D 투자 속에 꾸준히 상승하고 있다. 2016년 마진율은 29.3%로 전년 대비 2.8%p 상승했다.

Negatives: 정책 모멘텀 약화 속에 물량(Q) 둔화 불가피

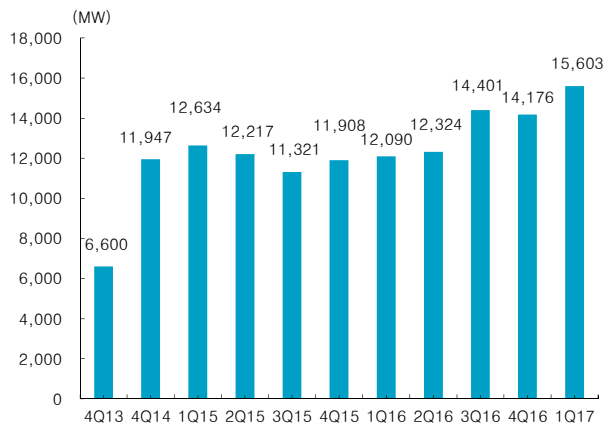
2016년 중국의 신규 풍력터빈 설치용량은 23.3GW로 전년 대비 24% 감소했고, 동사의 신규 설치용량도 6.34GW로 전년 대비 16.6% 감소했다. 올해 에너지관리국에서 발표한 '2017년 에너지공작지침'에 따르면, 올해 신규 풍력 설비용량 계획은 20GW로 전년 대비 13% 감소할 전망이다. 정책 모멘텀이 둔화되는 가운데 올해 동사의 신규 설치량(Q)도 감소할 것으로 예상된다.

결론: 눈높이를 낮추고, 낮은 밸류에이션 매력 주목할 때

2016년과 2017년 1분기 매출은 4년 만에 역성장했다. 그러나 일회성 수익과 이월에 따른 높은 기저를 감안하면 업황이 둔화되는 가운데서도 동사는 상대적으로 선방했다. 다만 정책모멘텀이 약화되고 있어 실적이 2013년~2015년처럼 폭발적으로 성장하기 어렵다.

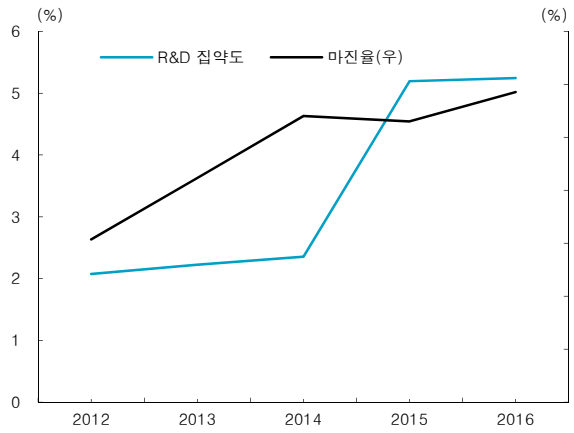
계절적인 요인에 따라 하반기의 매출액은 상반기 대비 늘어날 전망이다. 관련 우려들이 주가에 이미 반영됐고 2017년 예상 PER도 11.9배로 글로벌 peer 대비 낮다. 당분간 성장보다는 밸류에이션의 매력에 주목해야 할 것이다.

[그림 1] 금풍테크놀로지의 분기별 수주 잔고 추이



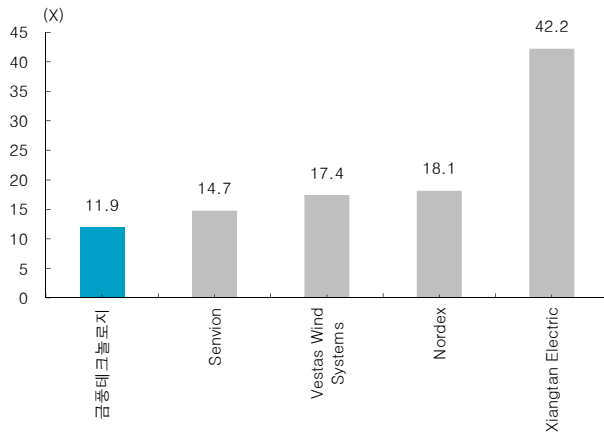
자료: 금풍테크놀로지, 한국투자증권

[그림 2] R&D집약도와 매출총이익률 추이



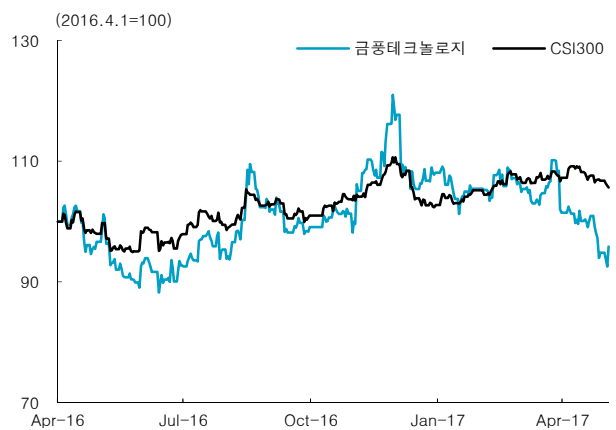
주: R&D집약도=R&D투자비용/매출액
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 글로벌 peer 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 금풍테크놀로지의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	1,983.9	2,852.2	4,758.1	3,941.5	4,283.3
영업이익	109.5	410.5	506.1	604.6	587.6
세전이익	82.2	342.3	516.7	534.9	566.4
순이익	69.6	297.0	453.5	452.2	490.9
EBITDA	147.1	480.9	592.3	743.8	784.3
순 차입금	602.1	364.4	1,725.2	1,413.2	2,132.2
영업이익률(%)	5.5	14.4	10.6	15.3	13.7
ROE(%)	3.3	13.0	18.1	16.3	15.9
배당수익률(%)	1.2	4.1	3.8	4.3	2.5
EPS(달러)	0.03	0.11	0.17	0.16	0.18
(EPS 증가율, %)	166.7	324.1	51.7	(2.9)	11.9
BPS(달러)	0.82	0.88	0.94	1.05	1.18
DPS(달러)	0.01	0.06	0.08	0.08	0.37
PER(x)	43.1	14.2	11.9	10.9	11.8
PBR(x)	1.4	1.8	2.0	1.6	1.8
EV/EBITDA(x)	25.1	12.4	18.5	8.6	10.6

자료: Bloomberg, 한국투자증권

하이크비전(002415.SZ)

숨 고르고 전진하기

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	26.7
시가총액(백만위안)	246,779.9
발행주식수(백만)	9,228.9
52주 최고/최저가(위안)	28.1/13.5
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	612.8
유동주식비율(%)	31.4
주요주주(%)	중전해강그룹
공용가	16.16

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.3	65.4	97.7
상대주가(%p)	7.3	67.6	82.7

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	23.6	19.4	25.1
PBR(x)	7.2	6.0	8.0

What's new: 컨센서스에 부합한 실적, 해외 매출 빠르게 증가

2016년 매출액과 순이익은 각각 319.2억 위안(+26.3% YoY), 74.2억 위안(+26.5% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 해외 매출이 93.6억 위안으로 전년대비 40.6% 증가하며 실적을 견인했다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 70.4억 위안(+35.5%, YoY), 14.8억 위안(+29.5% YoY)으로 컨센서스를 소폭 상회했다. 계절적인 부진에도 불구하고 정부 수요가 증가했고 매출총이익률이 소폭 상승했기 때문이다.

Positives: 정책 수혜와 신사업 성장이 양호한 실적을 이끌 것

동사는 중국의 최대 CCTV 보안업체로 승안신구, 징진지 등 정부의 인프라 건설 수요로 주주가 꾸준히 늘고 있다. 올해 4월 우루무치 개발지역과 약 5억 위안의 보안시스템을 설치하는 계약을 체결했다. 향후 정부 주도의 스마트시티 정책으로 보안카메라 수요는 견조하게 늘어날 전망이다.

업계 최대 규모의 연구개발비 투자 효과가 가시화되고 있다. 동사는 4차산업 혁명에 대비해 AI, ADAS 등 자동화 기술에 대한 투자를 늘려 택배를 분리하는 무인 로봇부터 AI 기술을 접목한 보안설비까지 생산하기 시작했다. 그 결과 2016년 AI, 로봇, ADAS(첨단 운전자 보조 시스템) 등 신규 사업 매출액은 6.4억 위안으로 전년대비 192% 급증했다. 해당 사업이 아직 초기 단계이고 직접적인 경쟁대상이 없어 향후 고성장을 유지할 전망이다.

해외매출도 늘어나고 있다. 2016년 영국 알림시스템 기업 Pyronix 인수, 카자흐스탄/콜롬비아/터키 자회사 설립, 태국/인도네시아/두바이 사무소 신설 등을 통해 해외지사를 28개로 늘렸다. 이에 따라 해외매출 비중이 2012년 16%에서 2016년의 29.3%로 상승했다. 해외매출은 매출총이익률이 국내보다 평균 6~8% 높아 수익성 개선에 도움이 된다.

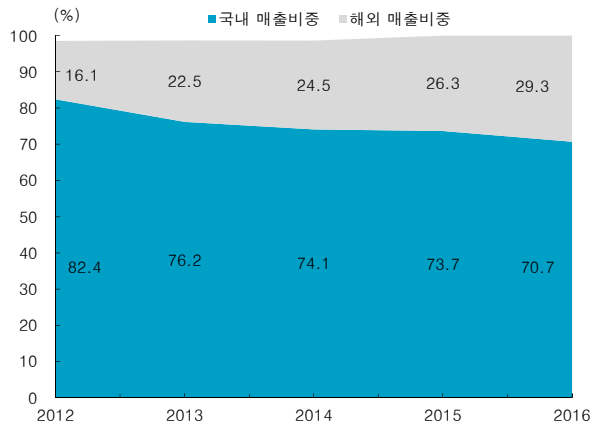
Negatives: 성장을 둔화 추세, 급격한 주가 상승

견조한 보안카메라 수요, 신사업의 급성장, 해외매출 증가 등의 호재가 겹치며 동사 주가는 지난 1년간 84.7% 올랐다. 2017년 PER는 23.2배로 최근 3년 평균 22.2배를 소폭 상회한다. 2017년 순이익이 94.4억 위안으로 전년대비 27.2% 증가할 것으로 예상돼 밸류에이션 부담이 크지 않으나 5년 연속 순이익 증가율이 둔화되고 있는 점은 부담스럽다.

결론: 펀더멘탈은 이상 무, 급격한 주가 상승으로 일시적 조정 예상

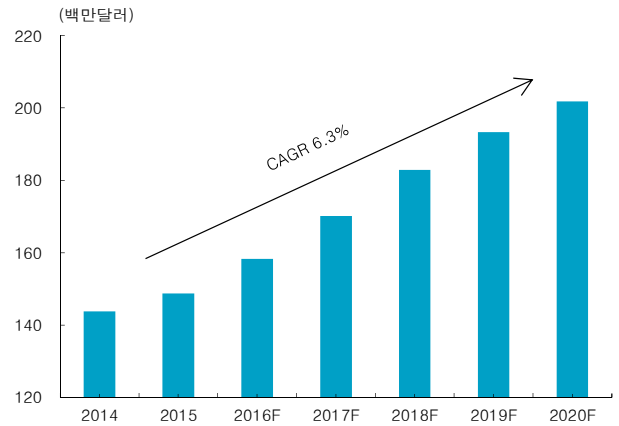
동사 주가는 올해에만 71% 상승하며 CSI300지수를 크게 아웃퍼폼했다. 글로벌 보안시장이 확대되는 추세이고, 신규 사업이 꾸준히 성장함에 따라 장기적 관점에서 투자매력이 부각되나, 단기적으로는 급격한 주가 상승과 발행 주식수 증가로 차익실현 매물이 출회되며 조정국면에 들어갈 것으로 예상된다.

[그림 1] 국내외 매출 비중 추이



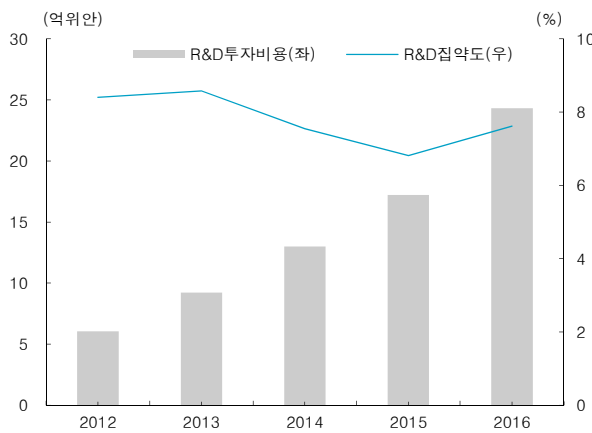
자료: 하이크비전, 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 보안감시 설비 시장규모



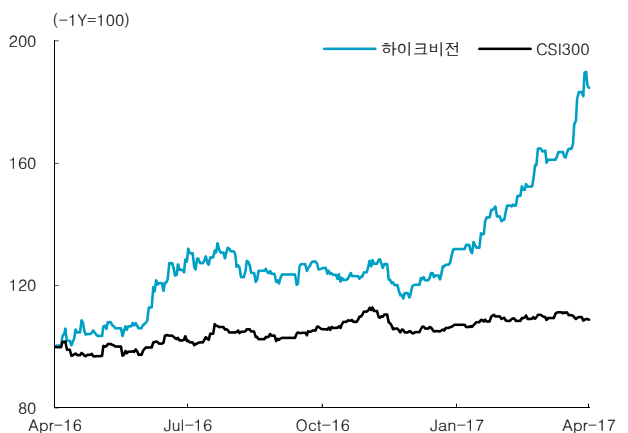
자료: IHS, 초상증권, 한국투자증권

[그림 3] R&D투자비용과 R&D집약도 추이



주: R&D집약도=R&D투자비용/매출액*100
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 하이크비전의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	1,729.2	2,772.5	3,990.7	4,769.0	5,950.5
영업이익	459.0	672.7	826.4	988.4	1,319.4
세전이익	550.8	845.0	1,074.3	1,251.4	1,577.3
순이익	498.8	757.2	934.1	1,117.7	1,419.1
EBITDA	470.6	690.4	851.1	1,024.6	1,410.2
순 차입금	(1,099.3)	(1,464.1)	(1,453.5)	(1,691.5)	(1,824.7)
영업이익률(%)	26.5	24.3	20.7	20.7	22.2
ROE(%)	30.9	35.9	34.4	34.1	34.0
배당수익률(%)	1.1	1.8	2.0	2.5	1.6
EPS(달러)	0.05	0.08	0.10	0.12	0.16
(EPS 증가율, %)	42.1	53.6	22.4	19.3	25.8
BPS(달러)	0.20	0.27	0.33	0.38	0.49
DPS(달러)	0.02	0.03	0.05	0.06	0.42
PER(x)	30.2	19.1	23.6	19.4	25.1
PBR(x)	8.3	6.0	7.2	6.0	8.0
EV/EBITDA(x)	29.6	18.7	24.1	19.6	24.7

자료: Bloomberg, 한국투자증권

선마의류(002563.SZ)

아동복 성장성 이상 무, 매출 방식 변화로 실적 변동성 확대

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	8.6
시가총액(백만위안)	23,059.2
발행주식수(백만)	2,693.8
52주 최고/최저가(위안)	11.9/8.3
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	46.6
유동주식비율(%)	17.5
주요주주(%)	구광화 17.24
	구견강 13.37

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.1)	(19.7)	(15.8)
상대주가(%p)	(7.1)	(17.5)	(30.8)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	24.8	19.4	13.9
PBR(x)	3.6	2.8	2.1

What's new: 판매방식 변화로 1분기 실적 부진

2016년 매출액은 107억 위안(+12.8% YoY), 순이익은 14.3억 위안(+5.7% YoY)으로 예상을 하회했다. 순이익 증가율이 둔화된 것은 작년 4분기에 투자한 금융상품의 수익률이 2015년 4분기 대비 크게 둔화되면서 관련 수익이 약 8,000만 위안 감소했기 때문이다. 이 영향을 제거하면 순이익 증가율은 10.7%다.

2017년 1분기 매출액은 20.7억 위안(+7.5% YoY), 순이익은 2.5억 위안(+3.2%)으로 작년 4분기의 둔화세가 이어지며 예상을 하회했다. 올해 1분기부터 오프라인 판매 방식이 기존 선도거래에서 현물거래로 일부 전환되며 매출에 부정적인 영향을 미쳤다. 그러나 온라인 판매와 아동복 매출액은 두 자릿수 성장을 유지하며 견조한 실적을 이어가 전체 매출총이익률도 꾸준히 상승했다.

Positives: 유아동 부문과 온라인 판매채널의 고성장 지속

중국 정부가 2015년부터 2자녀 정책을 완화하며 2016년 신생아수는 1,784만 명으로 2000년대 이후 최대치를 기록, 2015년보다 125만 명 늘었다. 소득 증가로 중국인들의 소비가 업그레이드되면서 프리미엄 제품 수요도 늘고 있다. Balala는 2002년 런칭한 이태리 아동복 브랜드로 0~14세 아동이 타겟이며 아동복시장 점유율 3.6%로 독보적인 1위다. 2위인 Annir의 점유율이 0.8%에 불과해 당분간 위협적인 경쟁자가 나타날 가능성이 낮으며 마진도 캐주얼 의류에 비해 높아 수익성 개선에 도움이 된다. 작년 부진한 실적에도 불구하고 아동복 판매는 두 자릿수의 견조한 성장을 이어갔다. 위협적인 경쟁자가 진입하기 전에는 현재의 고성장세가 지속될 것으로 예상된다.

온라인 매출도 실적을 견인할 것이다. 2016년 상반기 온라인 매출액은 8억 위안으로 전년 동기대비 80% 늘었고, 매출 비중도 21%로 2015년 20%에서 꾸준히 상승하고 있다. 같은 기간 오프라인 매장의 매출증가율은 5.3%에 불과하다.

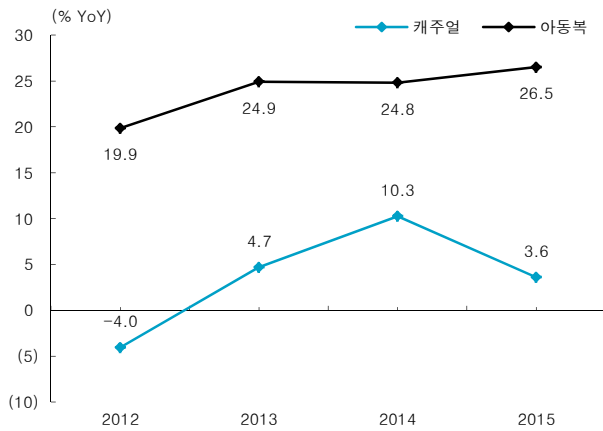
Negatives: 판매 방식 변화로 단기 실적 변동성 확대 예상

경영 효율성을 제고하기 위해 당사는 2017년부터 오프라인 매출 방식을 기존의 선도거래에서 '선도+현물거래'로 전환했다. 즉 기존에는 신상품이 판매되기 약 6개월 전에 납품되면서 매출로 인식되었으나, 지금은 일부 신상들을 약 1~2달 전에 런칭하여 시장 반응에 따라 추가 판매 여부를 결정한다. 따라서 제품의 반응에 따라 매출 변동성이 확대된다. 올해 1분기 판매 데이터를 보면 변경된 방식이 아직 가시적 성과를 거두지 못하고 있다. 물론 2분기 데이터까지 확인할 필요가 있지만, Zara, 유니클로 등 해외 SPA 브랜드처럼 시장의 트렌드에 발빠르게 대응하고 있다는 점에서 이번 변화는 중장기적으로 회사에 긍정적인 것이다.

결론: 중장기 성장 동력 이상 무

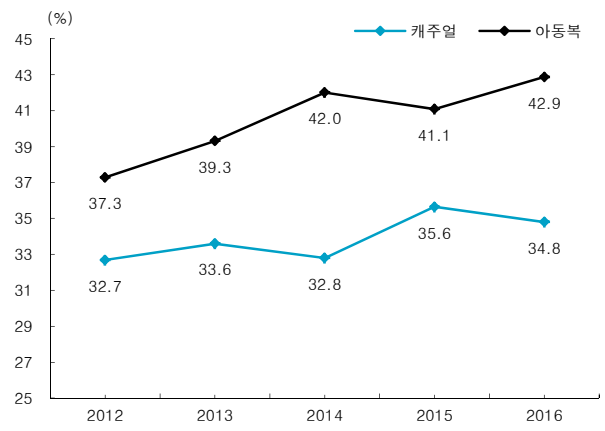
중기적으로 2자녀 규제 완화에 따른 신생아 증가, 온라인 매출 고성장, 발빠른 시장 대응 등에 힘입어 성장 추세가 이어질 전망이다. Wind 컨센서스에 따르면 2017년과 2018년 순이익 증가율은 각각 15%, 17%로 2016년을 저점으로 완만하게 반등할 전망이다. 12개월 예상 PER도 14배로 부담스럽지 않다. 불확실성이 사라지면 리레이팅될 가능성이 높다.

[그림 1] 선마의류 아동복과 캐주얼복의 매출 증가율 추이



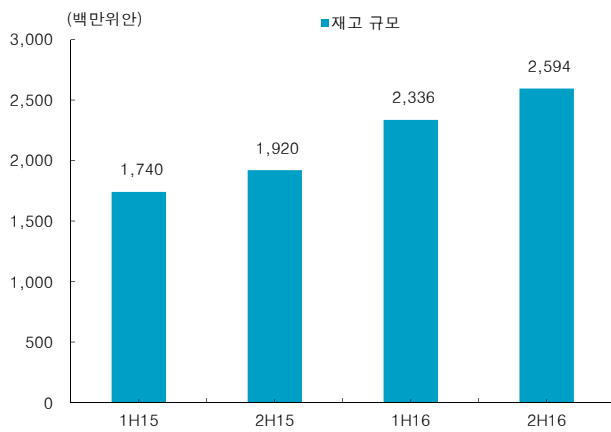
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 선마의류 아동복과 캐주얼복의 매출총이익률 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 선마의류의 재고 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 선마의류 주가와 시장(CSI300) 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 선마의류의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	1,176.0	1,312.0	1,494.3	1,593.0	1,750.3
영업이익	170.7	207.4	252.1	257.1	308.0
세전이익	206.7	244.0	287.9	282.5	310.9
순이익	146.7	177.3	214.7	214.8	234.8
EBITDA	195.2	230.3	270.5	277.7	324.0
순 차입금	(768.1)	(604.1)	(325.5)	(299.5)	(338.7)
영업이익률(%)	14.5	15.8	16.9	16.1	17.6
ROE(%)	11.3	13.2	15.2	14.8	15.4
배당수익률(%)	3.7	3.0	2.0	3.7	4.0
EPS(달러)	0.05	0.07	0.08	0.08	0.09
(EPS 증가율, %)	18.4	20.7	22.7	6.0	16.2
BPS(달러)	0.50	0.51	0.53	0.54	0.58
DPS(달러)	0.04	0.04	0.04	0.06	0.34
PER(x)	19.9	20.4	24.8	19.4	13.9
PBR(x)	2.2	2.6	3.6	2.8	2.1
EV/EBITDA(x)	11.1	13.1	18.4	13.8	9.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

베이인메이(002570.SZ)

업황 바닥 통과 중

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	14.1
시가총액(백만위안)	14,407.3
발행주식수(백만)	1,022.5
52주 최고/최저가(위안)	14.6/11.3
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	133.9
유동주식비율(%)	39.7
주요주주(%) 베이인메이 그룹	33.06
향원연유제품 유한회사	18.82

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.1	17.5	13.1
상대주가(%p)	3.0	19.7	(1.8)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	149.3	-	204.2
PBR(x)	4.2	4.7	4.8

What's new: 업황 부진으로 실적 악화

2016년 매출액은 27.6억 위안(-39.0% YoY), 순이익은 7.8억 위안의 적자를 기록했다. 2016년 10월 중국에서 분유배합등록제 시행이 예고되면서 많은 브랜드를 보유한 업체가 제도 시행 후 팔지 못할 것으로 예상되는 제품들을 미리 팔기 시작했다. 소비심리가 위축되는 가운데 공급 물량이 많아지면서 가격 할인 등 경쟁이 심화된 것이 영업적자를 낸 주요 원인이다.

2017년 1분기에도 매출액과 순이익이 각각 8.5억 위안(-6.6%, YoY), 1,091만 위안(-81.8% YoY)에 그치며 부진이 이어졌다. 그러나 업황이 턴어라운드하면서 작년 4분기보다 나은 소폭 개선되는 양상을 보였다.

Positives: 업황 바닥 통과, 시장점유율 상승 기대

중국의 분유시장 규모는 2020년까지 연평균 14% 성장할 전망이다. 2015년 두자녀 정책이 허용되며 2016년 신생아 수가 1,786만명으로 전년대비 8% 늘었다. 향후에도 신생아 수가 완만하게 늘어나며 분유 수요는 물량 기준으로 10% 성장이 가능할 것으로 예상된다.

분유 공급시장은 작년 10월 발표된 '영유아 조제분유 배합 등록제'로 정리되면서 로컬 업체들에게 유리한 구조로 전개될 가능성이 높아 보인다. 배합 등록제의 주요 골자는 기업당 3개의 브랜드, 브랜드 별로 3단계의 제품을 출시할 수 있으며, 정책당국의 승인을 받고 등록해야 판매가 가능하다. 미등록된 제품들은 향후 판매가 불가능하다. 동 제도의 실시로 1) 중소기업체를 비롯한 시장 과열 국면을 해소하고 산업 집중도를 높일 수 있으며, 2) 해외 브랜드의 대규모 수입을 잠재적으로 방어할 수 있다. 이는 탄탄한 프리미엄 제품 라인을 갖추고 있는 동사에 중장기 호재다.

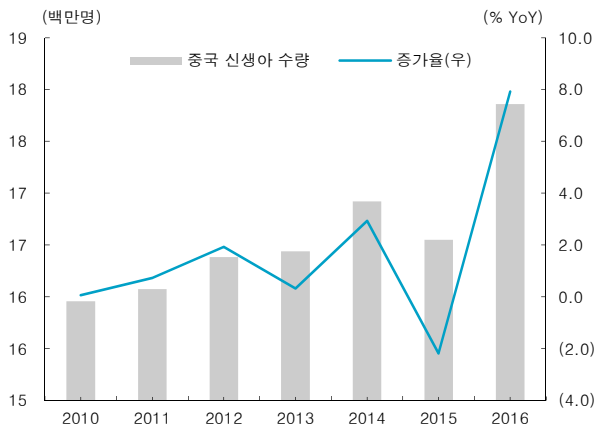
Negatives: 단기 정책 불확실성은 여전히 남아 있어

아직 '영유아 조제분유 배합 등록제'에 신청 등록한 제품 리스트가 발표되지 않았다. 빠르면 2분기, 늦어도 3분기에는 리스트가 발표될 것으로 예상되나, 불확실성은 남아 있다. 또한 동사의 보유 브랜드 수가 업계 평균의 3배에 달해 등록정책 발효 이후에 일시적으로 점유율이 소폭 하락할 가능성이 있다.

결론: 업황 바닥 통과에 따른 실적 턴어라운드

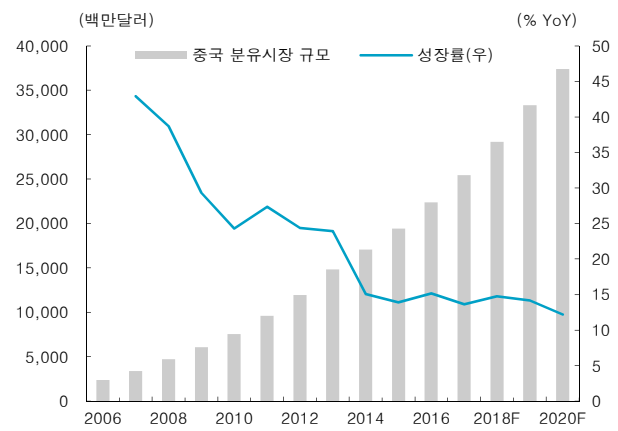
신생아 출생 증가로 중국 분유시장이 꾸준히 성장하는 가운데 정책 규제로 공급시장의 경쟁 국면도 완화되면서 업황은 바닥을 통과하고 있다는 판단이다. 또한 프리미엄 분유시장의 빠른 성장에 대비해 동사는 해외와 손잡고 해당 시장에 집중하면서 경쟁력 강화를 도모하고 있다. 이러한 노력으로 2017년 매출액은 37.2억 위안(+34.6% YoY)에 이르고 순이익은 1.2 억 위안의 흑자로 전환될 전망이다. 중장기적으로 업황 개선, 경쟁력 강화 등으로 실적 성장이 이어져 현재의 높은 밸류에이션이 점차 완화될 것으로 예상된다.

[그림 1] 중국 조제분유 시장 전망



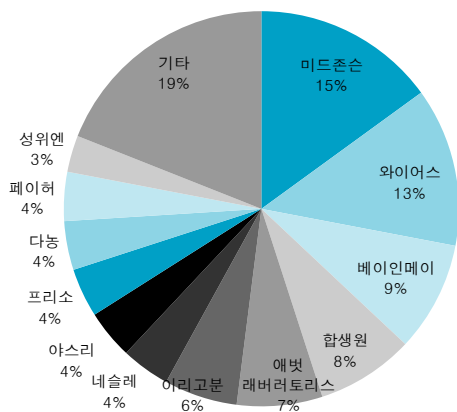
주: 추정치는 당사의 음식료 섹터의 추정치
 자료: Euromonitor, 동풍증권, 한국투자증권

[그림 2] 중국 신생아수 추이



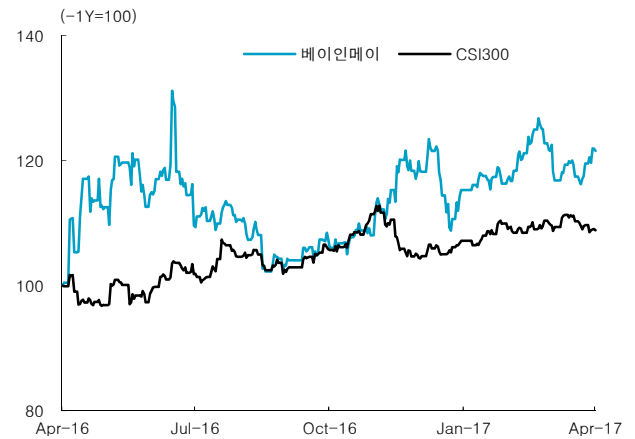
자료: 국가위생계획생육위원회, 한국투자증권

[그림 3] 분유시장 시장점유율(2015)



자료: Euromonitor, 광발증권, 한국투자증권

[그림 4] 동사 증가와 CSI300지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 베이인메이의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	983.2	809.2	713.5	410.5	496.8
영업이익	144.2	10.0	10.5	(88.7)	17.4
세전이익	156.3	16.9	22.9	(93.9)	12.1
순이익	117.3	11.2	16.5	(117.6)	7.3
EBITDA	161.4	32.9	36.2	(60.8)	39.5
순 차입금	(276.5)	(132.6)	(75.5)	142.2	231.8
영업이익률(%)	14.7	1.2	1.5	(21.6)	3.5
ROE(%)	19.7	1.8	2.9	(23.8)	1.9
배당수익률(%)	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(달러)	0.11	0.01	0.02	(0.11)	0.01
(EPS 증가율, %)	41.8	(90.1)	40.1	적자전환	흑자전환
BPS(달러)	0.63	0.56	0.55	0.41	0.43
DPS(달러)	0.07	0.00	0.00	0.00	0.01
PER(x)	27.2	231.3	149.3	-	204.2
PBR(x)	5.0	4.6	4.2	4.7	4.8
EV/EBITDA(x)	18.1	77.6	64.9	-	56.1

자료: Bloomberg, 한국투자증권

딩한테크놀로지(300011.SZ)

최악의 상황 통과, 2017년 실적 개선 기대

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	15.9
시가총액(백만위안)	8,427.8
발행주식수(백만)	531.1
52주 최고/최저가(위안)	24.4/15.6
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	125.4
유동주식비율(%)	44.6
주요주주(%)	고경위 20.44
	신여정한전기과기 유한회사 16.08

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.3)	(30.0)	(33.2)
상대주가(%p)	(14.3)	(27.9)	(48.1)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	59.5	98.5	26.8
PBR(x)	7.6	5.1	3.5

What's new: 업황 부진과 비용 증가로 실적 예상 하회

2016년 매출액은 9.5억 위안(-16.4% YoY), 순이익은 1.1억 위안(-56.7% YoY)에 그치며 컨센서스를 하회했다. 2016년 신규 철도 건설 길이가 2015년보다 크게 줄었고 철도차량 장비 입찰이 예상보다 늦어지며 매출이 감소했다. 또한 100% 자회사인 '중차유한회사'가 생산기지를 이전하면서 관련 인건비와 관리비가 크게 늘어나 순이익도 크게 감소했다.

2017년 1분기 매출액은 1.8억 위안(+15.7% YoY), 순이익은 404만 위안으로 매출은 플러스 성장으로 반전했으며 순이익은 흑자로 전환했다. 작년 1분기에는 자회사 이전으로 일회성 비용이 크게 증가했으나 올해에는 관련 비용이 발생하지 않았기 때문이다.

Positives: 중국 철도건설 증가의 수혜주

중국은 2016~2020년 5년 동안 최소 3.8조 위안을 투자해 고속철도와 일반철도를 각각 3만km, 15만km 늘릴 계획이다. 이에 따라 철도 기자재의 생산 및 설치가 증가하고 철도 전력화 사업으로 전력 공급 시스템 수요 또한 늘어날 가능성이 높다. 동사는 고속철도 기자재, 대용량 에너지 저장장치 컨트롤러, 전력 수송용 기자재 등을 생산하고 있어 철도건설 증가의 수혜가 예상된다. 한편 동사가 영위하는 사업은 진입장벽이 높아 시장이 빠르게 성장하더라도 타 업체들이 쉽게 진입하기 어렵다. 그 동안 꾸준히 사업을 하면서 노하우를 축적해와 철도시장의 빠른 성장은 향후 안정적 성장의 배경이 될 것으로 보인다. 동사는 현재 북경-상하이, 북경-광주 노선을 포함해 다수 노선의 전력화 프로젝트를 수주했다. 초기 설치 뿐만 아니라 유지보수 서비스 또한 자체적으로 제공하고 있어 향후 추가 매출 인식도 가능할 것으로 보인다.

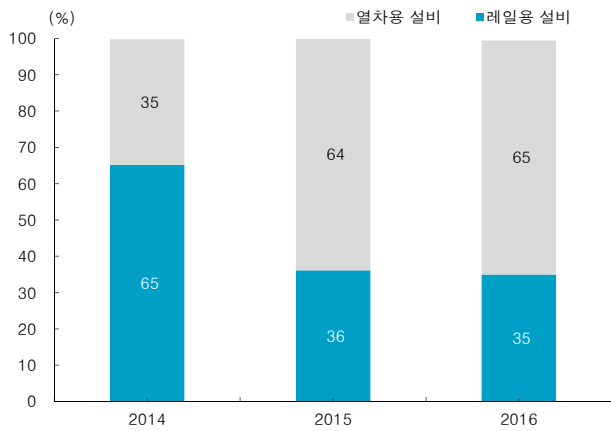
Negatives: 정부 정책의 불확실성, 1분기 수주 잔고 부진

동사의 사업 특성상 정부 정책에 대한 노출도가 높아 정책 변화에 따라 매출 변동이 크다. 2015년 경기가 급격히 가라앉자 중국 정부는 철도 등 인프라 투자를 대대적으로 확대했다. 이에 따라 2015년 철도건설 수요가 크게 늘어났고 이는 동사에 긍정적으로 작용했다. 그러나 2016년 원자재 가격 상승과 함께 경기가 턴어라운드하면서 인프라 투자가 둔화돼 동사 매출에 부정적으로 작용하고 있다. 올해에도 아직 뚜렷한 수주 증가가 눈에 띄지 않는다. 1분기 수주 잔고는 14억 위안으로 작년 동기의 17억 위안 대비 약 18% 감소했다.

결론: 실적 바닥 통과, 2017년 완만한 개선 예상

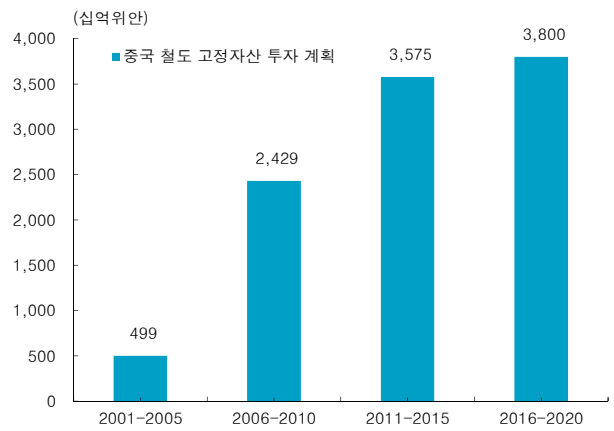
올해 하반기에는 부동산 규제 강화로 경기가 둔화되며 정부의 인프라 투자가 완만하게 늘어날 전망이다. 또한 올해 자회사 이전에 따른 비용이 발생하지 않는 것도 기저효과로 작용해 실적 개선에 보탬이 될 것이다. 2017년, 2018년 순이익 증가율은 각각 156%, 27%로 예상되는 가운데 12개월 예상 PER은 27배로 부담이 크지 않다. 수주 잔고의 점진적인 증가로 급락했던 주가도 반등할 전망이다.

[그림 1] 당한테크놀로지의 주력사업 매출 비중 변화



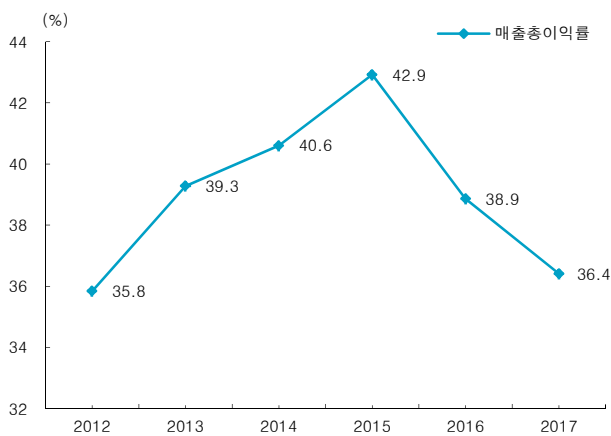
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] 중국 철도 건설 계획



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 당한테크놀로지의 매출총이익률 추이



주: 2017년 1분기 기준
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 4] 당한테크놀로지 주가 및 시장(CIS300, Chinx) 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 당한테크놀로지의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	72.8	128.1	180.7	141.7	191.6
영업이익	9.7	107.4	40.8	6.4	38.0
세전이익	10.7	109.2	46.3	16.9	44.3
순이익	9.3	104.6	41.8	16.7	40.6
EBITDA	11.4	110.4	46.5	13.3	50.5
순 차입금	(30.8)	(59.9)	58.5	74.3	-
영업이익률(%)	13.4	83.9	22.6	4.5	19.8
ROE(%)	7.6	62.1	15.6	5.3	11.3
배당수익률(%)	0.4	-	0.2	0.1	1.5
EPS(달러)	0.02	0.06	0.08	0.03	0.09
(EPS 증가율, %)	379.2	181.0	27.2	(60.3)	171.4
BPS(달러)	0.31	0.40	0.61	0.59	0.66
DPS(달러)	0.01	0.01	0.01	0.00	0.24
PER(x)	61.8	-	59.5	98.5	26.8
PBR(x)	4.5	-	7.6	5.1	3.5
EV/EBITDA(x)	47.7	-	55.0	130.3	25.7

자료: Bloomberg, 한국투자증권

아이얼안과(300015.SZ)

시장 확대에 따른 탑라인 성장 기대

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	22.5
시가총액(백만위안)	34,091.1
발행주식수(백만)	1,517.9
52주 최고/최저가(위안)	25.5/19.6
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	98.7
유동주식비율(%)	29.1
주요주주(%)	티베트 아이얼의료투자회사
진방	17.04

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.0	2.0	7.1
상대주가(%p)	3.0	4.2	(7.8)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	71.8	53.4	46.7
PBR(x)	12.9	10.6	8.8

What's new: 고마진 사업에 힘입어 견조한 실적 지속

2016년 매출액과 순이익은 각각 40.0억 위안(+26.4% YoY), 5.6억 위안(+30.2% YoY)을 기록하며 시장 컨센서스에 부합했다. 2016년 진료자수와 수술건수는 각각 370.6만명(+15.2% YoY), 37.7만건(+16.7% YoY) 증가했다. 안정적인 실적의 배경은 굴절 교정 사업 부문과 검안(시력검사) 사업 부문이 전년대비 각각 35.9%, 36.7% 성장했기 때문이다. 또 굴절 교정 사업과 검안 사업의 마진율이 각각 54.4%와 52.2%로 여타 사업부문 대비 높은 점이 순이익 증가로 이어졌다. 굴절 교정 사업부문의 매출이 크게 늘어난 것은 최근 수술량이 늘어난 '릴렉스 스마일 라식'과 'ICL 렌즈 삽입술'의 평균 수술 가격이 올랐기 때문이다. 다만, 재료 원가도 동반 상승해 전체 굴절 교정사업 마진율은 소폭 하락했다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 12.0억 위안(+30.9% YoY), 1.6억 위안(31.2% YoY)을 기록하며 성장세를 이어갔다. 고마진 사업이 호조를 보인 가운데 1분기에는 병원 수까지 늘어났기 때문이다.

Positives: 병원수 증가 및 해외 M&A 확대를 통한 탑라인 성장

중국 안과시장의 성장 잠재력은 충분하다. 백만명 중 백내장 수술건수가 미국과 유럽은 1만~1.2만건, 대만은 9,000건에 달하지만 중국은 2016년 1,700건에 불과하다. 신중국 설립 이후 50년대의 베이비부머들이 점진적으로 노령화 시대에 진입할 것이고, 인터넷과 스마트기기 보급 확대로 성인층의 근시도 빠르게 늘어나면서 현재 연간 400억 위안에 달하는 안과 시장규모가 향후 1,000억 위안 이상으로 성장할 가능성이 높다. 이에 동사는 2015년 100개였던 병원 수를 2016년 11월에 120개, 2017년 4월에는 160개로 늘렸으며, 2017년 연말에는 200개까지 늘릴 계획이다.

한편 동사는 올해 4월 스페인에 상장된 유럽 최대의 안과 병원 체인 기업인 Clínica Baviera의 지분 59.4%를 인수하고, 나머지 지분 30.6%를 주당 10.35유로에 공개매수할 계획이다. 9~10월에 최종적으로 계약이 체결될 예정이며, 이번 투자 규모는 1.52억 유로(약 11.11억 위안) 규모라고 공시했다. Clínica Baviera는 스페인, 독일, 이탈리아 등 유럽 각국에 76개의 안과진료센터를 보유하고 있으며, 2016년 매출액과 순이익은 각각 9,157만 유로(약 6.7억 위안), 795만 유로(약5,804만 위안)을 기록했다. 동사는 이번 M&A를 통해 유럽의 최대 안과 체인으로 도약할 것이며, 중국에서 프리미엄 의료 서비스를 확대할 계획이다.

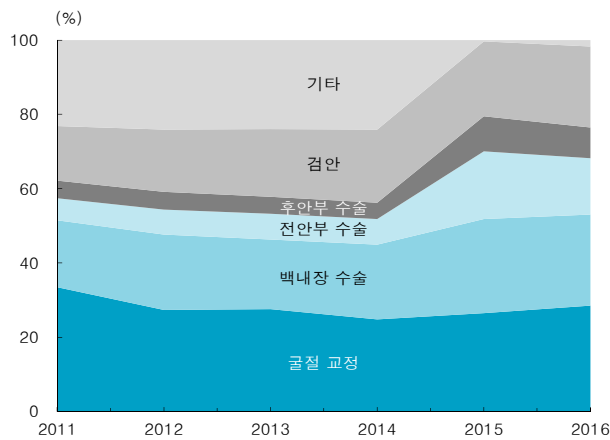
Negatives: 의료 사고 리스크와 신규 병원의 이익 부진 가능성

최근 매출 성장을 견인하는 '릴렉스 스마일 라식'과 'ICL 렌즈 삽입술' 등은 요구하는 기술의 난이도가 다소 높다. 따라서 의료 사고가 발생할 가능성이 있으며, 의료 사고 발생 시 브랜드 인지도가 급격하게 추락할 리스크가 있다. 그 외에 동사가 투자한 신설 병원이 향후 이익을 예상대로 실현할 수 있을지 여부도 계속 모니터링을 해야 할 부분이다.

결론: 꾸준한 실적 이어질 전망, 그러나 여전히 높은 밸류에이션

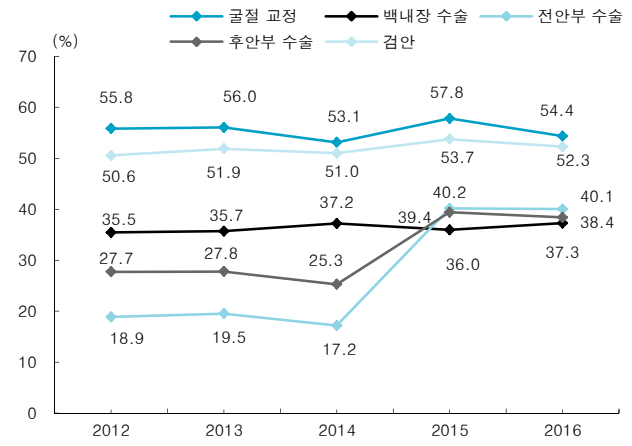
특별한 의료사고가 발생하지 않는다면 실적은 꾸준히 개선될 전망이다. 2017년 예상 매출액과 순이익은 각각 51.4억 위안(+28.6% YoY), 7.5억 위안(+33.8% YoY)이다. 다만 5월 26일 기준 12개월 예상 PER은 43.6배로 최근 1년 평균 36.9배보다 높고, 차스닥지수의 12개월 예상 PER인 27.4배보다 높은 점은 부담스럽다.

[그림 1] 사업부분별 매출비중 추이



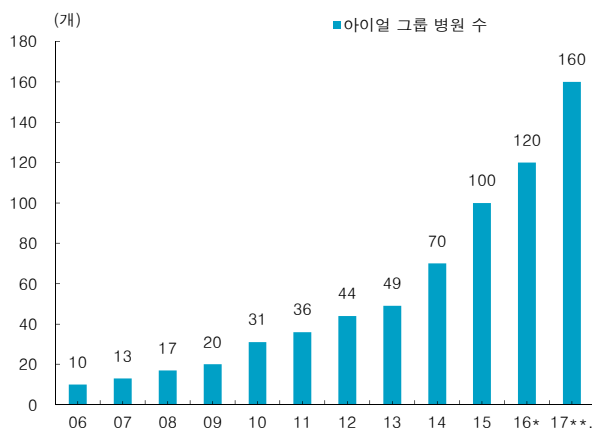
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 주요 사업부분별 마진을 추이



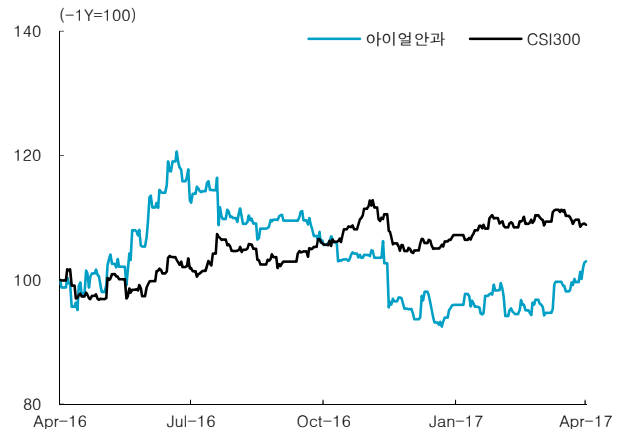
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 3] 보유 병원 수



주: 2016년은 11월 기준, 2017년은 4월 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 아이얼안과의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	322.4	389.3	503.3	601.4	756.7
영업이익	51.6	66.4	93.4	103.1	135.5
세전이익	49.6	66.1	87.6	103.0	134.0
순이익	36.4	50.2	68.1	83.9	106.9
EBITDA	69.7	85.1	112.9	124.7	166.2
순 차입금	(102.4)	(116.1)	(62.4)	(83.8)	(158.4)
영업이익률(%)	16.0	17.0	18.6	17.1	17.9
ROE(%)	14.1	16.9	19.5	21.5	21.5
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.9	0.6	0.6
EPS(달러)	0.03	0.03	0.05	0.06	0.07
(EPS 증가율, %)	20.9	37.3	35.4	20.4	24.5
BPS(달러)	0.19	0.22	0.25	0.27	0.37
DPS(달러)	0.01	0.01	0.03	0.02	0.14
PER(x)	60.0	57.7	71.8	53.4	46.7
PBR(x)	8.1	9.0	12.9	10.6	8.8
EV/EBITDA(x)	30.2	32.8	43.3	35.3	29.7

자료: Bloomberg, 한국투자증권

왕쑤과학기술(300017.SZ)

해외로 뺏어 나가자

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	11.2
시가총액(백만위안)	26,856.0
발행주식수(백만)	2,406.4
52주 최고/최저가(위안)	25/10.9
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	714.1
유동주식비율(%)	63.2
주요주주(%)	진보진 17.81
류성연	12.37

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.7)	(43.7)	(48.5)
상대주가(%p)	(9.8)	(41.5)	(63.4)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	50.5	33.1	19.6
PBR(x)	17.0	5.9	3.5

What's new: 컨센서스에 부합한 실적

2016년 매출액과 순이익은 각각 44.5억 위안(+51.7% YoY), 12.5억 위안(+50.4% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 성장률이 둔화된 것은 중국 CDN 시장이 확대되면서 후발주자들이 진입해 경쟁이 치열해졌기 때문이다. 제품 가격이 크게 하락하며 2011년 이후 꾸준히 상승했던 매출총이익률과 매출액 순이익률이 동반 하락했다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 11.8억 위안(+20.6% YoY), 2.0억 위안(-18.7% YoY)을 기록하며 둔화세가 이어졌다. 작년 이후 경쟁심화가 지속되며 매출총이익률이 하락폭이 확대됐기 때문이다.

Positives: CDN시장의 경쟁 심화 속에 해외로 진출

2월 동사는 12.8억 위안과 0.52억위안을 투자해 한국의 CDN 선도기업인 씨디네트웍스(CDNW)의 지분 97.8%와 러시아의 CDN-VIDEO LLC 지분 70%를 인수했다. 씨디네트웍스는 글로벌 CDN 서비스 기업으로 전 세계 49개 국가의 98개 도시에 200여개의 PoP을 기반으로 글로벌 인프라망을 구축하고 있다. 러시아의 CDN-VIDEO LLC는 CDN서비스 선도기업으로 러시아와 구 소련 연방의 독립 공화국 시장의 40%를 차지하고 있는 업계 1위 기업이다. 이 같이 상반기에만 2개의 해외 기업을 인수하며 해외사업 진출에 박차를 가하고 있다. 중국 내 경쟁이 심화되고 가격이 하락하면서 동사는 해외시장 진출을 통해 성장을 모색하고 있다. 현재 14%인 해외 매출비중을 40~50%까지 높일 계획이다.

Negatives: 규제 리스크 부각, 경쟁 심화 지속

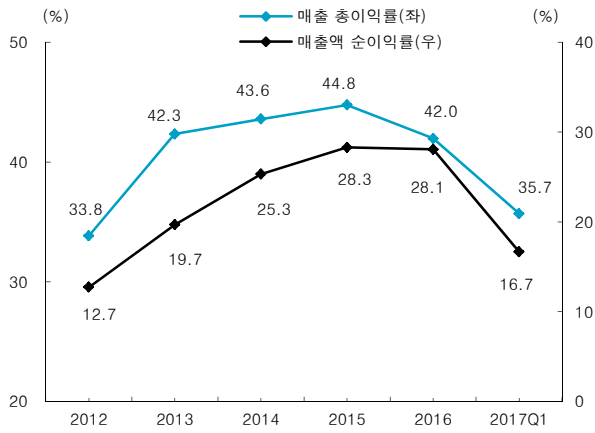
최근 몇 년간 중국의 인터넷 보급률이 크게 상승하고 시장규모도 급격히 확대됐다. 이러한 급격한 성장으로 중국은 온라인 강국이 되었으나, 아직 인터넷과 관련된 명확한 규제와 법규가 미비한 편이다. 따라서 정부가 어떤 규제와 정책을 발표하는가에 따라 실적이 크게 변동할 수 있다. 다만 동사가 적극적인 M&A를 통해 해외매출 비중을 높이고 있고 막대한 R&D 투자로 우수한 기술력을 확보하고 있는 것은 이러한 리스크를 완화해주는 요인이다.

국내 CDN 시장의 경쟁이 심화됨에 따라 2016년 이후 수익성이 하락하고 있다. 향후 추가 후발주자가 시장에 진입하면서 가격 경쟁이 더욱 고조돼 매출총이익률 등의 수익성 지표는 추가적으로 하락할 전망이다. 또 주요 대형 고객사들이 자체 CDN 네트워크 설비를 건설하는 추세를 보임에 따라 수익성이 시장 예상보다 빠르게 하락할 가능성도 있다.

결론: 성장 둔화 지속, 반등하기 어려워

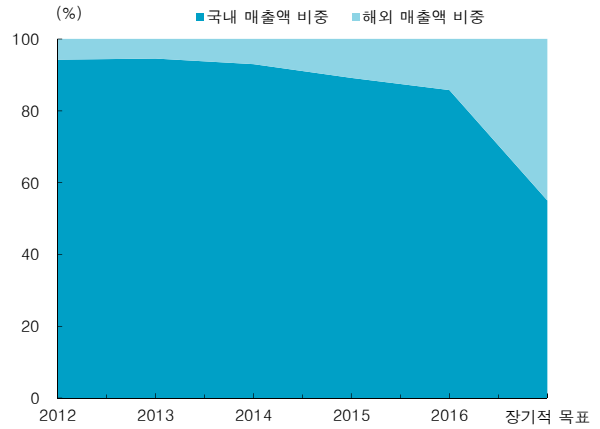
2017년 매출액과 순이익은 각각 62.6억 위안(+40.9% YoY), 16.7억 위안(+33.5% YoY)으로 성장 둔화가 이어질 전망이다. 과거 고성장 기대감으로 급등했던 주가도 성장이 둔화되며 약세를 보이고 있다. 지난 1년간 동사의 주가는 36.1% 하락하며 CSI300을 크게 언더포폼했다. 2017년 예상 PER은 18.0배로 최근 3년 평균인 46.7배 대비 낮다. 다만 해외사업의 성공 여부를 확신하기 어려워 단기적으로 주가는 반등하기 어려워 보인다.

[그림 1] 매출 총이익률과 매출액 순이익률 추이



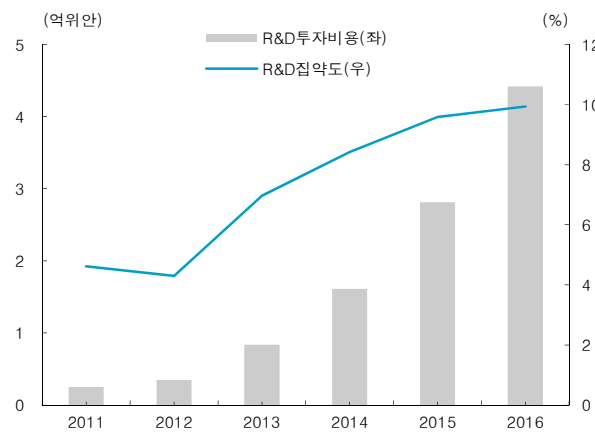
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 지역별 매출비중



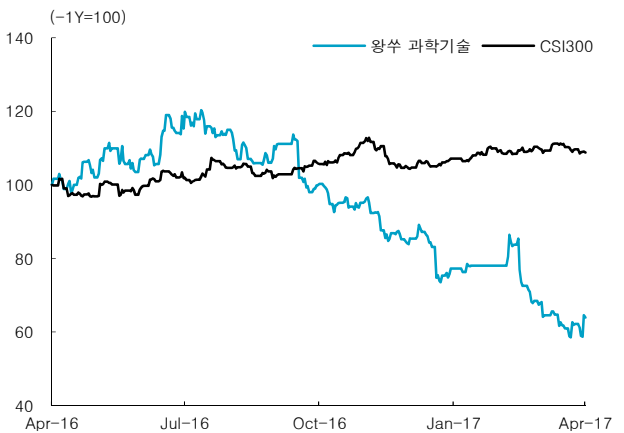
주: 장기적 목표는 5~10년간의 목표임
자료: 천풍증권, 한국투자증권

[그림 3] R&D투자비용과 R&D집약도 추이



주: R&D집약도=R&D투자비용/매출액*100
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 왕쑤과학기술의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	189.7	305.3	465.9	668.5	835.6
영업이익	37.9	72.2	122.0	163.5	180.4
세전이익	43.3	81.4	139.8	199.7	192.5
순이익	38.6	78.5	132.3	188.3	183.8
EBITDA	48.7	88.1	141.6	191.1	211.3
순 차입금	(107.5)	(162.8)	(212.7)	(455.5)	(402.6)
영업이익률(%)	20.0	23.7	26.2	24.5	21.6
ROE(%)	23.6	34.9	40.2	25.5	17.6
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.5	0.8
EPS(달러)	0.02	0.04	0.06	0.08	0.08
(EPS 증가율, %)	128.4	100.8	66.2	28.9	2.1
BPS(달러)	0.09	0.13	0.18	0.44	0.46
DPS(달러)	0.00	0.00	0.01	0.01	0.08
PER(x)	55.4	31.3	50.5	33.1	19.6
PBR(x)	11.7	9.3	17.0	5.9	3.5
EV/EBITDA(x)	42.2	26.3	46.2	31.4	16.5

자료: Bloomberg, 한국투자증권

벽수원(300070.SZ)

중국 환경보호 섹터의 대장주, 오수처리의 절대 강자

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	18.6
시가총액(백만위안)	58,161.2
발행주식수(백만)	3,133.7
52주 최고/최저가(위안)	22.5/14.2
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	814.4
유동주식비율(%)	48.2
주요주주(%) 문건평	22.90
류진국	13.56

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.3)	5.2	23.9
상대주가(%p)	(15.3)	7.3	9.0

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	42.8	29.2	22.5
PBR(x)	4.7	3.5	3.2

What's new: 수주 증가에 따른 호실적 기록

2016년 매출액은 88.9억 위안(+70.5% YoY), 순이익은 18.5억 위안(+35.6% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 날로 심해지는 스모그 등 환경 오염에 대비해 대기와 오수 처리가 강화되는 추세다. 이에 따라 오수처리 선두기업인 동사의 수주가 꾸준히 늘어나고 있다. 2016년 도시의 배수공정 매출은 전년대비 244% 증가했고, 민관협력(PPP) 방식의 오수처리 프로젝트 매출은 18.8%, 정수기 매출은 6.5% 늘었다.

2017년 1분기 매출액은 11.2억 위안(+77.5% YoY), 순이익은 2.3억 위안(+554.3% YoY)으로 컨센서스를 상회했다. 매출총이익률도 25.5%로 전년동기대비 1.8%p 상승했다. 수주가 꾸준히 늘어나는 가운데 홍콩 소재의 자회사 영덕기체(盈德气体)를 매각해 투자수익이 전년동기대비 26배 늘었기 때문이다. 일회성 투자수익을 제외하더라도 1분기 순이익 증가율은 153%에 달한다.

Positives: 수주 꾸준히 증가, 숭안지구 건설의 수혜 예상

중국 지하수의 20%가 오염된 상황에서 수질 개선에 대한 수요는 확대될 수 밖에 없다. 시장이 지속적으로 확대되는 가운데 동사는 오수처리의 선두기업으로 오랜 경험과 노하우를 보유하고 있고 정부와의 관계도 좋아 수주가 꾸준히 늘어나고 있다. 2017년 1분기 신규 EPC와 BOT 수주 규모는 각각 40억 위안, 57억 위안으로 작년 같은 기간의 2억 위안, 48억 위안에 비해 20배, 18.8% 늘었다. 현재 수주 잔고는 EPC 64억 위안, BOT 210억 위안으로 업계 선두를 유지해 향후 안정적인 실적의 밑거름이 되고 있다.

한편 올해 4월에 발표된 중국판 세종시인 숭안지구 건설의 수혜도 예상된다. 아직 숭안지구 건설의 로드맵이 발표되진 않았으나, 현재 언론 보도에 따르면 친환경 테마는 필수적인 것이다. 숭안지구에는 바이양토텐(白洋淀)이라는 인공호수가 있는데 수질오염이 심각한 상태다. 동사가 보유한 멤브레인 기술은 이러한 오염수질을 개선하는데 효과적이어서 향후 적용이 확대될 것으로 예상된다. 또 수도물과 공업용 하수에 대한 수질 기준 강화는 멤브레인 관련 장비의 수요 증가로 이어질 전망이다.

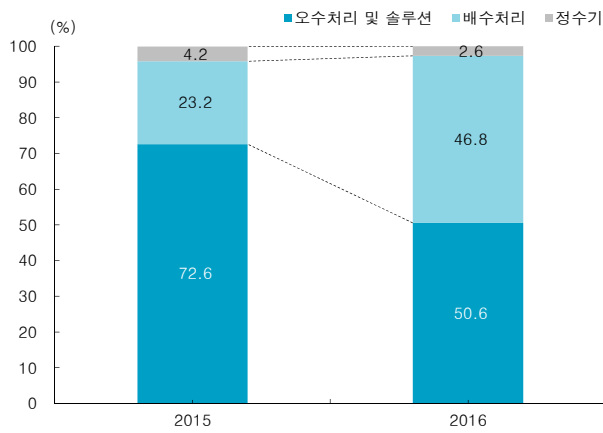
Negatives: 매출채권 증가에 따른 현금흐름 부진

정부와의 프로젝트가 많아지면서 수주가 빠르게 늘고 있으나 2016년 매출채권도 2015년 대비 62% 급증했다. 이에 따라 올해 1분기 영업현금흐름이 부진했는데 사업의 특성과 매출채권의 구조, 현금흐름의 계절성 등을 감안하면 우려할 만한 수준은 아닌 것으로 판단된다.

결론: 시장 확대, 실적 급증으로 밸류에이션 부담 낮아

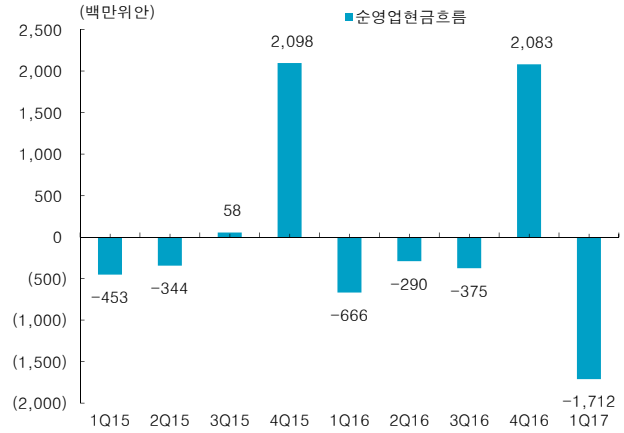
2017년, 2018년 순이익 증가율은 각각 40%, 35%에 달할 전망이다. 중국의 수질 개선 강화 추세는 불가피한 것으로 시장 확대와 함께 선두기업인 동사의 수혜가 예상된다. 특히 MBR 공법 기술은 경쟁사와 차별화 할 수 있는 점이다. 12개월 예상 P/E가 23배이나 실적 전망이 양호해 부담이 크지 않다. 꾸준한 실적에 힘입어 주가의 추가 상승이 예상된다.

[그림 1] 벽수원의 매출 구조



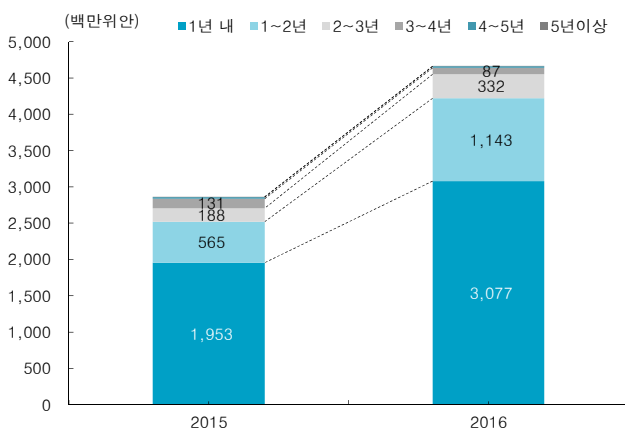
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 2] 벽수원의 순영업현금흐름 추이



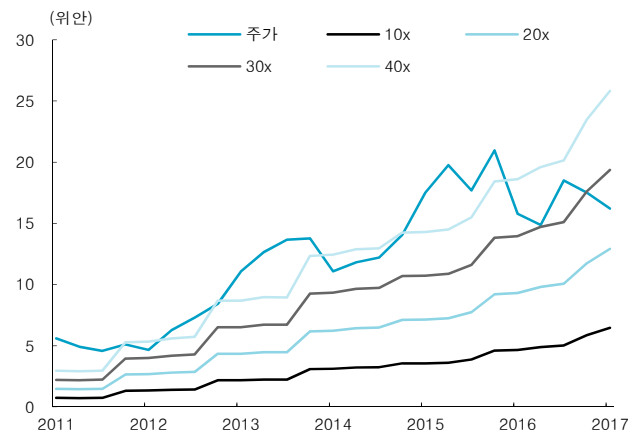
자료: 벽수원, 한국투자증권

[그림 3] 벽수원의 매출채권 구조 변화



자료: 벽수원, 한국투자증권

[그림 4] 벽수원의 주가 및 PER 밴드 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 벽수원의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	496.3	550.4	816.9	1,331.4	1,836.1
영업이익	137.3	153.4	241.5	306.2	464.5
세전이익	169.2	190.7	269.8	336.6	467.0
순이익	132.8	152.7	216.7	277.9	378.3
EBITDA	142.5	161.3	251.3	319.4	496.9
순 차입금	(175.2)	(73.7)	(646.5)	87.2	294.3
영업이익률(%)	27.7	27.9	29.6	23.0	25.3
ROE(%)	18.6	17.1	13.9	12.7	14.5
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.2	0.3	0.5
EPS(달러)	0.05	0.06	0.08	0.09	0.12
(EPS 증가율, %)	44.4	14.4	34.8	15.6	32.8
BPS(달러)	0.31	0.37	0.69	0.72	0.84
DPS(달러)	0.00	0.01	0.01	0.01	0.09
PER(x)	44.5	39.5	42.8	29.2	22.5
PBR(x)	7.5	6.2	4.7	3.5	3.2
EV/EBITDA(x)	40.8	37.6	38.0	26.5	16.3

자료: Bloomberg, 한국투자증권

화책미디어(300133.SZ)

경쟁 심화에 따른 수익성 악화 지속

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	11.0
시가총액(백만위안)	19,160.5
발행주식수(백만)	1,746.6
52주 최고/최저가(위안)	16.8/9.6
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	116.0
유동주식비율(%)	35.4
주요주주(%)	부매성 26.69
	항주 대책투자 유한회사 20.18

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.7	(18.5)	(28.9)
상대주가(%p)	7.7	(16.3)	(43.8)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	62.1	42.0	28.5
PBR(x)	5.5	3.1	2.7

What's new: 컨센서스에 부합한 실적

2016년 매출액과 순이익은 각각 44.4억 위안(+67.3% YoY), 4.8억 위안(+0.6% YoY)을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 매출액이 급증한 것은 IP를 대거 확보하는 SIP전략을 구사하며 외형이 빠르게 성장했기 때문이다. 반면 순이익 증가율이 낮은 것은 드라마, 영화, 예능 등의 마진율이 모두 하락한 가운데 매출 비중이 가장 높은 드라마 사업이 부진했기 때문이다.

2017년 1분기 매출액과 순이익은 각각 4.4억 위안(-11.7% YoY), 1.4억 위안(+23.2% YoY)에 그치며 부진했다. 전반적인 업황 부진으로 매출이 감소하고 판관비도 증가했다. 다만 순이익이 늘어난 것은 1.4억 위안의 유형자산손상차손이 환입되었기 때문이다. 이에 따라 3분기 연속 하락하던 마진율이 일시적으로 상승 전환됐다.

Positives: 방영물 증가와 IP에 기반한 부가수익 확대

2017년 드라마 부문은 5월까지 '성당환야', '절대쌍교', '고독항후' 등 18편의 방영허가를 획득했고, 40편에 달하는 신작을 촬영할 계획이다. 2016년 신규 촬영 작품이 15편임을 감안하면 올해의 신규 촬영 편수는 작년의 2배 이상이다. 편당 수익성이 둔화된 가운데 동사는 향후 방영물 수를 늘려 성장을 꾀하고 있다.

향후에는 기존의 SIP 전략에 X를 추가하는 전략을 펼치며 성장을 추구할 계획이다. SIP+X 전략은 동사가 확보한 대량의 IP에 드라마, 영화, 게임 등을 접목해 제작함은 물론 VR, 테마파크 등 여타 산업들과 연계해 새로운 플랫폼을 구사하는 전략이다. 향후 IP 자원의 빠른 가치 상승과 더불어 부가 수익도 증가할 것으로 기대된다.

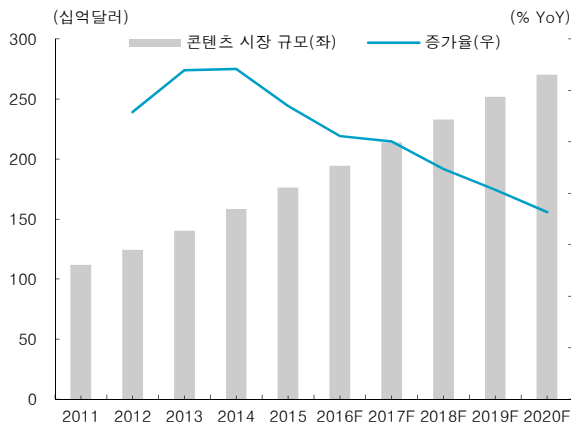
Negatives: 제작비 상승과 정책 불확실성으로 수익성 악화

중장기적으로 중국인들의 소득이 늘어나면서 콘텐츠에 대한 수요는 지속적으로 증가할 전망이다. 그러나 시장이 확대되면서 경쟁이 심화되고 업계의 이익률이 둔화되고 있다. 특히 출연진과 제작진의 인건비 상승으로 전체 제작비용이 늘어나고 있는 점은 부담스럽다. 작년 동사의 매출총이익률이 소폭 상승했으나 이는 일회성 이익에 기인한 현상으로 당분간 매출총이익률 둔화 추세는 불가피할 것으로 예상된다.

결론: 주가는 업황 부진을 반영, 추가 모멘텀 발생에 주목

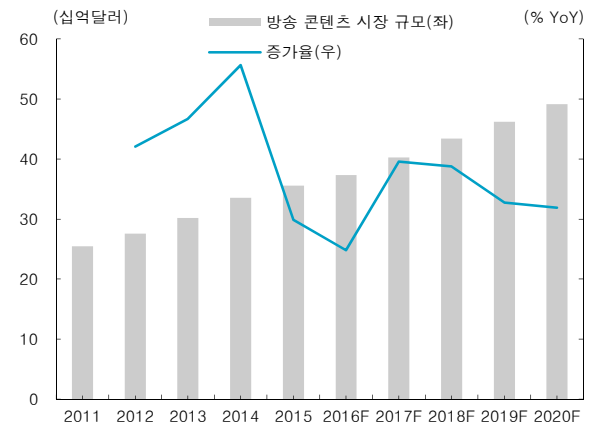
2017년 매출액과 순이익은 각각 53.8억 위안(+21.1% YoY), 6.8억 위안(+42.3% YoY)으로 작년 대비 양호할 전망이다. 업황 둔화와 수익성 하락으로 동사의 주가 역시 지난 1년간 28.9% 하락하며 벤치마크인 CSI300지수를 크게 하회했다. 동사는 한국의 NEW(160550.KS)의 2대 주주로 한국 미디어 시장에 진출했으며, NEW 이외에 CJ E&M, JTBC 등 한국의 주요 미디어 그룹과 전략적 파트너십을 체결해 공동 투자에 나섰는데, THAAD사태로 합작 작품들이 중단된 것도 주가에 부담으로 작용했다. 그 동안의 주가 급락으로 2017년 예상 PER은 28.4배까지 하락해 최근 3년 평균인 59.8배를 크게 하회하고 있다. 실적이 폭발적으로 성장하기는 어려우나, 장기적 관점에서 관심을 확대할 필요가 있다.

[그림 1] 중국 콘텐츠 시장 규모 및 증가율 추이



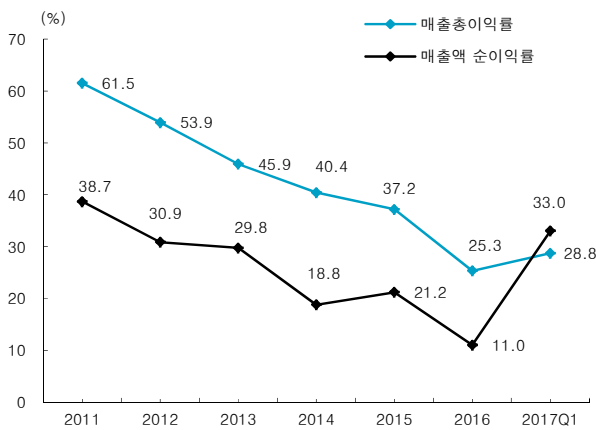
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국투자증권

[그림 2] 중국의 방송 콘텐츠 시장 규모 및 증가율 추이



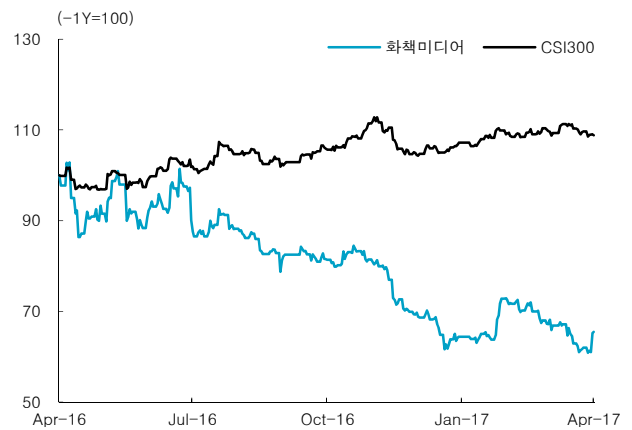
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국투자증권

[그림 3] 마진율과 매출액 순이익률 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 주가 및 CSI300 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 화책미디어의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	148.4	309.1	420.5	666.7	753.4
영업이익	47.1	69.7	80.6	74.8	114.0
세전이익	57.7	84.7	99.1	84.2	110.1
순이익	42.0	63.3	75.7	72.1	93.5
EBITDA	48.3	71.4	82.4	76.5	117.1
순 차입금	(69.1)	13.8	(174.4)	121.3	54.0
영업이익률(%)	31.7	22.5	19.2	11.2	15.1
ROE(%)	15.9	15.3	10.3	7.8	9.2
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.1	0.3	0.4
EPS(달러)	0.03	0.04	0.05	0.04	0.06
(EPS 증가율, %)	20.5	37.5	13.9	(14.8)	37.7
BPS(달러)	0.21	0.35	0.52	0.53	0.58
DPS(달러)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04
PER(x)	70.9	40.5	62.1	42.0	28.5
PBR(x)	10.5	4.9	5.5	3.1	2.7
EV/EBITDA(x)	61.1	37.2	60.7	40.9	25.7

자료: Bloomberg, 한국투자증권

바이헬스(300146.SZ)

실적 턱어라운드, 단 고성장에 대한 눈높이 조절 필요

Stock Data

CSI 300지수(5/26,p)	3,480.4
주가(5/26, 위안)	11.6
시가총액(백만위안)	17,041.0
발행주식수(백만)	1,470.3
52주 최고/최저가(위안)	14.2/10.4
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	96.1
유동주식비율(%)	39.1
주요주주(%)	량윤초 48.33
	중대 신봉가 무역유한회사 1.92

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.6	(9.8)	(12.2)
상대주가(%p)	8.6	(7.7)	(27.2)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	43.3	32.3	24.6
PBR(x)	6.1	3.7	3.5

What's new: 2016년 실적은 컨센서스 하회, 올해 1분기에는 반등

2016년 매출액과 순이익은 각각 23.1억 위안(+1.9% YoY), 5.35억 위안(-15.8% YoY)을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 건강기능식품 시장의 업황이 부진한 가운데 주력 제품인 관절기능제 켈리웨(健力多, KEYLID)의 매출이 30% 이상 감소했고, 원재료의 해외 소싱 비중이 늘어나 원가가 상승했으며, 마케팅 비용이 늘었기 때문이다. 특히 작년 4분기에 제품 가격을 평균 10% 인상하면서 판매량이 크게 줄었다.

올해 1분기 매출액과 순이익은 각각 7.4억 위안(+12.2%, YoY), 2.8억 위안(+25.95% YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 작년 가격 인상으로 주문이 3분기에 급증하고 4분기에는 부진한 악순환을 거쳐 올해 1분기에 정상화 되었기 때문이다. 한편 효율적인 비용 통제로 판매와 관리비가 전년동기대비 각각 18.4%, 3% 감소해 순이익률도 개선됐다.

Positives: 온라인 판매와 글로벌 1위 업체와의 합작은 탑라인 성장에 긍정적

2016년 온라인을 통한 매출 비중은 12~13%이고, 특히 주력상품의 온라인 매출 비중은 14.8%에 달한다. 온라인 판매에 강한 중국인들의 소비 패턴에 대비해 동사는 2017년 주력제품의 온라인 매출 비중을 20%까지 높일 것을 목표를 제시했다. 또한 여성을 위한 크랜베리 등 온라인 전용 상품을 출시해 온라인 시장에서의 매출 성장을 노리고 있다. 온라인 판매 비중 확대는 매출 뿐만 아니라 특정 상품에 대한 의존도를 낮추는 긍정적인 효과가 있다.

한편 동사가 세계 보건의식품 1위 기업인 NBTY와 공동 투자해 설립한 합자법인 건지보(健之寶)가 작년 말부터 정식 운영되고 있다. 이에 따라 NBTY 산하의 인기 브랜드인 Natrue's Bounty와 MET-Rx의 제품의 중국내 매출이 합자회사의 매출로 연결될 것이다.

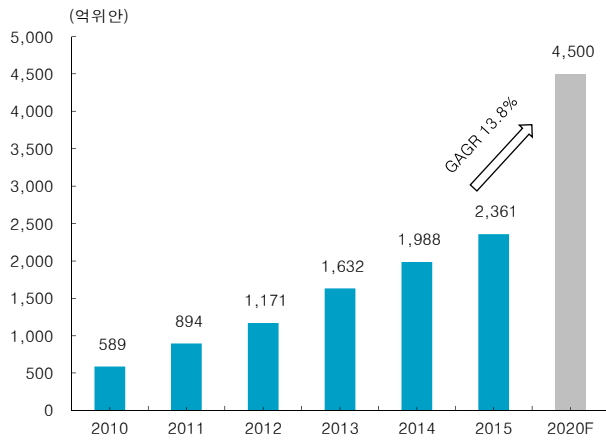
Negatives: 보건의식품의 고성장세 둔화

국가통계국이 발표한 2015년 중국 보건의식품의 시장규모는 2,361억 위안으로, 2020년에는 시장 규모가 4,500억 위안에 달하며 연평균 13.8% 성장할 것으로 전망된다. 이는 지난 5년간 연간 30% 이상 성장한 것에 비해 크게 둔화된 것이다. 다만 글로벌 컨설팅 기업인 롤랜드 버저의 보고서에 따르면 중국의 1인당 가처분 소득 대비 건강기능 식품 지출 비중은 1.3%로 미국(5.3%) 등 여타 국가 대비 낮아 향후 추가 성장 공간은 있다고 판단된다.

결론: 실적 턱어라운드의 시작, 다만 산업 성장 둔화로 눈높이 조정 필요

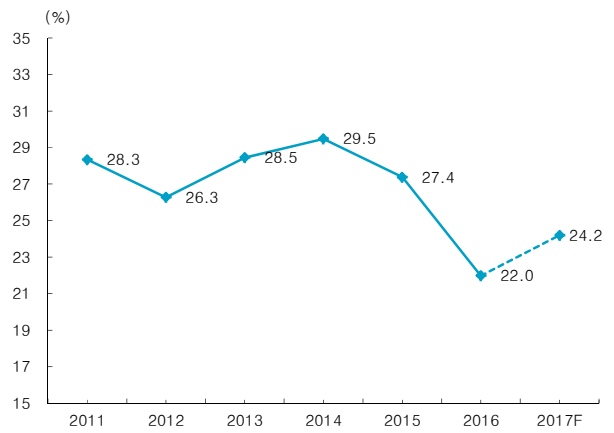
2016년 다소 실망스러웠던 실적은 올해 1분기에 턱어라운드했다. 2017년 순이익이 전년 대비 23% 늘어나며 2016년 순이익 감소율 16%에 비해 크게 개선될 전망이다. 2016년 크게 하락했던 매출액 순이익률이 올해 1분기에는 비용 통제 속에서 대폭 상승했고, 연간으로도 24.2%로 전년대비 2.2%p 상승할 것으로 추정된다. 그 동안의 주가 급락과 실적 턱어라운드에 대한 기대감으로 주가는 바닥에서 반등하는 조짐이며 2017년 예상 PER도 24 배로 크게 부담스럽지 않다. 다만 업황이 과거의 고성장에서 중고속 성장으로 둔화되고 있다는 점은 염두에 둘 필요가 있다.

[그림 1] 중국 건강기능식품 시장규모 추이



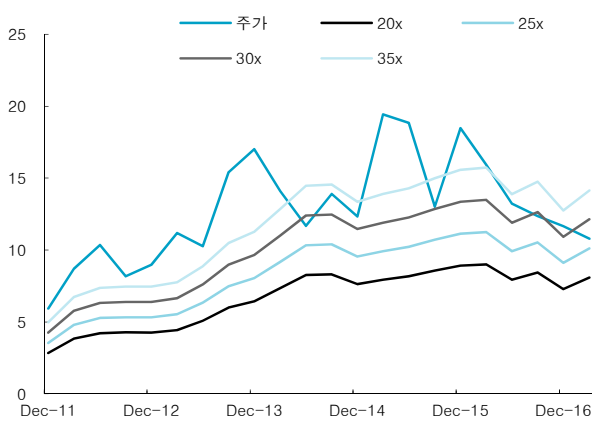
주: 2020년 시장규모는 정부 정책에 따른 추정치
 자료: 국가통계국, 동방증권, 한국투자증권

[그림 2] 바이헬스의 매출액 순이익률 추이



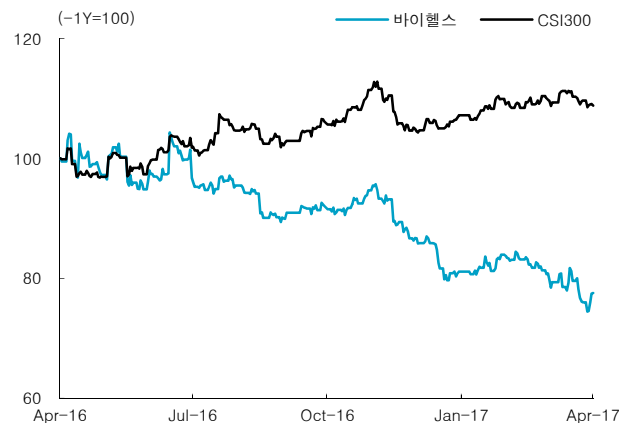
주: 2017년 추정치는 2017.5.15 Wind 기준, 매출액 순이익률 = 순이익/매출액*100
 자료: 바이헬스, 한국투자증권

[그림 3] PER 밴드



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 동사 주가와 CSI300지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 바이헬스의 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	238.1	273.2	356.3	342.0	393.4
영업이익	76.2	82.8	101.5	83.4	102.9
세전이익	81.9	96.1	117.8	98.4	113.0
순이익	68.6	81.6	101.1	80.6	92.3
EBITDA	82.2	89.9	110.9	95.1	110.2
순 차입금	(248.7)	(247.6)	(411.8)	(383.4)	-
영업이익률(%)	32.0	30.3	28.5	24.4	26.1
ROE(%)	20.3	21.5	18.1	11.6	13.0
배당수익률(%)	1.4	1.9	1.6	2.2	3.0
EPS(달러)	0.05	0.06	0.07	0.06	0.07
(EPS 증가율, %)	51.2	19.1	13.3	(21.3)	23.8
BPS(달러)	0.28	0.30	0.48	0.46	0.49
DPS(달러)	0.04	0.04	0.05	0.04	0.35
PER(x)	56.5	33.8	43.3	32.3	24.6
PBR(x)	10.7	7.0	6.1	3.7	3.5
EV/EBITDA(x)	44.4	28.1	36.4	23.4	19.6

자료: Bloomberg, 한국투자증권

인민재산보험(2328.HK)

실적 턱어라운드, 저평가 매력 부각

Stock Data

홍콩H지수(5/26,p)	10,579.7
주가(5/26, HKD)	13.0
시가총액(백만HKD)	193,067.2
발행주식수(백만)	4,599.5
52주 최고/최저가(HKD)	14.2/11.4
일평균거래대금(6개월, 백만HKD)	386.1
유동주식비율(%)	100.0
주요주주(%) JP모건	7.89
BLACK ROCK	6.11

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.0	(1.1)	(2.7)
상대주가(%p)	1.5	(6.5)	(17.5)

Valuation

	2015	2016	2017F
PER(x)	8.8	8.9	8.3
PBR(x)	1.8	1.3	1.3

What's new: 컨센서스를 하회한 실적

2016년 순이익은 180억 위안으로 전년동기대비 18% 감소하며 컨센서스를 하회했다. 2016년 자동차 판매가 두 자릿수 성장했음에도 불구하고 합산비율이 98.1%로 2015년 대비 1.6%p 상승하며 이익 감소 요인으로 작용했다.

2017년 1분기 순이익은 46억 위안으로 전년동기대비 9% 증가하며 컨센서스에 부합했다. 수입보험료가 885억 위안으로 전년동기대비 8.7% 증가했고, 투자수익이 늘어났던 게 실적 개선에 기여했다. 합산비율도 96.2%로 크게 하락했다.

Positives: 2017년 합산비율 소폭 하락할 전망

2017년 손보사 합산비율은 2016년에 비해 소폭 하락할 전망이다. 1분기 합산비율이 96.2%로 크게 하락한 가운데 향후 재난 발생률 하락, 작년 수준의 비용률 등으로 연간 합산비율은 97%로 예상된다. 또한 2016년 7월 1일부터 상업자동차 보험료 시장에 대한 규제가 완화돼 기존의 1가격 1요율 규제에서 벗어나 모델, 형식, 사고 및 도난실적 등 다양한 데이터를 기초로 보험사들이 정교하게 보험요율을 설정할 수 있게 되었다. 이 제도에 따라 오랜 업력을 갖춘 동사의 언더라이팅 능력이 부각될 전망이다.

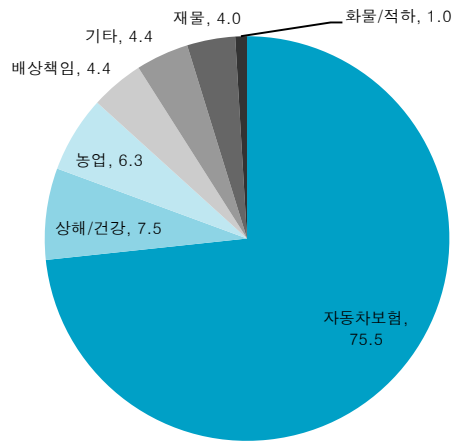
Negatives: 경쟁 심화, 자동차 판매 둔화 예상

동사의 보험수입료 증가율이 둔화되고 있다. 2016년 수입보험료는 3,100억 위안으로 전년 동기대비 10.5% 증가하는데 그치며 2013년 이후 성장둔화 추세가 지속됐다. 2016년 자동차 판매가 늘었지만 평안손해보험을 중심으로 경쟁사들이 빠르게 성장하면서 경쟁이 심화됐다. 2017년 자동차 판매량은 취득세율 인상으로 성장세가 둔화될 전망이다. 경쟁 심화와 자동차시장의 성장 둔화는 실적에 마이너스 요인이다. 한편 구조적인 변화로 마진율이 높았던 농업보험, 재해보험 시장의 성장률이 둔화되는 것도 부담이 될 것이다.

결론: 실적 턱어라운드, 낮은 밸류에이션으로 숏커버링 예상

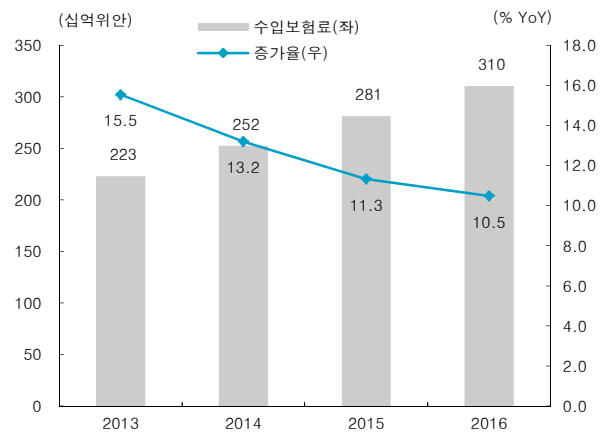
2017년, 2018년 순이익은 전년대비 각각 12.5%, 8.4% 증가하며 2016년에 비해 개선될 전망이다. 합산비율 하락이 실적을 견인할 가능성이 높다. 2017년 예상 PBR는 1.3배, ROE는 15%로 동종 손보 업체에 비해 저평가되었다. 경쟁사들의 빠른 성장이 중장기적으로 수익성을 위협할 것이나, 단기적으로는 실적 개선, 자동차보험시장 선두기업으로서의 밸류에이션 매력으로 주가가 반등할 가능성이 높다.

[그림 1] 인민재산보험의 수입보험료 항목별 비중 (2016년)



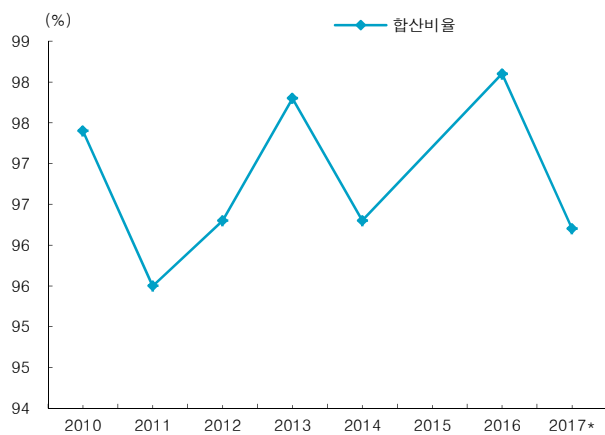
자료: 인민재산보험, 한국투자증권

[그림 2] 인민재산보험의 수입보험료 및 증가율 추이



자료: 인민재산보험, 한국투자증권

[그림 3] 인민재산보험의 합산비율 추이



자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 인민재산보험의 주가 및 홍콩H지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 인민재산보험의 손익계산서

(단위: 백만달러)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
영업수익	36,910.7	40,771.9	43,487.7	44,879.3	49,926.4
원수보험료	36,824.8	40,672.3	43,381.5	44,769.7	49,804.4
경과보험료	30,143.8	34,025.7	37,663.3	38,885.2	44,377.1
투자수익	1,641.2	1,956.3	2,197.3	2,168.7	2,558.8
영업비용	34,691.5	37,639.3	39,144.4	41,649.1	46,336.0
지급보험금	19,964.5	21,905.1	23,626.5	24,712.7	-
신계약비	5,686.6	6,735.7	8,355.3	9,057.8	-
판관비	3,508.5	1,261.8	1,157.2	1,061.4	-
기타비용	5,531.9	7,736.7	6,005.5	6,817.2	-
세전이익	2,219.2	3,132.5	4,343.3	3,230.2	3,674.8
법인세	475.7	697.0	978.8	637.4	716.0
당기순이익	1,743.4	2,435.5	3,364.4	2,592.9	2,958.8
지배주주귀속순이익	1,743.4	2,435.5	3,364.4	2,592.7	2,958.7

자료: 인민재산보험, Factset, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.