

윤향진 3276-6280
hj.yun@truefriend.com

최설화 3276-6274
emily.cui@truefriend.com

[홍콩종목 소개-시노펙(0386)]

시노펙, 새로운 장기 성장동력을 찾아

- 혼합소유제 도입과 비유류사업 성장성, 셰일가스 상업화, 정제유 마진 개선 등이 호재
- 국제유가 하락, 화학 업황의 장기부진 등은 리스크 요인
- 1분기 실적 저조하나 호재요인, 낮은 밸류에이션, 높은 배당수익율로 투자기회 제공

중국 최대, 석유화학업계 수위의 국영 대기업, 수직계열의 사업모델 구축

시노펙(中国石油化工股份有限公司, 약칭 中国石化; 386.HK/600028.SH)은 석유화학산업의 수직 계열화를 갖춘 초대형 국유 상장기업이다. 동사는 매출액 기준 중국 최대 기업이다 (2013년 합병매출액 2,88조위안). 동사는 A/H 동시 상장기업으로 CSI300, 홍콩H 등 주요 지수에 편입돼 있다. 2000년 2월에 모기업인 중국석유화학집단(中国石油化工集团公司; SINOPEC그룹)에서 분리 독립했고 2000년 10에 홍콩 및 뉴욕에, 2001년 6월에 상해거래소에 상장됐다. 올해 6월말 현재 중앙국유기업인 SINOPEC그룹(국무원 국유자산관리감독위원회 100% 지분 보유)이 73.4%의 지분을 보유하고 있다. 8월 현재 시가총액은 6,334억위안이다.

동사의 주요 사업분야는 1)석유 및 천연가스의 탐사개발/채굴/운송(E&P), 2)석유정제, 3)가공유 유통판매(주유소), 4)석유화학 소재/중간재 및 화섬의 생산/판매, 5)기술개발 및 수출입 대행 등이다. 동사는 가공유 판매 및 화학원료 공급 분야에서 중국내 1위며, 원유/천연가스 채굴분야에서는 페트로차이나(中国石油天然气股份有限公司)에 이어 2위를 차지하고 있다.

E&P와 화학사업은 주로 국제 유가나 산업 경기에 영향을 받는다. 석유정제 사업은 2013년 3월에 중국 정부가 정제유 가격 결정시스템의 시장화 개혁을 단행하면서 수익성이 개선되고 있다. 주유소 사업에서는 2014년 2월에 사업부문의 '혼합소유제' 개혁을 발표해 민간자본을 유치하는 구조조정을 시작했다.

한편 동사는 2008년부터 셰일가스 개발을 시작했다. 지금까지 30억 위안 이상을 투자해 산둥, 허난, 후베이, 쓰촨, 구이저우, 충칭 등지에서 40개 이상의 셰일유 및 셰일가스정을 개발했다. 특히 지난 3월엔 충칭(重慶)직할시의 Fu Ling(涪陵)지역에서 2017년까지 연산 100억 m³의 중국 최대 셰일가스 채굴기지를 건설해 상업화에 나서겠다고 발표했다.

<표1> 시노펙의 주요 사업부문의 매출액 비중 추이

구분	2013	2012	2011	2010	2009
E&P	3%	3%	3%	3%	3%
석유정제	7%	7%	8%	9%	7%
가공유 유통판매	52%	52%	54%	54%	58%
화학공업	13%	13%	15%	15%	15%
기타	25%	24%	21%	19%	17%
매출액 비중 합계	100%	100%	100%	100%	100%

자료: 시노펙 연차보고서, 한국투자증권

〈표2〉 시노펙의 주요 사업부문별 순이익 비중 추이

구분	2013	2012	2011	2010	2009
E&P	57%	71%	68%	45%	26%
정유	9%	-12%	-34%	15%	30%
유통판매	36%	43%	42%	29%	33%
화학공업	1%	1%	25%	14%	15%
기타 및 조정	-3%	-3%	-1%	-3%	-4%
이익 비중 합계	100%	100%	100%	100%	100%

자료: 시노펙 연차보고서, 한국투자증권

포인트 1: 주유소 부문에 혼합소유제 도입, 비유류 사업비중 확대로 새 성장동력 등장

동사는 전국에 3.1만개의 주유소를 보유하고 있다. 이는 중국 전체 주유소의 33%로 최대며, 세계 2위 규모다. 2013년 동사의 가공유 판매액은 1.5조 위안(동사 매출총액의 52%)이고, 판매량은 1.65억톤으로 시장점유율 60% 수준이다. 동사의 주유소카드 소지 고객은 8천만명 이고 하루에 2천만명의 고객이 방문하고 있다.

동사의 이사회는 올해 2월 19일에 〈판매사업부문 구조조정, 민간자본 유치의 혼합소유제 경영 실시방안〉을 통과시켰다. 자산 및 부채 심사를 진행한 후 민간자본의 지분보유 비율을 최대 30%까지 늘린다는 내용이다. 이는 작년 11월 중국 공산당 제18기 3중전회에서 결정된 ‘국유기업 개혁’에 따른 것으로 국유기업 가운데 첫 혼합소유제 채택이다. 동사는 6월엔 민간 자본 유치 일정을 발표했다. 향후 가공유 유통판매 부문에 민간자본을 참여시켜 사업 구조조정과 관리효율 제고, 판매 브랜드 및 유통망 개선, 자산가치 재평가, 채무부담 감소 및 투자 능력 향상을 꾀할 것으로 보인다.

특히 동사는 판매사업부문을 종합 유통서비스 제공 및 생활 거점으로 육성한다는 목표를 가지고 있다. 현재 동사는 주유소 내에 2.3만개의 편의점 ‘Easy Joy(易捷)’를 운영하고 있다. 해외 사례를 볼 때 주유소의 비유류 판매액은 연평균 50~200만달러로 주유소 총매출의 10~30%를 차지한다. 그러나 Easy Joy 등을 통한 동사의 비유류 매출액은 2013년 133억 위안(매출비중 0.9%), 주유소당 매출액 9만 달러에 불과했다. 이는 중국 일반 편의점 평균 매출액의 1/4에 미치지 못하는 실적이다. 현재 동사의 비유류 판매품은 주로 담배(44%), 식품(15%), 음료(13%) 등인데 앞으로 자동차 용품, 자동차 금융 등의 서비스로 확대될 것이다. 혼합소유제를 계기로 비유류 사업부문이 높은 성장세를 보일 전망이다.

혼합소유제 채택을 통한 유통사업 부문 성장 가능성은 증시에서 긍정적 평가를 받고 있다. 올해 초만 해도 동사의 주가는 주당순자산가치(BPS)에도 미치지 못했지만 지난 2월 이사회 결정 이후 주가가 상승세를 유지하고 있다.

[참고] 중국 국유기업개혁과 혼합소유제(混合所有制)

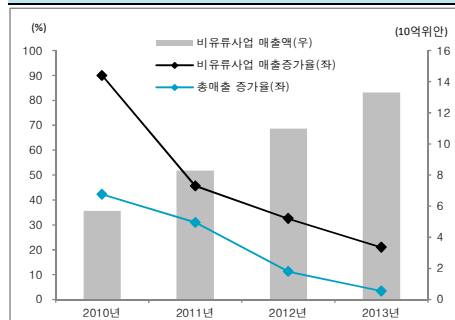
중국경제는 사실상 국유체제로 운영되고 있다. 개혁개방 이후 상당수의 국유기업들이 ‘회사제’를 채택하고 주식형 회사로 전환돼 외형적으로는 개혁이 실현됐다. 그러나 여전히 국가자본의 비중이 높아 실체론 국가자본 독점구조가 유지되고 있다. 국무원 국유자산관리감독위원회가 관리하고 있는 113개 중앙국유기업(央企)을 비롯해 국유기업 및 사회사의 비중은 중국 경제에서 절대적이다. 본토 증시 시가총액에서 국유기업이 차지하는 비중은 60%이며 자산과 매출 비중 역시 60%에 이른다. 또 전체 증시에서 중앙국유기업의 이윤은 70%에 육박하는 비중이다.

새로 출범한 제 5세대 지도부는 2013년 11월 18기 3중전회에서 민생보장과 시장기능 활성화를 위한 핵심과제 중 하나로 국유기업 개혁을 결정했다. 국유기업 개혁은 국유기업에 시장화 메커니즘을 도입

해 경영효율성을 높이고 국유기업에 편중된 불균형을 해소하는 방향으로 전개될 것이며 혼합 소유제, 관리층의 주식 인센티브제 등의 방식을 펼 것이다.

혼합소유제는 국유기업에 편중된 불균형을 해소하고 경영효율 제고와 민간경제 활성화를 위해 민간 보유지분 확대, 국유기업 독점사업 분야의 민간 개방 등을 골자로 한다. 2013년 3월 양회(两会)를 앞두고 중국 정부는 대표적 국유기업인 시노펙의 혼합소유제 도입을 확정해 개혁 추진 가속화 의지를 대외에 알렸다. 중국 산업계는 국유기업 혼합소유제가 민간 경제 활성화에 직접적인 도움을 줄 것으로 기대하고 있으며 앞으로 많은 분야가 민영기업에 개방될 것으로 기대하고 있다.

[그림1] 시노펙 비유류사업 매출 및 증가율 추이 [그림2] 시노펙 Easy Joy(易捷) 편의점 전경



자료: 시노펙, 한국투자증권



자료: 시노펙, 한국투자증권

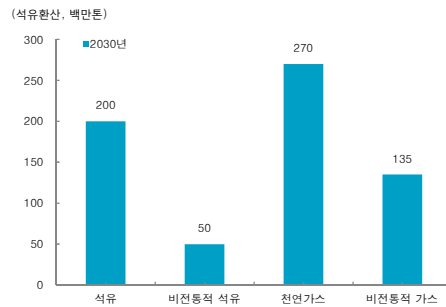
포인트 2: 중국 천연가스 소비량 지속 증가의 수혜, 푸링(涪陵) 세일가스전 상업화 가속

동사는 2017년까지 충칭 '푸링(涪陵)' 세일가스 시범구에 연간 생산규모 100 억㎥의 중국 최대 세일가스전을 건설할 계획이라고 공식 발표(2014년 3월)했다. 푸링 시범구의 매장량은 2.1 조㎥로 추정되는데 2012년 2월 시추 작업이 시작돼 그 해 11월에 상업생산 가능성이 확인됐다. 작년엔 연간 1.35 억㎥의 세일 가스를 생산해 중국 전체 생산량 1.5 억㎥의 90%를 차지했다. 올해는 10 억㎥을 생산할 것이며 연간 생산능력은 2014년 말 18 억㎥, 2015년말 50 억㎥으로 확대될 전망이다.

중국의 천연가스 소비량은 2013년 1,690억㎥이며, 소비량의 30% 가량을 수입했다. 환경규제 강화로 천연가스 사용량이 계속 증가할 것이며, 중국 정부는 천연가스 대외 의존도를 낮추기 위해 세일가스 개발에 대한 투자를 더욱 확대할 것이다. 중국정부의 '12.5규획(2011~2015년)'에 따르면, 중국 전체의 세일가스 연간 생산목표는 2015년 65억㎥, 2020년 600~1,000억㎥이다. 중국은 세일가스 매장량이 많지만 복잡한 지질조건으로 생산목표 실현 가능성에 대해 의문이 제기돼 왔는데, 시노펙의 '푸링(涪陵) 프로젝트'는 중국의 세일가스 산업이 상업화 단계로 본격 진입하는 계기가 될 것이다. 중국 세일가스 생산의 대부분을 담당하고 있는 동사는 중국 정부의 신에너지 정책에 최대 수혜가 예상된다.

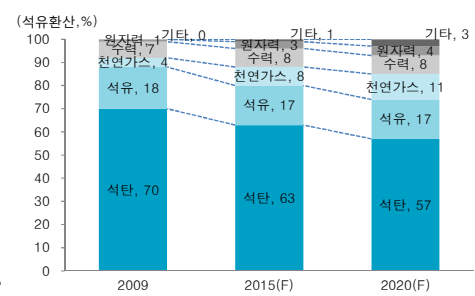
한편 세일가스 채굴비용은 일반 가스보다 높은 데 반해 투자수익률은 일반 가스전과 비슷한 수준이다. 2015년에 연산 50억㎥ 규모의 세일가스 시범구를 건설하려면 올해와 내년에 총 250억위안이 투입돼야 할 것으로 추산된다. 동사는 세일가스전 시추비용을 작년보다 20%가량 줄였으며 내년엔 50%까지 낮출 계획이다. 세일가스 생산이 본격화될 경우 규모의 경제가 작용하면서 투자지출 부담이 점차 줄어들 것으로 예상된다.

[그림3] 2030년 중국 에너지 생산 추정량



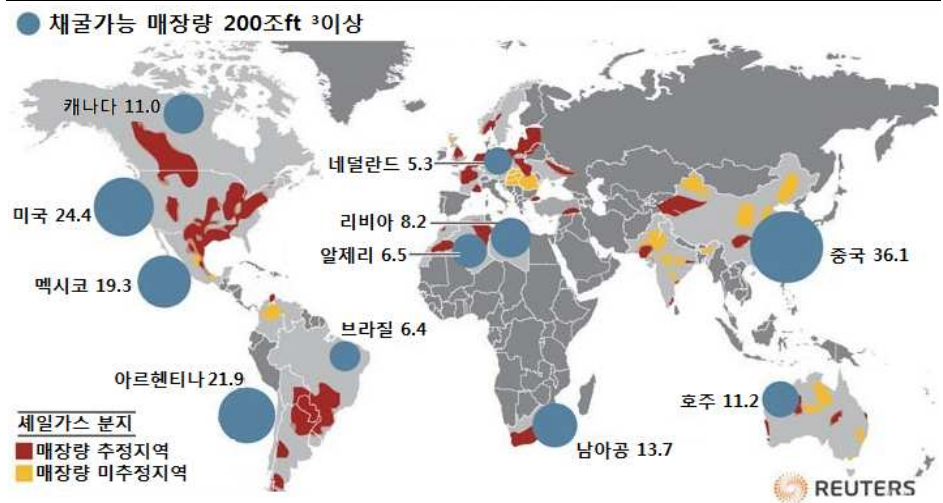
자료: 중국국토자원부, 한국투자증권

[그림4] 중국의 1차 에너지 소비비중 추이



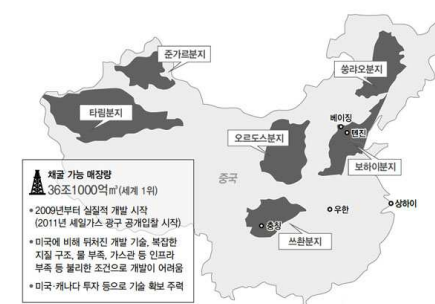
자료: 중국정부, 한국투자증권

[그림5] 세계 주요 셰일가스 분지 및 매장량 현황



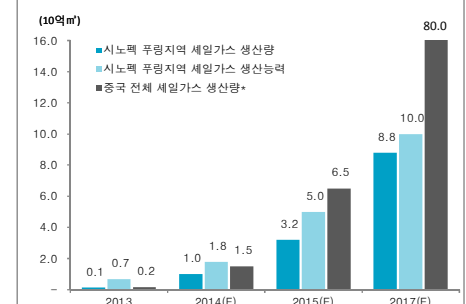
자료: EIA, BP, 로이터, 한국투자증권

[그림6] 중국 주요 셰일가스 매장지역



자료: 중국발전개혁위원회, EIA(한겨레신문 재인용)

[그림7] 중국 전체 및 푸링지역 셰일가스 생산량



주: 2017년 중국전체 목표는 2020년 600~1000평방미터(12.5규획 목표) 기준

자료: 중국발전개혁위원회, 시노펙, 한국투자증권

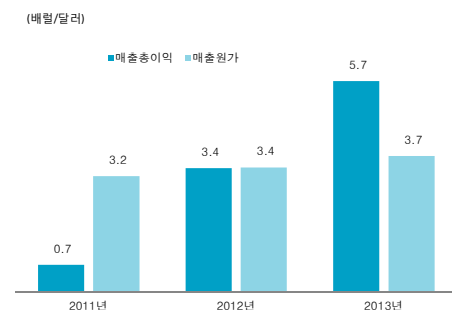
포인트 3: 유류가격결정시스템 개혁 및 가공유 품질규제 강화로 석유정제 수익성 제고

2013 년 매출은 2 조 8,800 억 위안으로 전년대비 3.4%, 순이익은 671.8 억위안으로 전년대비 3.5% 늘었다. 2012 년엔 순이익이 635.0 억위안으로 전년대비 11.4%나 감소했던 것에 비해 큰 폭 개선이다. 실적 호전의 최대 요인은 정유사업부문의 수익성 개선이다.

2013 년 3 월 중국발전개혁위원회가 정제유 가격 결정시스템의 시장화 개혁을 단행했다. 이전엔 글로벌 3 대 원유가격의 22 일 이동평균 변화율이 상하 4%를 초과할 때만 중국 내수 가격을 조정했다. 그러나 개혁 이후엔 가격 조정기간이 10 일로 단축됐다. 중국 정부가 내수 가격 안정을 위해 유류가격을 국제가격보다 낮게 통제하고 있는데, 국내외 가격 차이를 조정하는 기간이 짧아짐에 따라 국제 원유가격의 변화를 좀 더 신속하게 반영할 수 있게 돼 가격 전가가 용이해진 것이다.

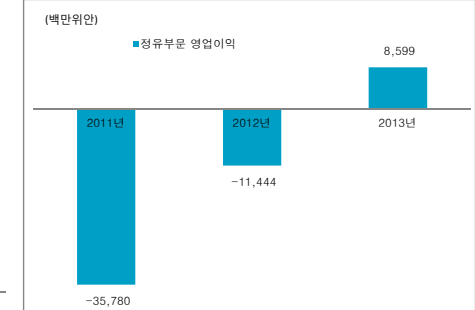
또 중국 정부는 환경을 보호하기 위해 가공유 품질을 높여 나가고 있다. 현재 중국에서는 휘발유 등의 정제유 품질 표준이 전국적으로 통일돼 있지 않다. 현재 전국의 정제유 표준은 ‘국 3’ 등급이지만 베이징은 독자적으로 유황함유량이 10ppm 이하인 ‘베이징 5’ 표준을 채택했으며, 상하이 등의 일부 대도시에선 이미 4 등급 가공유가 사용되고 있다. 전국 단위로는 2015 년부터 ‘국(国)4’ 표준이 적용되고, 2018 년 이후엔 ‘국 5’ 표준의 정제유가 전면 보급될 예정이다. ‘국 4’ 표준의 휘발유는 유황함유량이 50ppm 이하로 ‘국 3’등급보다 100ppm 낮다. ‘국 4’ 표준의 가솔린 및 디젤유 가격은 기존의 ‘국 3’ 표준에 비해 각각 톤당 300~400 위안 비싸기 때문에 동사를 비롯한 정유기업의 수익성 제고에 기여할 것으로 기대된다.

[그림8] 시노펙 정유부문 마진 및 원가 추이



자료: 시노펙, 한국투자증권

[그림9] 시노펙 정유부문 영업이익 추이



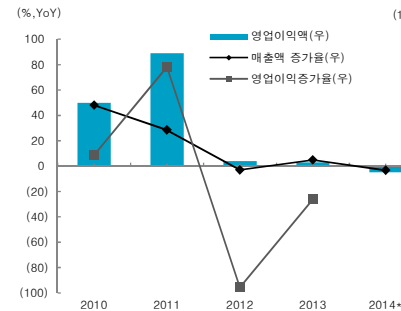
자료: 시노펙, 한국투자증권

리스크: 국제유가 변동성 확대, 화학 업황 부진 장기화

동사의 올해 1 분기 매출과 순이익은 전년동기비 8% 및 15% 감소했는데 주로 원유가격 하락과 생산원가 상승, 업황 부진에 따른 화학사업부문 적자에 기인한다.

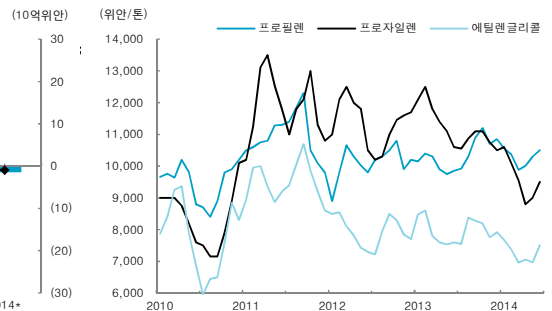
올해 1 분기 원유 생산량은 1,25 만 톤으로 전년 동기대비 8.6% 늘었으나 평균 판매가격이 107.5 달러/배럴로 전년 동기대비 5 달러 하락해 E&P 사업의 매출과 영업이익은 5% 및 19% 감소했다. 동사 총매출의 13%(2013 년 기준) 비중을 차지하는 화학 사업부문은 경기하강으로 부문 매출이 3.3% 감소했고, 영업이익도 적자를 기록했다. 최근 경기가 회복 조짐을 보이고 있어 화학산업 경기가 단기적으로 반짝 회복될 가능성이 있지만 구조조정이 느리게 진행되고 있어 화학 소재 및 제품의 수급 불균형이 쉽게 해소되기는 어려워 보인다.

[그림10] 시노펙 화학부문 실적 추이*



주: 2014년은 1분기 실적 기준
자료: 시노펙, 한국투자증권

[그림11] 중국 주요 화학제품 가격 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

성장모멘텀, 밸류에이션 저평가, 높은 배당수익률로 투자 기회 제공

동사의 주가는 8월 1일 현재 7.54홍콩달러로 작년말 대비 19.1%, 최근 1년간 39.0% 상승했다. 같은 기간에 홍콩H지수가 1.5%, 17.9% 상승한 것에 비해 강세다. 12개월 예상 PER은 10.6배(상해상장 600028 SH, 9.2배)로 홍콩H지수 7.6배(상해종합지수 8.7배)보다 높지만 동종 업계의 페트로차이나 11.4배, 곤륜에너지 15.4배보다 낮아 밸류에이션 부담이 작다.

또 홍콩상장 동사 주식의 배당성향은 42%이며 H주 배당수익률은 4.8%이다. 혼합소유제 실시시대, 셰일가스 개발 가속, 정제유 부문 실적 개선 등의 호재를 고려할 때 동사 주가의 강세 모멘텀은 유지될 것으로 보인다.

[표3] 시노펙(00386.HK) 종목 정보

상장증시	홍콩연합거래소
주가(8/1)	7.54HKD
시가총액	1936억HKD
발행주식수	116.7십억주
52주 최고/최저가	7.65 HKD/5.59HKD
주요 주주	시노펙그룹
최근1년간 절대/상대수익률*	+30.0%/+17.0%p

주: 홍콩H지수 기준
자료: Wind, 한국투자증권

[그림12] 최근 1년간 주가흐름 추이



자료: 블룸버그, 한국투자증권