

최설화 3276-6274
emily.cui@truefriend.com

윤향진 3276-6280
hj.yun@truefriend.com

[홍콩 주요 거래종목 소개]

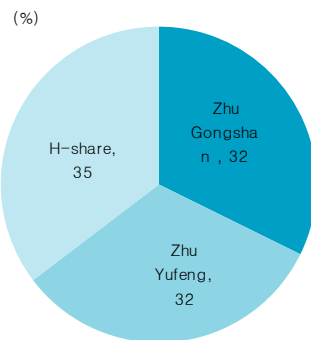
GCL Poly, 겨울이 가고 봄이 온다

- 폴리실리콘 생산부터 후방산업까지 수직계열화를 통해 글로벌 No.1을 꿈꾸다
- 국내외 태양광 설비 수요 증가, 폴리실리콘 가격 인상에 의한 수익성 개선 기대
- 중국 태양광 발전속도 지연, 높은 부채비율 등으로 완만한 성장 예상

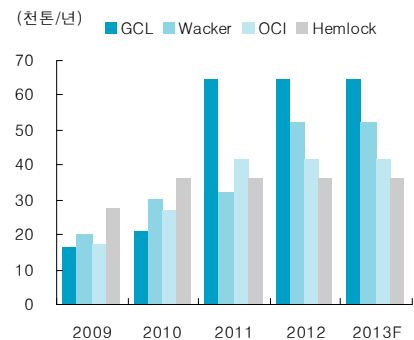
폴리실리콘 사업부터 시작해 전세계 태양광 산업의 No.1을 꿈꾸다.

GCL Poly(3800HK)는 세계 최대의 폴리실리콘 및 웨이퍼 생산업체다. 동사의 폴리실리콘 생산량은 세계의 20~25%를 차지하고 있고 웨이퍼 생산량도 30%의 세계시장 M/S를 기록하고 있다. 2006년 설립된 동사는 초기에 화력발전에 주력했으나 2009년 주공산(朱共山)회장이 폴리실리콘 생산업체인 장쑤중능(江蘇中能)을 인수하면서 태양광 사업에 진출했다. 홍콩 메인보드에는 2007년 11월에 상장됐다.

[그림1] GCL 지배구조



[그림2] 글로벌 Top 폴리실리콘 업체 설비추이



자료: GCL Poly, 한국투자증권

자료: 블룸버그, 현지언론, 한국투자증권

폴리실리콘 및 웨이퍼 생산, 열병합 발전, 태양광 발전에 주력

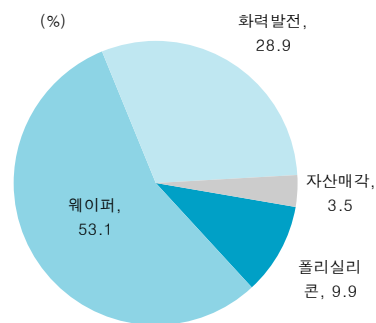
동사의 3대 주력 사업분야는 폴리실리콘 및 웨이퍼 생산, 열병합 발전, 태양광 발전이다. 이 중 가장 핵심적인 사업은 폴리실리콘 및 웨이퍼 생산이다. 동사의 2013년 상반기 매출에서 폴리실리콘 비중은 9.9%, 웨이퍼 매출액 비중은 53%를 차지해 총 63%의 비중이다. 동사는 중국 폴리실리콘 시장에서 70%~80%의 점유율을 가지고 있다. 폴리실리콘 생산능력은 연간 65,000만톤, 가동률은 90% 이상이다. 현재 동사는 10,000톤 규모의 FBR(Fluidized Bed Reactor, 수소탱크 안에서 화학반응을 통해 폴리실리콘 생산하는 방법으로 유틸리티 비용이 적어 비용 절감 효과 큼)방식 폴리실리콘 생산설비를 건설 중이며 올해말에 양산 시작 예정이다. 웨이퍼 사업에서도 기술력 제고를 통해 에너지소모비율을 평균 15%~20% 감소시켰다.

열병합 발전 사업에서 동사는 전국에 18개의 석탄 기반 열병합 발전소, 2개의 쓰레기처리 발전소, 1개 풍력발전소, 1개 분포형 태양광 발전소를 보유하고 있다. 석탄 기반의 열병합 발전량은 약 1,500MW이며, 전력과 공정용 증기를 판매하고 있다. 2013년 상반기 기준으로 전력 및 증기의 판매액은 동사의 총매출에서 24% 비중을 차지했고, 석탄 판매까지 포함하면 매출비중은 29% 다. 동사는 현재 375MW 규모의 발전소를 새로 건설 중이며 올해 1분기에 가동될 예정이다. 발전량 증가, 석탄 가격 하락으로 동사의 전력 생산비용 감소가 기대된다. 중국 정부의 부양정책과 함께 동사는 최근 태양광 발전소 사업에 적극적으로 진출하고 있다.

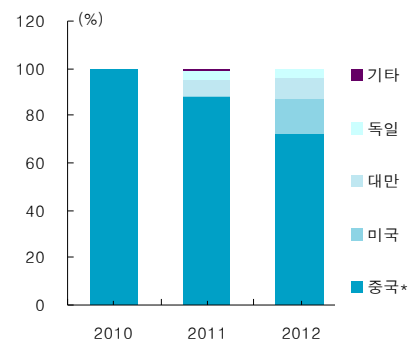
2월 중순에 14.4억위안을 투자해 선타이(森泰)그룹(451HK)의 신주 3.6억주를 매입해 1대 주주(최종 지분 67.99%)로 등극했다. 인쇄 회로기판 생산업체인 선타이그룹을 태양광 발전소 사업체로 전환시키고, 이를 통해 태양광 산업의 전후방 수직계열화 및 세계 태양광 산업의 No.1을 꿈꾸고 있다. 또한 미국 등 해외에 1.5GW의 태양광 발전소를 보유하고 있으며, 중국내에 270MW의 태양광 발전소를 건설 중에 있다.

동사의 매출은 80% 이상이 중국에서 발생한다. 이는 해외 의존도가 상대적으로 높은 중국의 다른 태양광 기업들과 크게 다르다. 해외 매출은 2011년부터 발생하기 시작했다. 2011년~2012년엔 독일 매출이 전체매출의 3~4%를 차지했고 미국 매출비중은 2011년의 0.8%에서 2012년의 14%로 크게 확대됐다.

[그림3] GCL 사업별 매출비중(2013년 상반기)



[그림4] GCL 지역별 매출비중



주: 화력발전사업에는 전기판매, 스팀판매 및 석탄판매 포함 중국: 중국 매출 비중에는 홍콩 포함
자료: GCL Poly, 한국투자증권

중국 정부의 적극적 지원책과 제품가격 상승에 따른 수혜 기대

중국은 전세계에서 몇 안 되는 태양광 보조정책 확대 국가다. 유럽지역의 태양광 보조금이 축소되는 가운데 중국 태양광 모듈업계의 과잉생산과 환경악화 문제가 중국 정부로 하여금 태양광산업을 적극 지원하게 만들었다.

중국 국무원은 작년 7월 <태양광 산업 발전을 추진하기 위한 지도의견>을 발표하고 매년 10GW의 태양광 발전설비를 증설해 2015년까지 총 35GW의 생산설비를 증설하겠다는 밝혔다. 이에 맞춰 태양광 생산업체에 대한 세금 및 대출 우대, 보조금 지원 등의 정책을 내놴다. 뿐만 아니라 에너지총국은 2014년 신규설비 증설목표도 시중 예상을 크게 상회한 14GW(분포형 8GW, 발전소 6GW)로 확정하며 태양광 산업에 대한 강력한 의지를 확인시켰다. 중국 에너지총국은 2013년 태양광 신규설비 설치량은 8GW(YoY 60%), 2014년 10GW(YoY 25%)에 달할 것으로 전망했다. 또 올해 1분기부터 미국 및 한국의 폴리실리콘 생산업체에 대한 반덤핑 관세가 본격적으로 부과될 예정이어서 중국 로컬기업에는 호재로 판단된다.

분포형 태양광 발전사업에 대한 보조금 정책방향 변화도 국내 대형 태양광기업에 호재로 부각될 전망이다. 중국은 2009년부터 <금태양(金太陽) 보조금 지원정책>을 통해 분포형 태양광설비 설치업체들에게 설치규모에 따라 보조금을 지급했다. 단, 보조금 지급 기준이 설치규모로 설정되면서 설치업체들은 저가의 제품 구매를 증가했고 이로 인해 저품질, 저가의 중소형기업들이 많아져 업계 질서에도 불리했다. 이러한 문제점들을 인지하고 정부는 2013년 상반기에 분포형 태양광제품에 대한 보조금 지급기준을 설치규모에서 On-Grid 발전량으로 변경했다. 태양광설비의 높은 발전 전환비율을 요구하며 중장기적으로 고품질의 태양광 발전설비 수요를 견인할 전망이다. 또한 정부는 분포형 태양광에 대한 보조금을 시장 예상(0.35위안)보다 20%가 높은 0.42위안/kW로 발표했고 태양광 발전소에 대한 보조금도 인상했다.

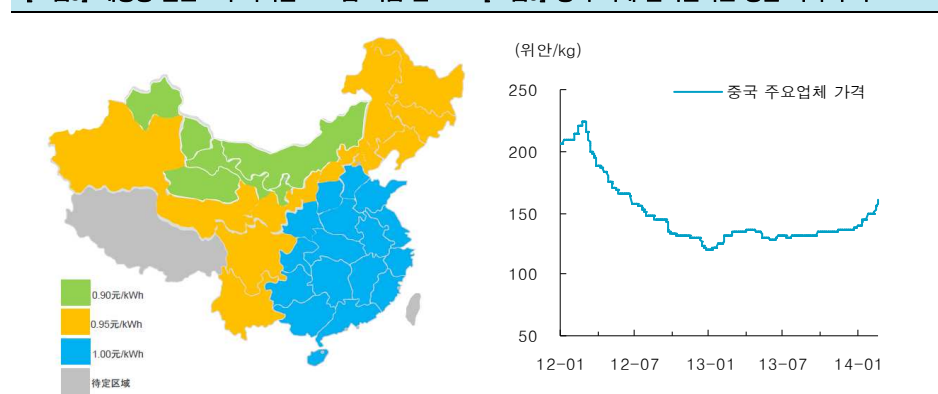
정부의 정책지원과 폴리실리콘 수입단가가 상승함에 따라 중국내 폴리실리콘 가격이 반등하고 있다. 당사는 올해 폴리실리콘 가격이 약 22~23달러/kg까지 반등할 것으로 전망했다.

[표1] 중국 정부의 태양광 주요 지원책 (2013년~2014년)

발표시기	정책	내용
2013년 7월	태양광 산업의 발전을 추진하기 위한 지도의견	- 2013년~2015년 매년 10GW의 태양광 발전설비를 증설할 것 - 2015년까지 중국의 태양광 설비규모 35GW 달성
2013년 8월	분포형 태양광 보조금 지급정책 (발개위)	- 분포형 태양광 보조금 지급: 0.42위안/KW (중앙정부) - 지역별 태양광 보조금 지급: 상해(0.25위안/KW), 절강, 강소 등
2013년 8월	태양광 발전소의 전력 On-Grid 가격 보조금 정책 (발개위)	- I 지역: 0.90위안/KWh (내몽고, 청해, 신장 지역 중심) - II 지역: 0.95위안/KWh (신장, 광시, 동북부 지역 중심) - III 지역: 1.00위안/KWh (충칭, 안휘, 강소 등 동/중부 지역)
2014년 1월	2014년 태양광 신규 설치량 목표 결정	- 2014년 태양광 신규설비 설치량 목표 14GW로 확정 - 분포형 태양광 설비 8GW(60%), 발전소 신규설비 6GW(40%)

자료: 중국 정부 사이트, 한국투자증권

[그림5] 태양광 발전소의 지역별 보조금 지급 분포 [그림6] 중국 국내 폴리실리콘 평균 가격 추이



자료: GCL Poly, 한국투자증권

주: GCL을 포함한 중국 국내 주요 생산업체들의 평균 가격
자료: Wind, 한국투자증권

세계 태양광 수요 재편, 아시아지역 수요 확대 예상

한편 올해 세계 태양광 설비 신규 증설 규모는 2013년보다 증가할 전망이다. 중국 에너지총국에 따르면 2013년 세계 신규설비 설치규모는 36GW로 2012년 대비 12% 증가했다. 유럽 시장이 위축됐지만 중국과 일본을 중심으로 한 아시아 시장이 급증했다. 이러한 추세 변화는 아시아 지역의 태양광 생산업체에 유리하다. 특히 아시아 지역에서 중국의 수요는 절대적이어서 중국 및 세계 M/S가 1위인 동사에 큰 수혜가 예상된다.

[표2] 전세계 태양광 신규 설비 설치규모 추이

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F
유럽	1,972	5,297	5,803	13,367	22,117	16,672	13,000
중국	20	45	228	520	2,500	5,000	8,000
일본	210	230	480	991	1,296	2,000	6,800
미국	207	342	477	878	1,867	3,346	3,300
호주	6	12	79	387	837	1,000	800
캐나다	5	7	62	105	297	268	500
기타	109	397	308	569	2,338	2,809	3,600
합계	2,529	6,330	7,437	16,817	31,252	31,095	36,000

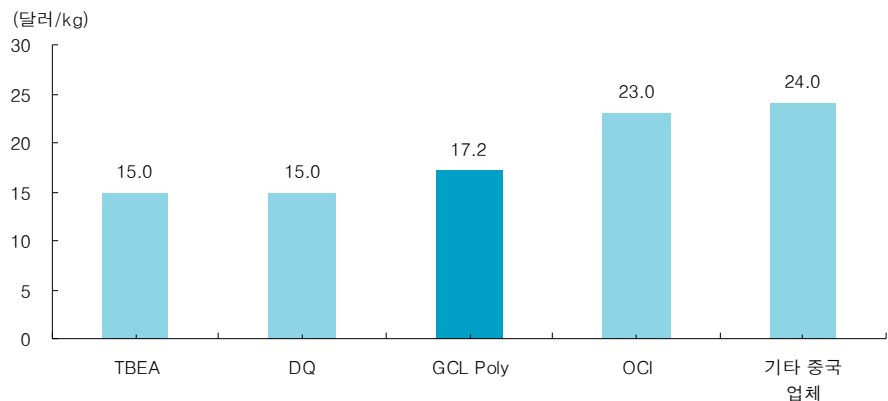
자료: 블룸버그, BP, 한국투자증권

기술개선, 생산원가 절감으로 원가경쟁력은 더욱 강화될 것

GCL Poly에 따르면 작년 상반기 기준 동사의 폴리실리콘 생산원가는 kg당 17.3달러로 2012년 상반기의 18.9달러/kg보다 8.5% 하락해 원가 경쟁력이 강화됐다. 이는 로컬 경쟁 업체인 천위보변(TBEA)이나 대전능원(Da Quan)에 비해 약 15% 가량 높은 수준이지만 기술력에서 훨씬 앞서며 60% 이상의 시장점유율을 기록하고 있다. 해외업체인 OCI와 비교하면 동사의 생산원가가 약 35% 낮다. 동사의 원가 경쟁력은 주로 열병합 발전소 운영에 의한 낮은 전력비용, 핵심설비의 자체 보유에 따른 낮은 감가상각비에 있다.

기술력 향상(FRB), 발전소 추가 건설로 원가 경쟁력은 더욱 강화될 전망이다. 특히 동사는 FRB방식의 10,000톤 폴리실리콘 생산설비를 건설하고 있는데 이 설비는 생산원가를 kg당 10달러 수준까지 낮출 수 있을 것으로 기대된다. 또한 올해 1분기에 375MW 규모의 신규 발전소가 가동되기 시작하면 전력비용이 더 낮아지게 될 것이다.

[그림7] 주요 폴리실리콘 제조 기업의 원가 비교



주: 폴리실리콘 제조 원가는 2013년 말 기준
자료: GCL Poly, 현지 언론, 한국투자증권

실적 개선추세로 주가의 상대적 강세가 이어질 전망

2013년 상반기 매출액은 113억홍콩달러로 2012년 동기대비 4% 감소했으나 2012년 하반기에 비해선 6.9% 증가해 완만하게 회복됐다. 당기수익은 -8.4억홍콩달러로 2012년 상반기보다 적자가 확대됐으나 2012년 하반기의 손실 폭보다는 줄었다. 중국 정부의 태양광산업 지원책과 국내 수요 회복, 미국 및 한국업체에 대한 반덤핑 관세 부과가 실적 개선의 주요 원인이다. 2013년 하반기 실적은 아직 발표되지 않았는데, 태양광업황 회복을 고려할 때 개선추세가 이어졌을 것으로 보인다.

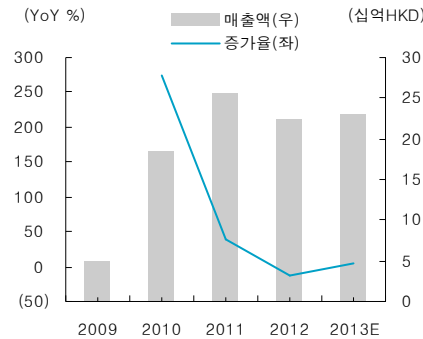
올해는 웨이퍼 생산 증가, FRB방식 생산에 따른 원가절감, 정부 지원 강화 등으로 흑자 전환이 예상된다. 동사의 웨이퍼 생산능력은 2014년 10GW로 전년보다 25% 확대될 전망이고, 발전소의 추가 운영도 제조원가 절감에 긍정적으로 작용할 것이다.

한편 동사의 순부채 비율은 2013년 6월말 약 200%에 달해 이자부담이 큰 편이다. 정부의 통화긴축과 은행대출 축소로 대출금리가 상승했으며, 더욱이 태양광 발전소 사업확대로 재무부담이 커졌다. 그러나 동사는 태양광 산업의 선두기업이어서 국가개발은행(CDB)에서 추가적인 자금조달이 가능하고, 업황 호전으로 수익성이 개선되고 있어 Suntec이나 LDK처럼 최악의 상황으로 내몰릴 가능성은 희박하다.

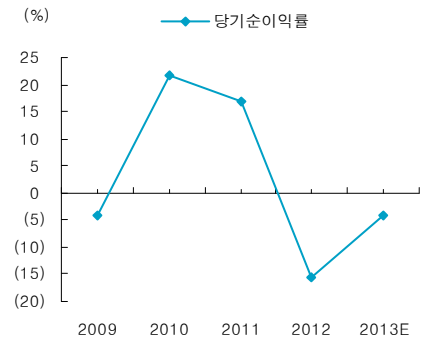
2월 27일 동사의 주가는 2.9홍콩달러로 2013년 초보다 86% 상승했다. 홍콩恒生지수가 같은 기간에 0.8% 상승한 것이 비해 상당한 강세다. 올해 동사의 실적이 개선될 가능성이 높

아 주가의 추가 상승이 기대된다.

[그림8] 연간 매출액 및 증가율 추이



[그림9] 연간 당기순이익률 추이



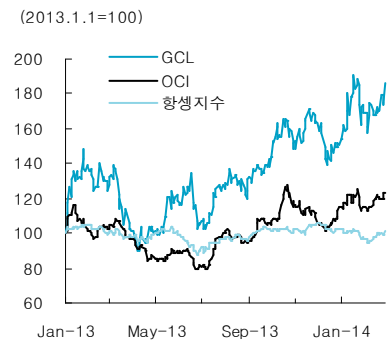
주: 2013년은 Wind 추정치 사용
자료: GCL, Wind, 한국투자증권

자료: GCL, Wind, 한국투자증권

[표3] GCL Poly의 주가정보

항목	내용
주가(2/27, HKD)	2.9
발행주식수(백만주)	15,484.6
시가총액(백만HKD)	44,905.4
52주 최저/최고가(HKD)	1.37/3.02
액면가(CNY)	1.00
거래단위(주)	1,000

[그림10] 최근 12개월 상대주가 추이



주: 주가 및 시가총액은 2월 27일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

주: 주가는 2014.2.27일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[표4] 글로벌 폴리실리콘 생산업체의 밸류에이션 비교

종목명	코드명	종가 (USD)	시가총액 (백만USD)	매출액 (백만USD)	순이익 (백만USD)	PBR (배)	ROE (%)
GCL Poly	3800HK	0.37	5,786.03	2,819.18	-528.96	2.88	-19.12
OCI	010060 KS	197.33	4,706.16	2,701.35	-297.55	1.58	-2.10
Wacker	WCH GR	131.08	6,834.02	5,949.52	7.97	2.32	4.34
REC	REC EU	0.73	1,685.56	726.99	-352.94	1.75	-32.01
TBEA	600089 CN	1.57	4,979.91	3,982.05	196.17	1.78	7.40
DQ	DQ US	45.67	315.81	29.64	-10.30	1.56	-66.01

주: 종가, 시가총액, PBR는 2월 27일 종가 기준, ROE는 2012년 기준
매출액 및 순이익 기준: GCL(2013년 상반기), TBEA 및 DQ(2013년 9월말), OCI, Wacker, REC(2013년말)
자료: 블룸버그, 한국투자증권