

# China Equity

## 중국 주식 고르기

### 조정 후 상승 기대

중국 증시는 조정 이후 상승 기대. 중국 기업 효율성 상승, 실적 예상치 개선, 증시개방 등이 긍정요인으로 작용. 낮은 밸류에이션으로 가격적인 부담도 적음

기업 이익증가와 함께 부채 증가율도 하락. 특히 국유기업의 건전성 개선. 기업 효율성 증가는 증시 흐름에 긍정적. 상장사들의 실적 예상치는 2017년 하반기부터 개선세 지속. A주의 MSCI 편입 등 개방도 호재. ①수익성과 건정성 개선의 은행주, ②집중도가 높아지고 있는 부동산 주, ③정책 수혜와 산업 성장이 기대되는 자동화, 로봇 관련 주 추천

### 은행의 개선

건전성과 수익성 모두 개선. 기업실적 개선으로 대출수요가 확대. 인민은행의 상업은행에 대한 단속과 디레버리징은 지속, 은행 간 부채가 적은 대형은행이 반사이익을 받을 것으로 예상. 중국 은행은 글로벌은행과 비교 시, ROE 대비 낮은 PB를 적용. 수익성 개선, 부채조달 비용, 규제영향 등을 감안하면 농업은행, 공상은행 등 대형은행 추천

### 집중도가 높아진 부동산

중국 부동산 시장은 최근 최근 가격안정, 재고축소, 토지공급 확대 등 변화. 일부 지역에서 완화기조가 나타나는 등 부동산 정책이 향후 추가로 강화될 가능성은 낮다고 판단. 또한 토지공급 가격의 하락으로 개발사들의 비용 부담 축소. 대형업체들은 토지매입 확대, 산업 통합, 수익비중 증가 등으로 시장지배력 강화. 부동산주는 완커, 벽계원, 형다, 폴리 추천

### 중국의 자동화

중국은 제조업 업그레이드를 위한 자동화 설비, 로봇에 대한 수요는 장기적으로 확대 예상. 본체설계와 시스템 운용, 핵심부품 기술 보유, 특정산업에 특화된 자동화로봇 관련된 기업들을 주목. 자동화 관련하여 탑스타, 후이찬, 선도지능, 잉허테크 등 주식 추천

### 중국 증시 추천 종목

	주식명	코드	시가총액 (억 위안)	수익율(%)			순이익증가율			P/E(x)			P/B(x)			ROE(%)			배당률 (%)	매출액 증가율		
				1M	3M	1년	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E		FY18E	FY19E	FY20E
은행	농업은행	601288.SH	13,163	-14.3	6.8	31.9	4.1	7.1	9.1	7.0	6.5	6.0	1.0	0.9	0.8	14.0	13.6	13.5	4.14	6.4	7.4	8.1
	공상은행	601398.SH	22,694	-14.6	10.3	48.9	3.3	5.0	5.8	8.3	7.9	7.5	1.1	1.0	0.9	13.7	13.1	12.7	3.51	3.2	6.4	7.1
	건설은행	601939.SH	16,350	-17.0	13.7	44.6	4.1	5.8	8.2	8.5	8.0	7.4	1.2	1.1	1.0	14.6	13.9	13.6	3.39	2.1	7.5	8.5
	초상은행	600036.SH	7,400	-13.6	2.2	64.0	13.6	16.3		9.5	8.2		1.5	1.3		15.9	17.2		2.46	9.6	11.9	
부동산	완커	000002.SZ	3,508	-13.0	3.7	64.7	26.7	26.1	23.1	13.4	10.6	8.6	2.6	2.2	1.8	20.4	21.8	22.3	2.45	19.5	23.1	23.4
	벽계원	2007.HK	3,031	-15.6	6.2	152.7	42.2	37.8		8.8	6.4		2.3	1.8		27.8	29.5		2.06	47.4	42.0	
	형다	3333.HK	2,990	-13.3	-16.7	282.2	27.0	14.1		6.5	5.7		2.0	1.7		38.5	35.4		0.00	23.4	19.9	
	폴리	600048.SH	1,755	-20.5	16.1	62.6	23.5	24.6		9.1	7.3		1.4	1.2		17.4	18.4		2.13	42.5	22.5	
자동화	후이첸테크	300124.SZ	530	11.3	22.1	48.6	27.2	26.7		39.1	30.9		8.1	6.8		21.3	23.1		0.86	27.0	29.9	
	선도지능	300450.SZ	292	44.0	9.6	82.6	84.5	42.3	42.3	29.5	20.7		10.1	7.1		35.2	34.4		0.18	83.1	41.7	
	탑스타	300607.SZ	83	17.7	1.4	55.3	40.4	34.7	34.7	42.6	31.6		10.3	7.8		25.6	25.7		0.18	36.2	35.4	
	잉허테크	300457.SZ	85	8.7	6.2	0.8	64.1	42.0	42.0	23.6	16.6		6.3	4.8		28.2	29.5		0.44	59.7	41.0	

## 중국 증시, 조정 후의 상승 기대

중국 증시는 조정을 받았지만 장기적인 중국 증시의 상승세는 유효하다고 판단된다.

### 기업들의 효율성 개선

기업들의 효율성과 수익성은 모두 개선되었다. 2017년 기업들의 이익 증가율은 2011년 이후 최고 수준이다. 긍정적인 것은 부채증가율도 동반 둔화된 점이다. 기업들이 이익증가가 레버리지 확대에 의존한 것이 아님을 시사한다. 기업들의 효율성 개선은 국유기업에서 뚜렷이 나타났다. 중국의 국유기업의 이익증가율은 전체 기업이익 증가율 수준을 상회하고 부채증가율도 꾸준히 하락하였다.

### 실적 예상치는 꾸준히 개선

중국 상장사들의 실적 예상치는 꾸준히 개선되고 있다. 홍콩 H주, MSCI China, 상하이A 지수, 선전A 지수의 12개월 fwd EPS는 모두 연초 이후 꾸준히 상승하였다. 경기안정과 기업들의 효율성 개선에 기인한 것이라고 판단되며 증시에는 긍정적인 요인이다.

### 개방에 따른 기대감

A주는 올해부터 정식으로 MSCI 이머징 index에 편입이 된다. 개방의 확대로 기관투자자, 외국인 투자자 비중이 증대할 것이고, 증시를 레벨업 시키는 요인이 될 것이다.

그림 1. 기업 수익성/건전성 개선: 이익증가율 상승; 부채 증가율은 하락

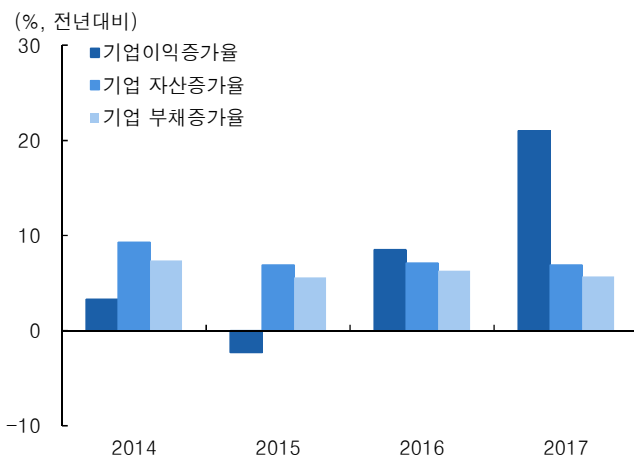


그림 2. 국유기업 이익증가율은 상승한 반면 부채 증가율은 소폭 조정

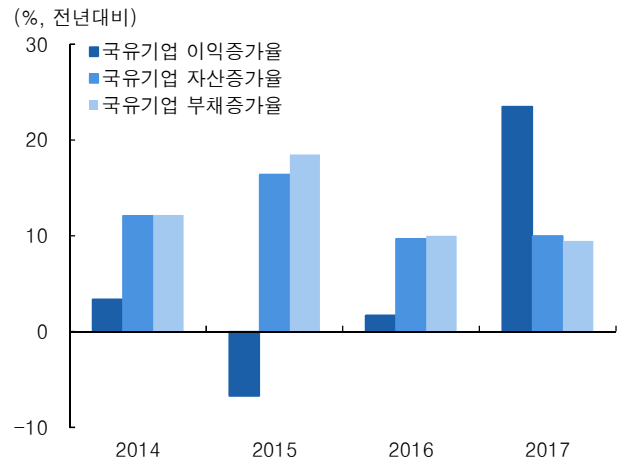
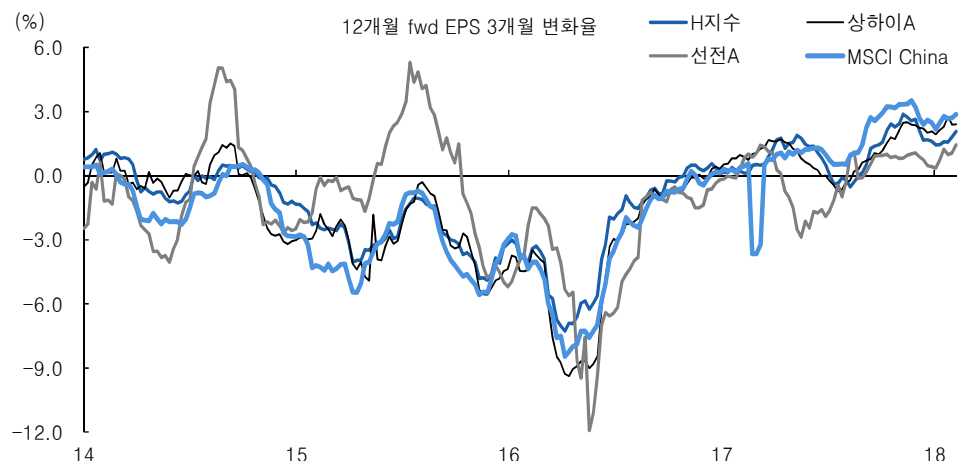


그림 3. 중국 주요 지수 12개월 예상 EPS의 3개월 변화율은 개선



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

## 은행의 개선

### 은행의 건전성, 수익성 모두 개선

연초 이후 은행 주들이 강세를 보였다. 중국 은행들이 순이자마진(NIM)과 고정이하여신비율(NPL ratio) 두 지표가 동반 개선되고 있다. 대형상업은행의 NIM은 기타 은행보다 높은 수준을 유지한다. 건전성 측면에서도 대형국유은행의 NPL ratio는 빠르게 하락하고 있다.

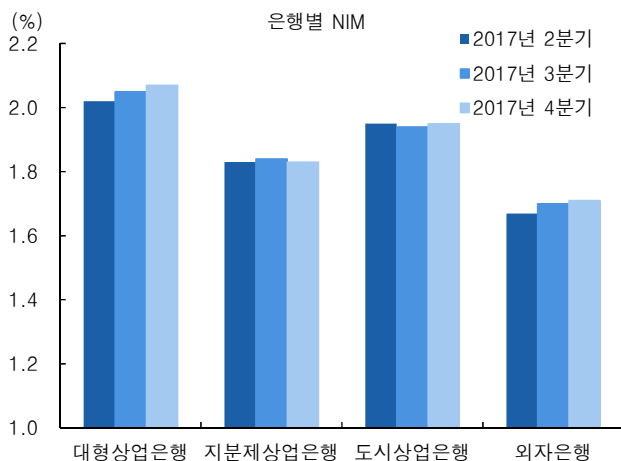
제조업의 대출수요지수는 2016년 3분기 이후 꾸준히 상승하였다. 기업 대출이 증가하면서 12월말 상업은행의 예대율비중은 70.0% 기록, 2010년 이후 최고 수준이다. 대출 확대 예상으로 은행주의 12fwd EPS 증가율과 12fwd 매출액 증가율 동반 상승하고 있다.

### 상업은행에 대한 디레버리징, 대형주 수혜

인민은행은 상업은행에 대한 단속을 강화하고 있다. 주로 동업부채를 줄이는 것인데 해당비중이 적인 대형은행은 반사이익이 기대된다. 또한 예금 조달 능력이 강한 대형 은행들의 수익성이 빠르게 개선될 것이다. 그 외 글로벌 대비 낮은 PB와 높은 배당률도 긍정요인이다.

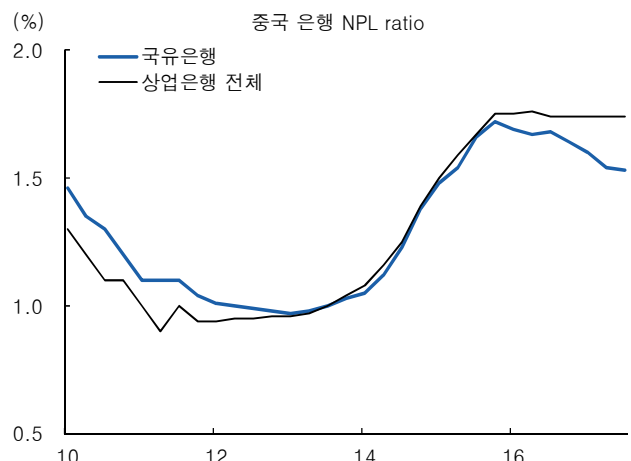
중국 은행들의 이익개선 속도, 건전성, 규제를 감안하면 농업은행, 공상은행 등 대형주를 우선으로 추천한다(표1 참조).

그림 4. 대형은행의 NIM은 더 빠르게 개선



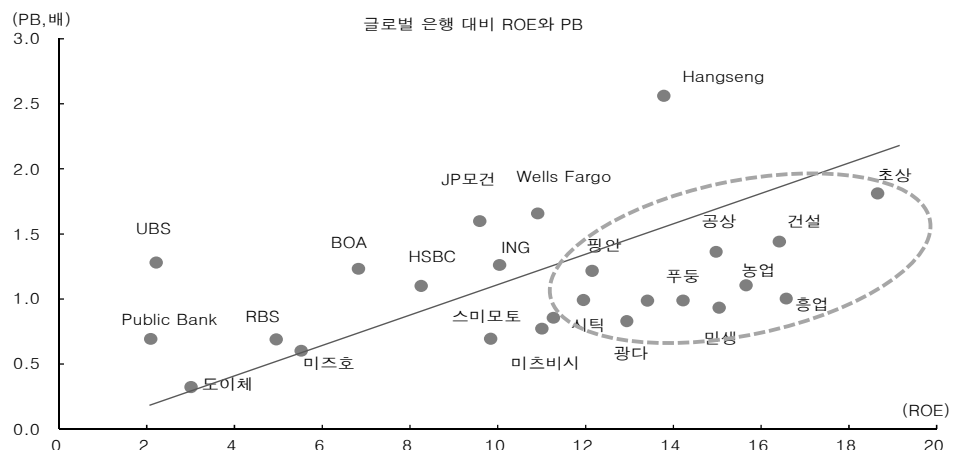
자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 대형 은행의 NPL ratio은 꾸준히 하락



자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 중국 은행은 글로벌 은행과 비교하면 높은 ROE 대비 낮은 밸류에이션 유지



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

## 집중도가 높아진 부동산

### 부동산 가격 안정과 재고 축소

특히 1선도시의 부동산 가격은 전월대비 5개월 연속 하락하였다. 특히 광저우 부동산 가격은 연속 5개월 하락, 심천은 연속 3개월 하락세를 기록하였다. 베이징과 상하이의 가격은 변동이 없다.

또한 2016년 중국 부동산 통제 정책 시행의 중요한 내용은 재고 축소, 특히 중소도시의 재고를 줄이는 것이다. 중국의 협의재고(판매대기 중인 신규 부동산에 한함) 증가율을 꾸준히 (-)수준을 기록하고 있다. 협의재고 증가율이 (-)수준이라는 의미는 건축 완료된 부동산들이 빠르게 소진되고 있다는 의미이다.

### 정책 완화 기조 출현

2017년 하반기부터 부동산 정책에 대한 완화 기조가 나타나기 시작하였다. 2017년 말의 중앙경제 공작회의에서 “부동산 버블 억제” 언급이 사라졌다. 최근 난징, 란저우, 허페이 등 도시들은 호적 취득 혹은 부동산 구매 조건을 완화하였다. 전반적으로 중국의 부동산 정책은 추가로 강화될 가능성은 낮다고 판단된다. 이는 부동산 개발업체들에게 수혜가 될 수 있는 요인이다.

### 대형 업체들의 시장 지배력 강화

부동산 관련주는 중소형 업체보다는 시장 집중도를 높여가는 대형 업체가 유망하다고 판단된다. 대형업체들의 시장 지배력 향상은 **토지매입, 인수합병, 수익비중 상승** 등 지표에서 나타나고 있다.

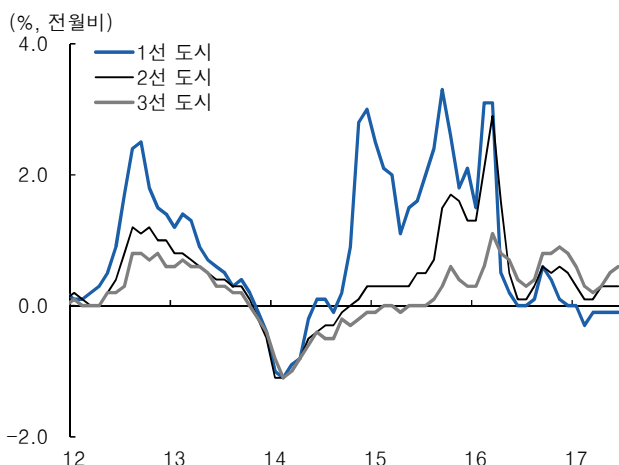
2017년 중국의 전체 토지 공급은 거래규모 기준으로 전년대비 49.4% 증가하였다. 대형 부동산 업체인 완커와 폴리부동산의 2016년, 2017년 토지 매입 증가율은 각각 81.6%, 84.0%이다. 최근 토지 매입의 규정이 강화되면서 경쟁력 있는 대형 기업들이 토지 확보가 용이해 졌다.

부동산 업체들의 통합이 활발해 지고 있다. WIND에 2017년 인수합병 건수는 203개, 거래규모는 3,500억 위안에 달한다. 2017년의 인수합병 건수는 235개, 거래규모는 3,000억 위안이다.

부동산 상위 업체들의 수익 비중이 증가하고 있다. TOP3 기업의 판매금액이 전체에서 차지하는 비중은 2009년의 3.5%에서 2017년 13.5%까지 상승하였다. TOP7 기업들이 전체 부동산의 매출액과 순이익에서 차지하는 비중은 꾸준히 증가하고 있다.

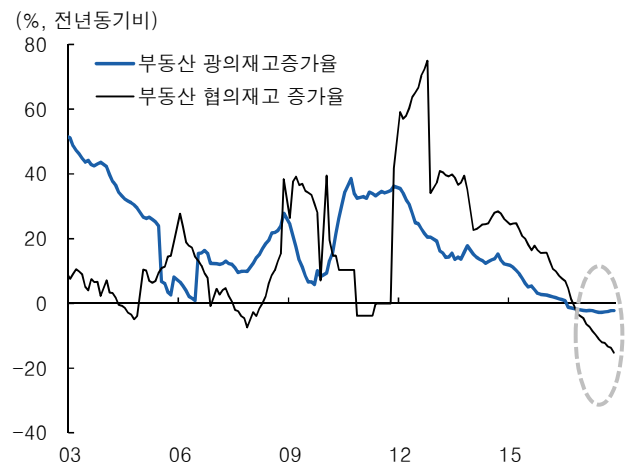
결론적으로 부동산에 대한 통제 기조가 완전히 가셔지지 않은 상황에서 중소형 업체보다는 대형기업 투자가 바람직하다고 판단된다. 완커, 벽계원, 헝다, 폴리 등 주식들을 추천한다(표1 참조).

그림 7. 부동산 가격은 안정, 특히 1선도시의 가격은 하락 지속

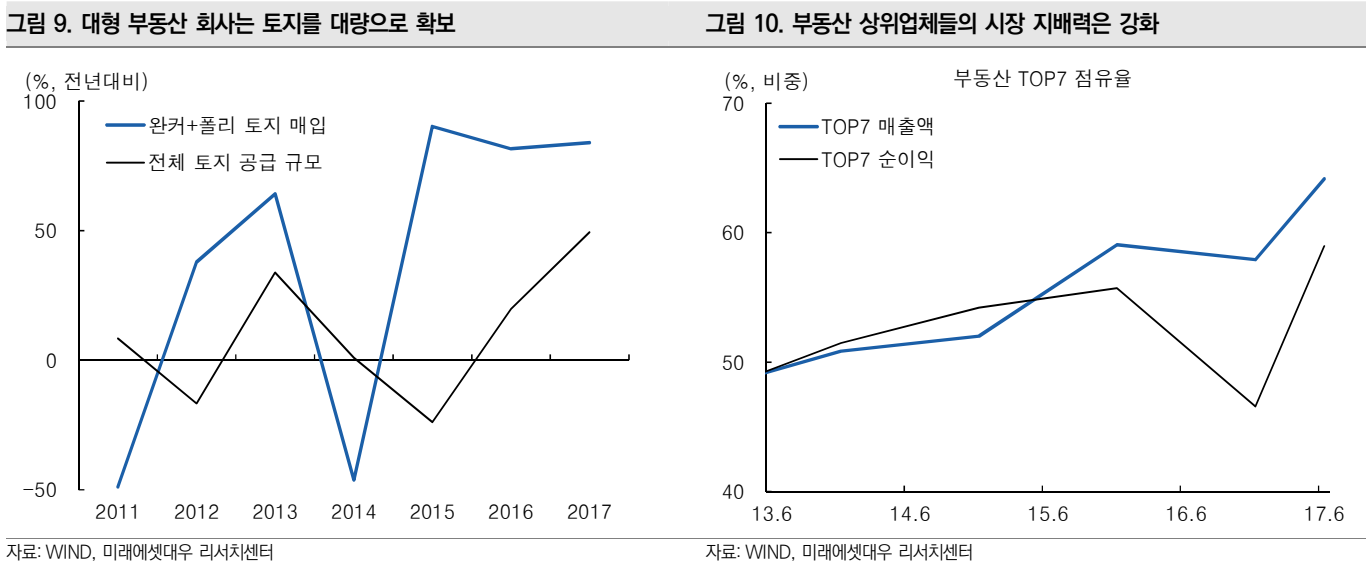


자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 중국의 부동산 재고는 꾸준히 하락



자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터



## 중국의 자동화

### 중국 자동화·로봇산업의 수요 확대

중국의 로봇산업은 높은 성장성을 갖고 있다. 노동인구 비중의 하락이 주 요인이다. 중국의 15~64세 인구 비중은 2016년 72.56%에 그쳤다. UN의 전망에 의하면 중국의 노동인구 비중은 2050년까지 꾸준히 하락할 것으로 예상된다. 반대로 중국의 제조업 임금 수준은 꾸준히 증가한다.

중국은 2012년부터 최근까지 중앙정부 차원에서 각종 자동화와 로봇과 관련된 정책들을 발표해왔다. “중국제조2025”, “로봇산업발전계획(2016-2020)” 등이 그 사례이다. 구체적으로는 2020년까지 자체적으로 로봇 연간생산량이 10만대를 돌파하고, 공업용 로봇 관련된 기술에서 글로벌 경쟁우위를 차지하는 것이 목표이다.

### 중국의 공업용 로봇 보급 수준이 낮지만 성장성이 기대

중국의 로봇 사용량은 빠르게 증가하고 있지만 보급 수준은 낮은 수준이다. 예컨대 만 명당 로봇 보유량 기준으로 글로벌 평균은 74대, 독일은 309대, 일본은 303에 달한다. 중국은 현재 만 명당 68대로 글로벌 평균에도 훨씬 못 미친다.

하지만 중국의 공업용 로봇 수요 증가율은 글로벌을 상회한다. 예컨대 IFR의 전망에 의하면 중국은 공업용 로봇 판매액은 2012년 ~2020년 8년 동안 연평균(CAGR) 24% 이다. 같은 기간 글로벌전체의 로봇 판매액 증가율은 연평균 13% 가 될 것이다. 중국의 공업용 로봇에 대한 수요는 상당 기간 동안 높은 수준을 유지할 것이다.

### 중국의 자동화 로봇 관련 기업

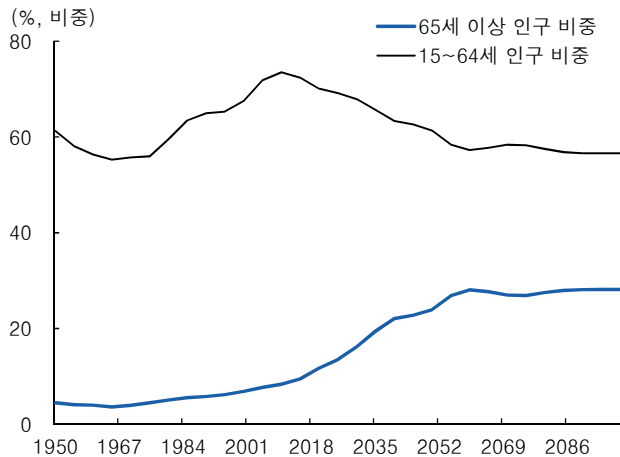
중국의 자동화 로봇 기업들은 마진율이 낮은 시스템 통합운용 분야에 집중되어 있다. 주로 국외에서 로봇을 구입하거나 부품을 조립해서 생산 라인에 맞추는 것이 주를 이루고 경쟁이 치열하다.

중국에서의 로봇 관련된 투자 논리는 ① 본체설계가 가능하고, 시스템 통합운용의 산업체인을 소유하여 규모의 경제를 실현할 수 있는 기업들이다. 네임벨류를 갖고 있고, 탄탄한 고객군을 확보한 기업들이다. ② 로봇의 핵심부품 기술을 보유한 기업들이다. 핵심부품이 원가에서 차지하는 비중이

70%이고 진입장벽이 높아 프리미엄이 있다. ③ 특정 산업에 특화된 기업들을 고려 할 수 있다. 예컨대 빠르게 확대되고 있는 2차전지(리튬 배터리) 생산에 자동화 설비를 공급하는 기업들이다.

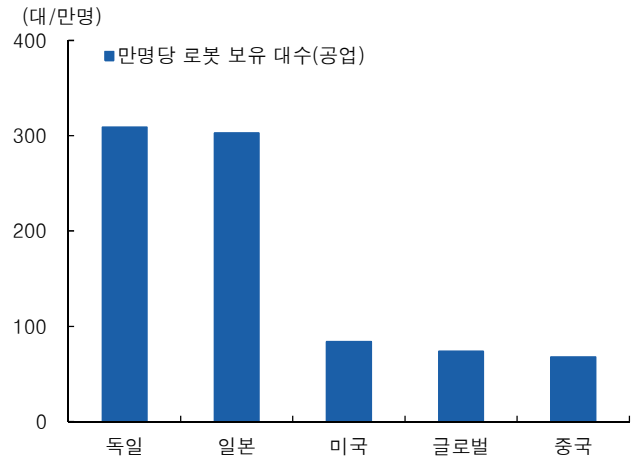
관련된 자동화·로봇 기업들은 본체설계와 시스템운용의 **탐스타**, 핵심 부품기술을 갖고 있는 **후이촨**, 2차전지 생산설비 생산에 특화된 **선도지능**과 **잉허테크** 등 주식을 주목할 만하다(표1 참조).

그림 11. 중국의 노동인구 비중은 2010년 고점 이후 꾸준히 하락



자료: UN, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 중국의 만 명당 로봇 보유량은 글로벌 수준을 하회



자료: "로봇산업발전분석보고서", 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 중국 증시 추천 주식

주식명	시가총액 (억 위안)	수익률(%)			순이익증가율			P/E(x)			P/B(x)			ROE(%)			배당률 (%)	매출액 증가율		
		1M	3M	1년	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E		FY18E	FY19E	FY20E
농업은행	13,163	-14.9	6.0	30.9	4.1	7.1	9.1	7.0	6.5	6.0	1.0	0.9	0.8	14.0	13.6	13.5	4.14	6.4	7.4	8.1
공상은행	22,694	-15.5	9.2	47.3	3.3	5.0	5.8	8.3	7.9	7.5	1.1	1.0	0.9	13.7	13.1	12.7	3.51	3.2	6.4	7.1
건설은행	16,350	-17.2	13.4	44.2	4.1	5.8	8.2	8.5	8.0	7.4	1.2	1.1	1.0	14.6	13.9	13.6	3.39	2.1	7.5	8.5
초상은행	7,400	-13.9	1.9	63.4	13.6	16.3		9.5	8.2		1.5	1.3		15.9	17.2		2.46	9.6	11.9	
원커	3,508	-9.0	8.5	72.4	26.7	26.1	23.1	13.4	10.6	8.6	2.6	2.2	1.8	20.4	21.8	22.3	2.45	19.5	23.1	23.4
벽계원	3,031	-12.4	10.2	162.3	42.2	37.8		8.8	6.4		2.3	1.8		27.8	29.5		2.06	47.4	42.0	
형다	2,990	-10.3	-13.9	295.3	27.0	14.1		6.5	5.7		2.0	1.7		38.5	35.4		0.00	23.4	19.9	
플리	1,755	-16.8	21.5	70.1	23.5	24.6		9.1	7.3		1.4	1.2		17.4	18.4		2.13	42.5	22.5	
후이촨테크	530	10.8	21.5	47.9	27.2	26.7		39.1	30.9		8.1	6.8		21.3	23.1		0.86	27.0	29.9	
선도지능	292	42.1	8.1	80.1	84.5	42.3	42.3	29.5	20.7		10.1	7.1		35.2	34.4		0.18	83.1	41.7	
탐스타	83	15.7	-0.3	52.7	40.4	34.7	34.7	42.6	31.6		10.3	7.8		25.6	25.7		0.18	36.2	35.4	
잉허테크	85	7.7	5.2	-0.1	64.1	42.0	42.0	23.6	16.6		6.3	4.8		28.2	29.5		0.44	59.7	41.0	

자료: WIND, 미래에셋대우 리서치센터, 주: 2018년 3월 2일 종가 기준

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.