

차이나(China)는 미래(未來)

2021.4.8

정책지원 축소, 기업의 근본적인 수익성이 중요

한정숙 suehan@miraeasset.com

우지연 jyeon.woo.a@miraeasset.com

주가상승 제약 요인

대내적으로 정부의 정책지원 약화와 대외적으로 미국의 견제 지속

- 중국 1/4분기 경제성장률은 대내외 수요 확대에 힘입어 두자리수의 높은 증가율을 기록할 전망이다, 올해 경제성장률 목표치가 6% 이상으로 제시된 만큼 높은 성장률은 향후 정책 기대감을 약화시킬 것으로 판단
- 여기에 미국이 동맹국과 공조해 중국에 대한 제재압력을 강화하고 있어 투자심리 부진에 따른 신용거래 축소로 중국증시의 부진한 흐름이 이어지는 상황

소비확대 전망

코로나19 백신 접종에 따른 신규 확진자 감소로 소비심리 개선

- 최근 백신 접종 증가로 신규 확진자수가 감소하는 가운데, 공산당 창당 100주년 행사를 앞두고 빠르게 백신 접종률을 높일 계획
- 연초 코로나19 재확산 우려로 이동이 제한되며 억눌렸던 소비는 신규 확진자수 감소, 정부의 이동 규제 완화와 여행 및 소비 진작 정책으로 청명절에 이어 노동절 황금연휴에도 펜트업 효과 기대

중국 투자전략

기업의 근본적인 수익성과 현금창출 능력을 평가해 투자할 필요

- 올해는 세제 혜택이나 정부의 지원이 축소되는 만큼 영업활동에 대한 본질적인 이익과 현금흐름을 감안해 기업을 선별하여 투자할 필요
- 1) 지난해 코로나19 영향에서도 ROIC가 개선되며, 2) 올해와 내년의 EPS 전망치가 상향조정되는 가운데, 3) PCR의 분위수가 해당 섹터 PCR의 분위기 대비 낮은 기업을 선별해 투자할 것을 제안

영업활동에서의 수익성이 개선되고 현금 창출 능력을 확보한 기업

Code	Name	English Name	Sector	Mkt Cap (RMBbn)	Price (RMB)	PER (12fwd X)	Remarks
601919.SH	中远海控	COSCO SHIP	Transport	152.67	13.52	8.54	- 컨테이너 운송 및 임대 등 국제 해상 운송 서비스 제공
603392.SH	万泰生物	WANTAI BIO	Pharma, Biotech, Life Sciences	105.19	242.60	79.35	- 코로나19 및 자궁경부암 등 진단 시약 개발 및 제조
300677.SZ	英科医疗	INTCO	Medical Health Care Device & Service	56.92	161.59	4.10	- 일회용 장갑, 휠체어 등 데일리 의료 용품 및 설비 생산
600584.SH	长电科技	JCET	Semiconductors & Equipment	54.80	34.19	31.65	- 칩 테스트 및 패키징
601799.SH	星宇股份	XINGYU	Automobiles & Components	52.19	189.00	35.48	- 자동차 라이트, 케이블 등 자동차 부품 개발 및 제조
601636.SH	旗滨集团	KIBING	Materials	34.73	12.93	11.87	- 건축용 강화 코팅 유리 연구 및 제조
000547.SZ	航天发展	ADDSSINO	Capital Goods	29.67	18.48	21.82	- 위성 통신 설비 연구 및 제조
002409.SZ	雅克科技	YOKE TECH	Materials	25.76	55.65	40.53	- 전자 소재, LNG 단열 패널, 난연제 등 반도체 소재 연구 제조
002216.SZ	三全食品	SANQUAN FOOD	Food, Beverage & Tobacco	18.08	22.62	23.38	- 국수, 만두, 탕위안 등 냉동 가공식품 제조 및 판매
002088.SZ	鲁阳节能	LYEM	Materials	6.29	17.40	12.37	- 세라믹 및 가용성 섬유 등 건자재 연구 및 제조

자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2021년 3월 31일 종가 기준

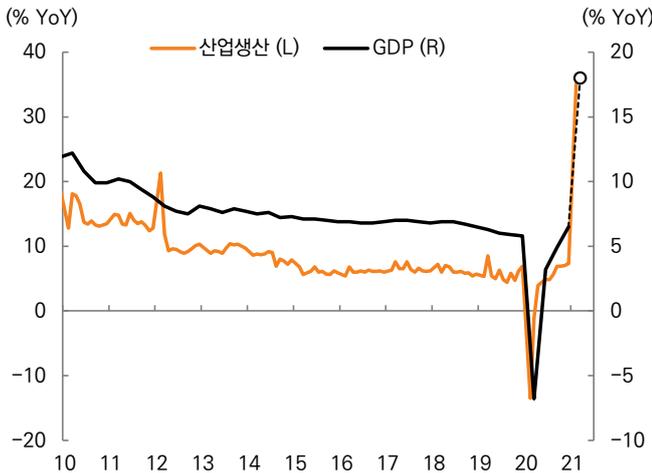
정부의 정책 지원 의지 약화와 미국의 견제가 주가상승을 제약

중국의 대내외 수요 확대와 생산활동 호조세로 다음주 발표 예정인 1/4분기 중국 경제성장률은 두 자리수의 높은 증가율을 기록할 전망이다. 다만 올해 전국양회에서 경제성장률의 목표치를 6% 이상으로 제시하고 있는 만큼 높은 성장률은 향후 정책 기대감을 더욱 경감시킬 수 있다.

3월 발표된 중국 재무부의 예산안에서 지난해 대비 재정지출 예산 증가율은 둔화된 반면, 재정수입 예산은 큰 폭으로 증가했다. 이는 지난해 코로나19로 인한 감세조치가 지난해 재정수입 감소를 야기한 영향과 함께 재정정책 축소 조치를 예고하고 있는 것으로 이해할 수 있다. 실제로 최근 전기차 배터리 세금 혜택 폐지 등의 재정지원이 축소되는 상황이다.

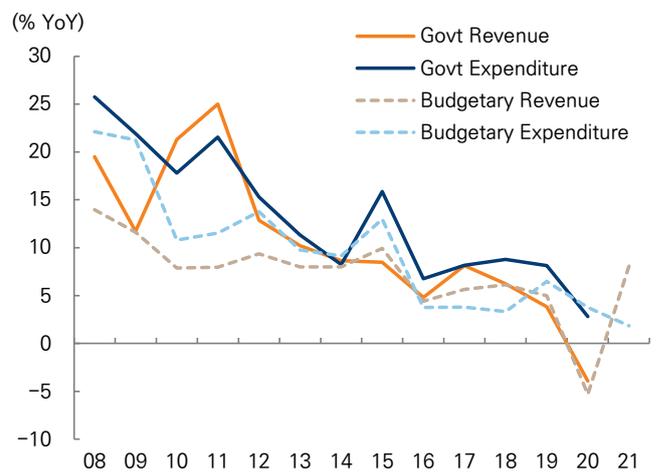
여기에 중국 정부는 투기자산으로 자금이 유입되는 현상을 경계하면서 연초부터 부동산 대출 규제를 발표해왔다. 지난해 하반기 이후 중국 경기 호전세에 대한 기대감이 주가에 충분히 반영되어 있는 가운데, 정부 정책에 대한 기대감이 약화되는 점이 투자심리 부진으로 이어졌다. 이에 따라 최근까지 상해와 심천의 신용거래 규모가 축소되며 중국증시의 부진한 흐름이 나타났다.

그림 1. 중국 GDP 성장률 및 산업생산 추이



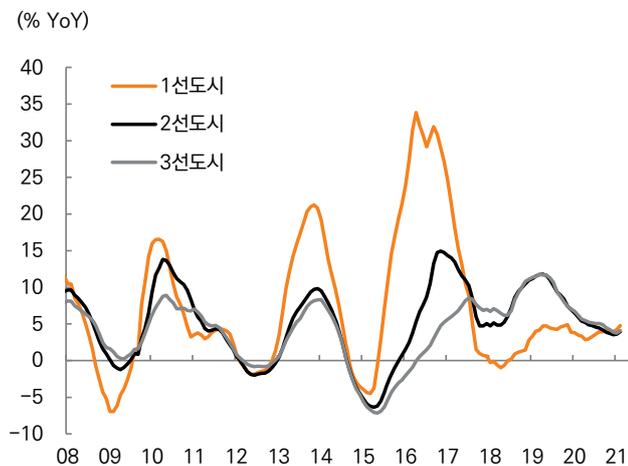
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 재정지출 및 재정수입과 예산 추이



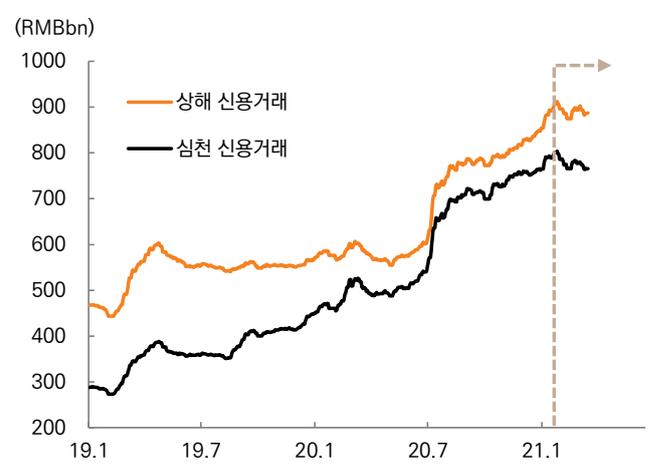
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
주: 예산은 전년 실제 달성치 대비 예산 증감률

그림 3. 중국 부동산 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 상해와 심천 신용거래 추이



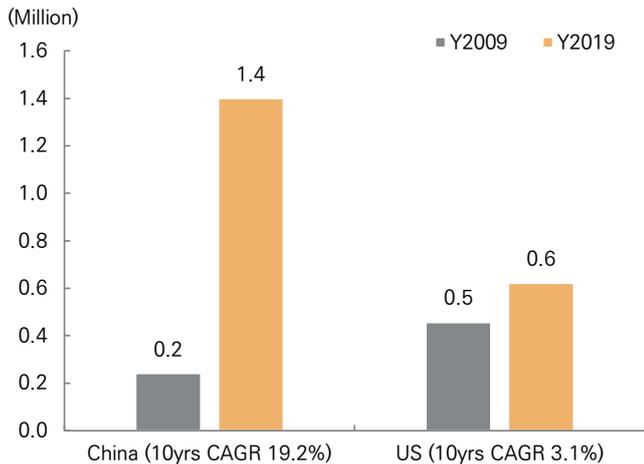
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

대내정책이 악화되는 가운데, 대외환경 역시 녹록치 않다. 알래스카 미-중 고위급 회의에서 인권문제가 주요하게 다뤄졌다. 미국측은 신장의 인권문제와 함께 홍콩, 대만, 미국에 대한 사이버 공격과 동맹을 방해한다는 점을 지적했다. 중국측도 미국의 흑인 학살 등의 인권문제가 더욱 심각하다고 반박했다. 이후 미국의 동맹국들은 중국에 대한 제재를 강화하고 있다.

여기에 미국증권거래위원회(SEC)는 지난해 통과된 ‘외국기업책임강화법(HFCA Act)’으로 인해 미국에 상장된 해외 기업들은 3년 연속 상장기업회계감독 위원회(PCAOB)에 감사보고서를 제출하고 승인을 얻어야 한다. 그러나 중국 기업은 지금까지 자체 규제를 이유로 응하지 않았기 때문에 향후 중국 ADR의 상장 폐지에 대한 우려가 확대되는 상황이다.

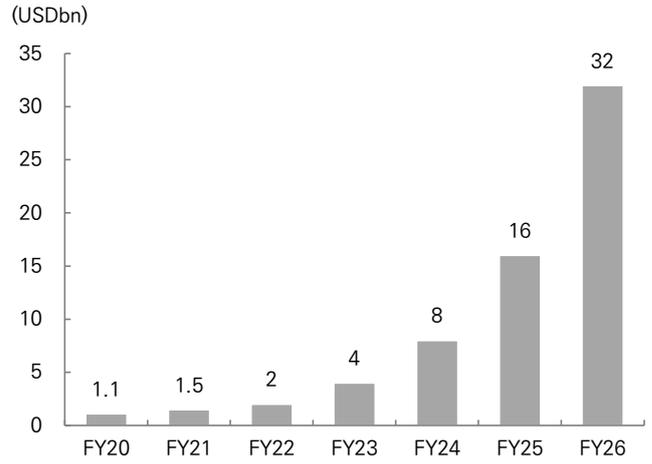
한편 미국 인공지능에 관한 국가안보위원회(NSCAI)에서는 중국이 13.5계획 기간 동안 정부의 보조금 및 보상 지원과 지방정부의 쿼터제 및 국산화 정책에 힘입어 특허건수가 증가했고, 기술력을 빠르게 확보할 수 있었다고 분석했다. 중국 발개위는 2025년까지 R&D 투자비용으로 3.5조 위안을 책정하고, 그 중 8%인 2,800억 위안을 기초연구에 사용할 것이라고 발표했다. 중장기적으로 첨단산업을 둘러싼 미국의 견제는 더욱 강화될 것으로 예상된다.

그림 5. Domestic Patent Office Filings



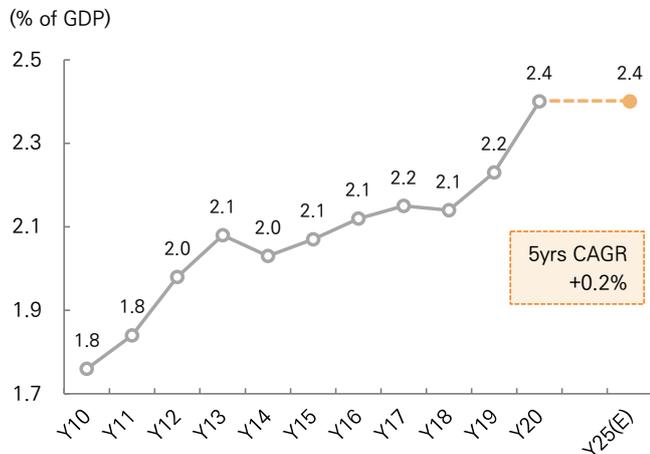
자료: National Security Commission on Artificial Intelligence, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. AI R&D Investment Levels in US



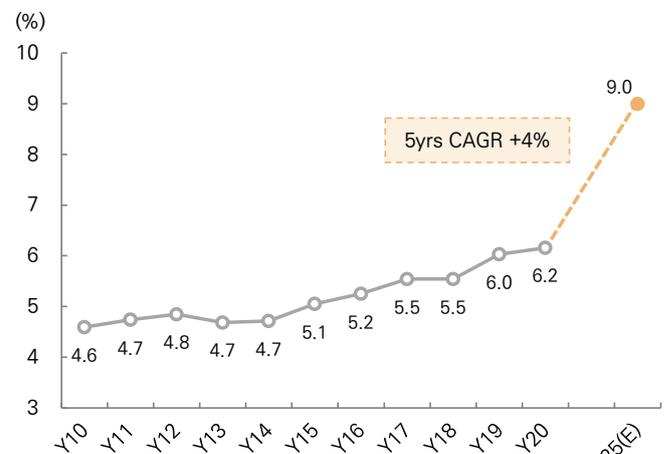
자료: National Security Commission on Artificial Intelligence, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 중국 R&D 비용 투입 강도



자료: 정부공작보고, Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 중국 R&D 비용에서의 기초연구 비중



자료: 정부공작보고, Wind, 미래에셋증권 리서치센터

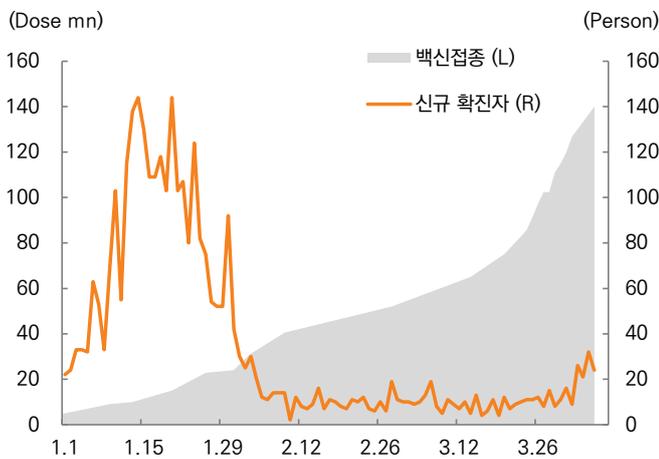
황금연휴를 앞두고 소비심리 개선

중국 정부의 정책지원 축소와 미국의 제재압력 속에서도 공급망 정상화가 지연되는 해외에서 중국에 대한 수요 확대가 수출과 생산 증가로 이어져 중국 경기를 견인하고 있다. 이에 따라 제조업 PMI의 세부항목 중 신규수출수주가 꾸준히 증가하는 상황이다.

여기에 연초 코로나19 재확산 우려는 백신 접종 증가로 신규 확진자수가 안정적인 수준에서 조절되며 안정되었다. 여객 운송량의 증가와 오프라인 매장의 가파른 매출 성장 등 소비심리가 되살아나면서 3월 비제조업 PMI는 신규수주 증가에 따라 4개월래 최고치를 기록했다.

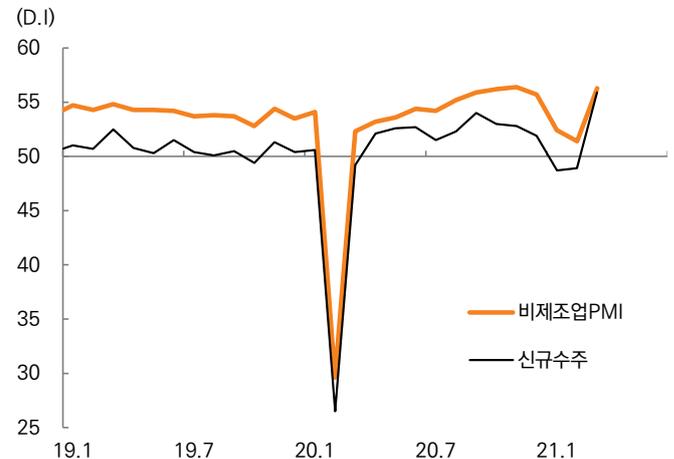
춘절 기간 코로나19의 재확산으로 지역간 이동이 제한되면서 소비 회복에 제동이 걸렸다. 그러나 신규 확진자수가 감소하자, 중국 당국은 양회 이후 이동 규제를 대폭 완화하고 중국 내 여행과 소비를 장려하고 있다.

그림 9. 중국 코로나19 신규 확진자 수 및 백신 접종 추이



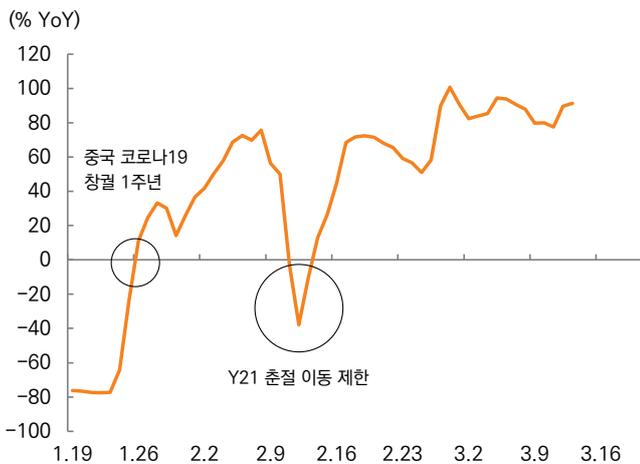
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 중국 비제조업 PMI 및 신규수주 추이



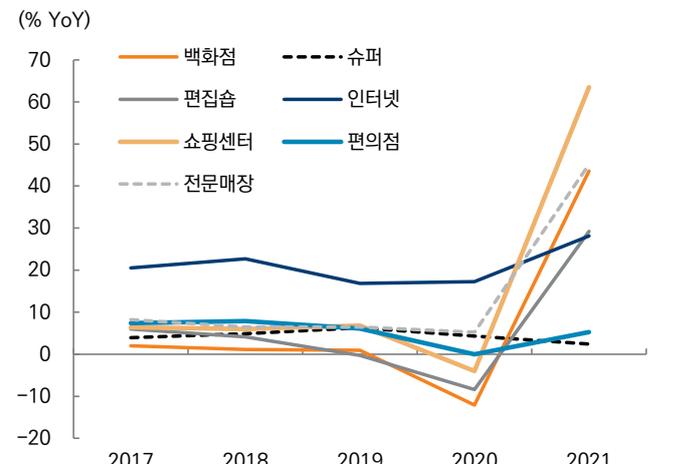
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 중국 일간 여객 운송량 추이



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 중국 소비 채널별 매출 증가



자료: 중국 상무부, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2021년은 1~2월 누적증가율

그 결과 문화여유부는 청명절 연휴(4/3~4/5) 기간 관광객 수가 총 1.02억명으로 전년동기대비 144.6% 증가했고, 2019년의 94.5%까지 회복되었다고 발표했다. 다만 여행 상품 가격 인하와 주요 관광지의 입장료를 면제함에 따라 관광 매출은 총 271.68억위안으로 전년동기대비 228.9% 증가했지만 2019년의 56.7% 수준에 그쳤다.

최근 5월 노동절 황금연휴를 앞두고 휴양지 예약률이 증가세를 보이고 있어 향후 내수 확대에 따른 중국 경기의 안정적인 개선세가 지속될 것으로 전망된다. 특히 7월에는 공산당 창당 100주년 기념 행사가 예정되어 있는데, 이를 앞두고 중국 당국은 코로나19 대유행이 재발하는 것을 철저히 예방할 필요가 있다.

이에 따라 국가위생건강위원회는 코로나19 백신 접종이 총 1.4억회를 기록했으며, 6월까지 14억 인구의 40%에 대해 백신 접종을 완료할 계획이다. 이는 내수 확대에 대한 기대감을 한층 높이는 요인이라고 판단한다. 코로나19 안정세로 춘절 기간 억눌린 소비가 청명절에 이어 노동절에도 펜트업(pent-up) 효과로 이어질 전망이다.

표 1. 'Hurun China Top 100 Most Valuable Consumer Goods Companies 2021' (단위: RMBbn)

Rank	Name	Eng Name	Product	Value	Rank	Name	Eng Name	Product	Value	Rank	Name	Eng Name	Product	Value
1	华为	Huawei	핸드폰	1100	35	稳健医疗	Winner	의료 용품	60	69	伽蓝	Jala	화장품	27
2	美的	Midea	가전제품	580	36	JS环球生活	JS Global Life	가전제품	59	70	赫基国际	Trendy	의류	26
3	海天	Haitian	조미료	500	37	安克	Anker Innovations	소비 전자	56	70	洽洽	Qiaqia Food	식품	26
4	比亚迪	BYD	자동차	490	37	科沃斯	Ecovacs	가전제품	56	70	森马	SEMIR	의류	26
5	小米	Xiaomi	핸드폰	460	37	滔搏	Topsports	스포츠웨어	56	73	小康股份	Sokon	자동차	25
6	蔚来	NIO	자동차	420	40	达利	Dali Foods	식품	55	74	健康元	Joincare	건강 보조제	24
7	农夫山泉	Nongfu Spring	음료	380	41	恒安	Hengan Int'l	일상 용품	54	75	周大生	Chow Tai Seng	보석류	23
8	格力	GREE	가전제품	350	42	名创优品	Miniso	신소매	49	76	东鹏	Dong Peng	타일	22
9	长城	Great Wall Motor	자동차	270	43	安井	Anjoy	식품	46	76	欧普	OPPLE	조명	22
10	安踏	Anta Sports	의류	265	43	顾家	Kuka	가구	46	76	千禾	Qianhe	조미료	22
11	海尔	Haier	가전제품	260	45	百润	BRGF	음료	45	76	迎驾	Yingjia Distillery	백주	22
12	伊利	Yili	유제품	230	45	九号公司	Ninebot	스마트 택시	45	80	妙可蓝多	Ground	식품	21
13	吉利	Geely Auto	자동차	185	47	绝味	Juewei Food	식품	44	81	金达威	Kingdomway	건강 보조제	20.5
14	vivo	VIVO	핸드폰	175	48	汤臣倍健	By-Health	건강 보조제	42	82	飞科	FLYCO	가전제품	20
15	OPPO	OPPO	핸드폰	170	49	格林美	GEM	문구	41	82	火星人	Marssenger	가전제품	20
16	罗技	Logitech	소비 전자	160	50	雅迪	Yadea	자율주행차	39	82	景田	Ganten	음료	20
17	小鹏	Xiaopeng	자동차	150	51	中炬高新	Jonjee Hi-tech	조미료	38.5	82	良品铺子	Bestore	식품	20
18	双汇	Shuanghui	식품	145	52	威马	WM Motor	자동차	38	86	舍得	Tuopai Shede	백주	19
19	传音	Transsion	핸드폰	140	53	郎酒	Lingjiu	백주	37	86	太平鸟	Peacebird	의류	19
19	飞鹤	Feihe	유제품	140	54	立白	Liby	일상 용품	36	86	丸美	Marubi	화장품	19
21	理想	Li Auto	자동차	135	55	优必选	UB Tech	로봇	35	86	小牛电动	NIU Tech	자율주행차	19
22	TCL	TCL Tech	가전제품	120	56	珀莱雅	Proya	화장품	34	90	三全	Sanquan Foods	식품	18.5
23	公牛	Gongniu	콘센트	105	56	桃李	Toly Bread	식품	34	91	方太	Fotile	가전제품	18
24	大疆	DJI	드론, 로봇	100	56	新宝	XBGF	가전제품	34	91	梅花	Meihua	조미료	18
25	联想	Lenovo	컴퓨터	96	59	口子窖	Kouzijiao	백주	33	93	慕思	Derucci	가구	17
26	欧派	Oppein	진열장	88	59	老板	Robam	가전제품	33	94	豪悦	Haoyue	의료 용품	16
26	颐海国际	Yihai	식품	88	61	养元智汇	Yangyuanzhahui	음료	32	94	尚品宅配	Order Your Life	진열장	16
28	李宁	Li Ning	의류	87	62	海澜	HLA	의류	31	94	中潜	CDWS	잠수복	16
29	娃哈哈	Wahaha	음료	80	63	稻花香	DHX	백주	30	97	新乳业	New Hope Dairy	유제품	15
30	逸仙电商	Yatsen	전자상거래	75	63	天味	Teway Food	식품	30	97	周黑鸭	Zhou Hei Ya	식품	15
31	泡泡玛特	Pop Mart	완구	71	63	中顺洁柔	C&S	일상 용품	30	99	三只松鼠	Three Squirrels	식품	14.5
32	晨光文具	M&G	문구	65	66	索菲亚	SFY	가구	29	100	梦百合	MLILY	가구	14
32	石头科技	Roborock	가전제품	65	67	波司登	Bosideng	의류	28	100	星期六	Saturday	의류	14
34	蓝月亮	Blue Moon	일상 용품	64	67	格兰仕	Galanz	가전제품	28	100	盐津铺子	Yankershop Food	식품	14

자료: Hurun, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 음영표시는 '2021 China Portfolio'에 포함된 종목

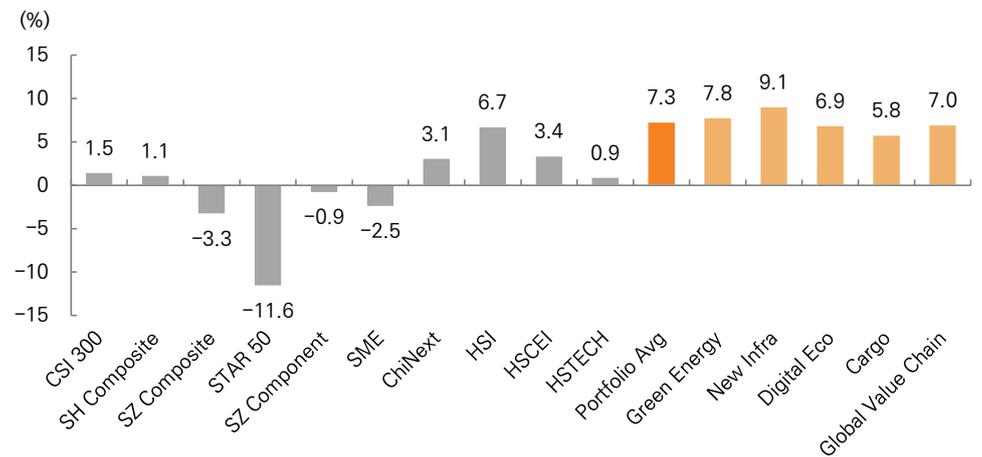
영업활동 본질의 이익 개선과 현금 창출 능력을 확보한 기업에 투자 유망

앞서 살펴본 바와 같이, 중국 경기는 대내외 수요에 힘입어 양호한 흐름을 이어갈 전망이다. 그럴 수록 정부의 정책 의지가 약화되는 한편, 미국의 제재압력이 확대되는 점은 중국증시 상승에 제약 요인으로 작용할 것으로 보인다.

과거 주가 추이를 살펴보면, 5중전화가 개최된 2010년과 2015년 성장주가 가치주 대비 빠르게 상승했다. 그러나 이듬해인 2011년과 2016년 전국양회에서 중장기 경제 발전 로드맵이 발표된 이후에는 성장주의 주가 상승에 속도조절이 나타났다. 정책 기대감이 주가에 반영이 완료된 후에 당 대표대회를 앞두고 인사 교체로 인한 투자 지연 등 정책 지원이 약화되는 영향으로 판단한다.

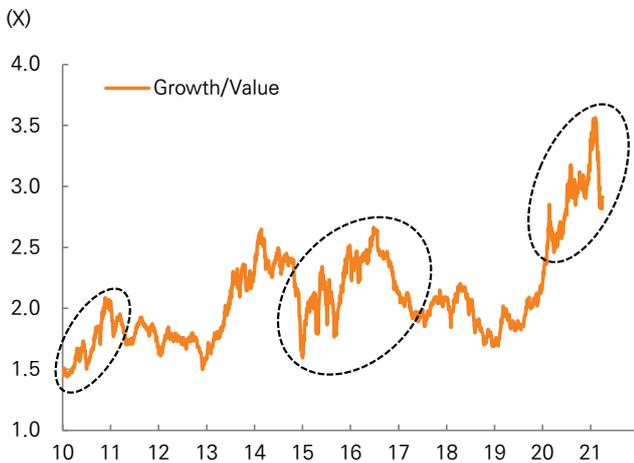
과거와 마찬가지로 올해 전국양회 이후 밸류에이션 부담이 높은 성장주를 중심으로 주가 조정이 나타났다. 그러나 당사가 제시한 ‘2021 China Portfolio’는 양호한 실적을 기반으로 정부의 쌍순환 전략에 부합한 기업을 선정한 결과 중국 대표 지수 대비 높은 수익률을 기록할 수 있었으며 해당 기업에 대한 투자는 앞으로도 유효하다.

그림 13. 2020.11.24~2021.3.31 주가 수익률



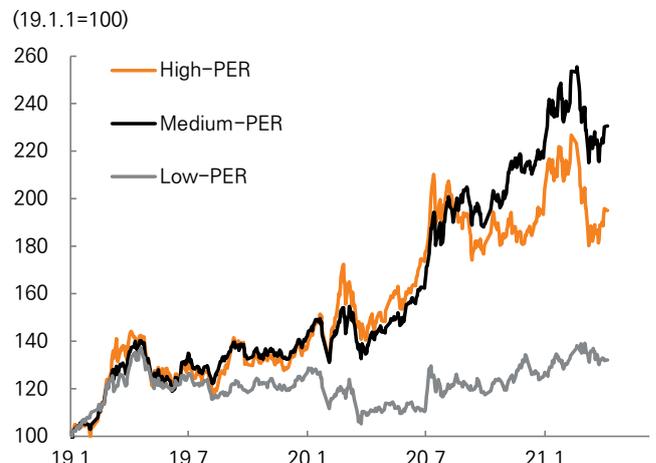
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2021년 3월 31일 종가 기준

그림 14. 가치주 대비 성장주의 상대 주가



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 高 PER, 中 PER, 低 PER 주가 추이



자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

여기에 추가적으로 최근 주가의 가파른 조정으로 밸류에이션 부담이 낮아진 상황에서 소비 개선과 함께 동반 성장할 수 있는 기업에 대한 투자의 기회를 모색해볼 필요가 있어 보인다. 특히 올해는 세제 혜택이나 정부의 지원이 축소되는 만큼 ROIC, EPS, PCR의 흐름을 통해 영업활동에 대한 본질적인 이익과 현금흐름에 대한 확인이 필요하다.

이에 따라 1) 지난해 코로나19 영향에서도 기업의 근본적인 영업활동에서의 수익성을 반영하는 ROIC가 최근 5년래 최고치를 기록하고 있으며,

2) 올해와 내년의 EPS 전망치가 지난해 이후 상향조정되면서 기업의 실적 개선에 대한 기대감이 높아지는 가운데,

3) 순이익에서의 실질적인 현금창출 능력을 평가하는 PCR의 분위수가 2019년 이후의 해당 섹터 PCR의 분위수 대비 낮은 기업에 대한 투자가 유망하다.

특히 PCR의 절대적인 레벨보다는 코로나19의 영향과 14차 5개년 계획의 영향을 기대감을 반영해 PCR이 어느 수준에 위치해 있는지가 더욱 중요하다고 판단된다.

위의 3가지 요인을 고려해 영업활동에서의 수익성이 개선되고 현금 창출 능력을 확보한 10개의 기업을 아래의 표로 제시한다.

표 2. 영업활동에서의 수익성이 개선되고 현금 창출 능력을 확보한 기업

Code	Name	English Name	Sector	Mkt Cap (RMBbn)	Price (RMB)	PER (12fwd X)	PCR (TTM X)	PCR Percentile(%)	Sector PCR Percentile(%)	ROIC Y21 (%)	EPS(F) (% YoY)
601919.SH	中远海控	COSCO SHIP	Transport	152.67	13.52	8.54	3.68	70.00	97.67	8.75	112.05
603392.SH	万泰生物	WANTAI BIO	Pharmaceuticals, Biotech, Life Sciences	105.19	242.60	79.35	224.67	33.18	58.00	31.87	69.67
300677.SZ	英科医疗	INTCO	Medical Health Care Device & Service	56.92	161.59	4.10	6.63	2.33	6.33	114.18	88.15
600584.SH	长电科技	JCET	Semiconductors & Equipment	54.80	34.19	31.65	10.06	4.00	28.33	4.70	35.85
601799.SH	星宇股份	XINGYU	Automobiles & Components	52.19	189.00	35.48	33.58	50.33	99.33	13.33	19.80
601636.SH	旗滨集团	KIBING	Materials	34.73	12.93	11.87	13.22	81.00	87.00	11.56	51.80
000547.SZ	航天发展	ADDSINO	Capital Goods	29.67	18.48	21.82	71.20	4.50	23.67	5.03	34.93
002409.SZ	雅克科技	YOKE TECH	Materials	25.76	55.65	40.53	54.65	27.67	87.00	7.28	30.76
002216.SZ	三全食品	SANQUAN FOOD	Food, Beverage & Tobacco	18.08	22.62	23.38	11.81	3.67	74.33	21.18	3.12
002088.SZ	鲁阳节能	LYEM	Materials	6.29	17.40	12.37	14.06	65.33	87.00	15.93	28.59

자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2021년 3월 31일 종가 기준, 분위수는 2019년 1월 1일 부터, 음영표시는 2020년 ROIC와 EPS 전망치 반영

표 3. 영업활동에서의 수익성이 개선되고 현금 창출 능력을 확보한 기업

Code	Name	English Name	Sector	Remarks
601919.SH	中远海控	COSCO SHIP	Transport	- 컨테이너 운송 및 임대 등 국제 해상 운송 서비스 제공
603392.SH	万泰生物	WANTAI BIO	Pharmaceuticals, Biotech, Life Sciences	- 코로나19 및 자궁경부암 등 진단 시약 개발 및 제조
300677.SZ	英科医疗	INTCO	Medical Health Care Device & Service	- 일회용 장갑, 휠체어 등 데일리 의료 용품 및 설비 생산
600584.SH	长电科技	JCET	Semiconductors & Equipment	- 칩 테스트 및 패키징
601799.SH	星宇股份	XINGYU	Automobiles & Components	- 자동차 라이트, 케이블 등 자동차 부품 개발 및 제조
601636.SH	旗滨集团	KIBING	Materials II	- 건축용 강화 코팅 유리 연구 및 제조
000547.SZ	航天发展	ADDSINO	Capital Goods	- 위성 통신 설비 연구 및 제조
002409.SZ	雅克科技	YOKE TECH	Materials II	- 전자 소재, LNG 단열 패널, 난연제 등 반도체 소재 연구 및 제조
002216.SZ	三全食品	SANQUAN FOOD	Food, Beverage & Tobacco	- 국수, 만두, 탕위안 등 냉동 가공식품 제조 및 판매
002088.SZ	鲁阳节能	LYEM	Materials	- 세라믹 및 가용성 섬유 등 전자재 연구 및 제조

자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

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.