2012. 10. 10

- 국내상장 중국기업 심층기획 -

2.2배!
PBR이 아닙니다. PER 입니다.

기업분석팀 | 리서치본부

Analyst 오두균

Mid – small cap

02.3779-0055

masu0000@etrade.co.kr

이트레이드증권

Contents

Investment Summary 3

Ⅰ. 중국 경제 성장 스토리에 대한 小考 4

과거 중국은 수출 및 경기부양형 경제 구조를 중심으로 성장

현재 중국 경제는 새로운 돌파구 모색중

소비 중심의 성장구조 고도화 + 11월 정권 교체를 계기로 중국 경기 턴어라운드 국면 진입 예상

Ⅱ. 중국 경제 성장기 국내 수혜 업종 트렌드 5

중국의 경제 성장, 한국 기업에게 다양한 방향으로 성장 기회 제공

1st Theme: 국내 자동차/화학/정유업종, 차화정

2nd Theme: 중국 내수소비재 관련주

Ⅲ. 중국 경제 新 사이클에 대비해야 할 새로운 업종은? 9

1. 차화정(자동차, 화학) –〉 중국 내수소비재 관련주–〉 그 다음은 ? 9

중국 경기 반전시 차화정(자동차, 화학), 중국 내수소비재 살만하지만...

이제는 중국 토종(본토)기업에 관심을 가져보는 것이 어떠한가?

2. 중국 본토 기업, 실적 성장과 밸류에이션 매력에 초점 11

매출 & 영업이익 성장이 계속된다

Valuation, 싸도 너무 싸다

Ⅳ. 국내 상장 중국기업의 형편없는 주가흐름, 그 배경은? 14

1. 국내 상장 중국 기업 주가 흐름 14

대부분의 기업들이 주가 하락, 소수의 기업만이 주가 상승

2. 중국 기업들의 주가 하락이 과도한 배경 16

중국 국적의 기업에 대한 불신 및 회계 부정

중국의 긴축으로 인한 경기 둔화도 주요한 이유

IR에 능동적이지 못한 대응도 관심도 하락의 주요 원인

V. 새로운 시각을 제시하며 중국 기업에 대한 재평가 기대 19

1. 중국 기업에 대해 정말 믿을 수 없는가? 19

주식시장을 통한 자금 조달 그 이유는?

중국기업들의 회계에 대한 의문은 점차 해소 전망

중국기업 회계법인 & 사외이사 현황

2. 증치세는 중국기업 실체 확인에 결정적인 단서 22

중국기업들의 실체에 대한 의문

증치세 납부 확인은 중국기업들의 실체 확인에 결정적 단서

차이나킹, 에스앤씨엔진그룹 증치세 납부내역

3. 코라오홀딩스만 가능한가? 26

국내 상장 해외기업 카테고리로 코라오홀딩스와 비교시 매력도 상승

4. 재무 상태도 건전 28

재무 안정성 지표도 안정적

5. 이제 중국기업들에 대한 기회적 시각 효과적일 듯 29

중국기업들에 대한 인식의 전환

VI. 중국기업 중 이런 업체에 주목하라 30

1. 국내 상장 해외 및 중국 기업 정리 30

해외기업 상장 현황

중국기업 상장 현황

지표 분석을 통한 관심 종목 및 TOP PICK 선정

VII. 기업분석 34

1. 차이나킹(900120): 중국(中國)을 사고 싶다면 차이나킹에 주목할 때

2. 에스앤씨엔진그룹(900080): 중국 자동차 시장의 성장과 함께

3. 차이나그레이트(900040): 꾸준한 성장, 밸류에이션 매력도 UP

4. 이스트아시아홀딩스(900110): 캐쥬얼 시장의 성장을 기다린다

5. 완리(900180): 2분기 실적은 성장통, 내년을 바라보자

Investment Summary

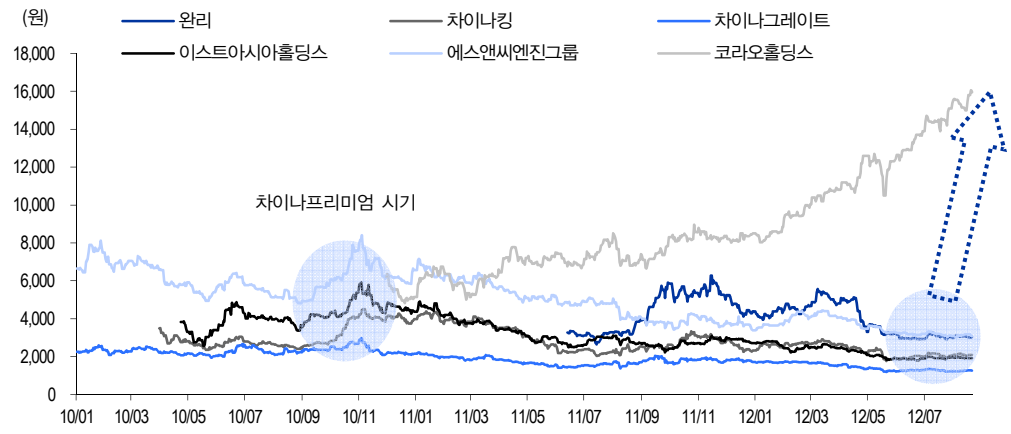
국내 상장 중국기업은 개별 기업별로 재평가 필요, 문제없는 중국기업 전진 앞으로

중국 경제는 앞으로 내수시장 확대에 따른 경제성장에 힘입어 중국 관련 성장주는 향후에도 시장에서 많은 관심을 받을 것으로 예상된다. 예전에는 중국이 수출주도형 경제구조를 중심으로 성장하였기에 중국의 노동력을 이용한 수출 및 경기부양 관련주가 주목을 받았었다면, 최근에는 중국 내수 시장이 급속도로 커져감에 따라 중국 내수 시장에서 직접적인 힘을 발휘할 수 있는 중국 내수 관련 수혜주가 각광을 받을 수 있다고 판단한다. 이러한 추세는 중국 내수 시장의 본격적인 성장과 함께 더욱 속도를 낼 전망이며 국내 증시에 상장된 중국기업은 중국 내수시장 성장에 가장 큰 수혜를 받을 것으로 예상된다.

2009~2011년 국내 자동차, 정유, 화학 업종의 주식들은 중국의 수출 및 경기부양 중심의 경제성장으로 인해 폭발적인 이익을 달성할 수 있었다. 그 뒤 약간의 시차를 두고 중국 내수시장 소비인구의 구매력 확대에 따라, 중국 내수시장에 소비재 관련 제품을 수출 또는 판매하는 '오리온', '에이블씨엔씨', '코스맥스' 등의 회사 실적이 성장하면서 주가도 동반하여 상승했다. 이러한 중국 내수 구매력 확대의 수혜는 올 11월 중국 지도부가 시진핑으로 교체되면서 더욱 속도를 낼 것으로 보인다. 2010년 10월 시진핑으로의 정권 교체 확정에 따라 국내 상장 중국기업들이 "차이나프리미엄'으로 상당히 주목받았던 것을 상기시켜 본다면 올 하반기 국내 상장 중국기업에 대해 주목해 볼 이유는 충분하다.

하지만 여전히 중국기업에 대한 신뢰 및 회계에 대한 문제가 발목을 잡고 있어 중국기업들에 대한 투자를 꺼리는 분위기이다. 하지만 중국기업에 대해 통합적 관점이 아닌 개별적 관점을 적용해 개별 기업별로 접근한다면 충분히 우량한 저평가 된 중국기업을 찾을 수 있다고 판단한다. 또한 국내 상장 해외 기업 중 가장 베스트케이스인 코라오홀딩스와의 비교를 통해 중국 개별기업들에 대한 저평가 해소를 기대한다. 중국기업에 대한 신뢰와 회계 문제는 중국 내부의 자금유치 사정과 증치세 등의 확인 절차를 통해 차차 해소될 것으로 전망하며 중국기업에 대한 심각한 저평가 문제는 이를 일으킨 소수의 기업에 국한되어야 한다고 판단한다.

[그림1] 차별화 된 중국기업은 중장기적으로 코라오홀딩스의 주가 모습을 보일 전망



주: 2010년 이후 주가추이
자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

I. 중국 경제 성장 스토리에 대한 小考

과거 중국은 수출 및 경기부양형 경제 구조를 중심으로 성장

중국경제는 1978년 이후 본격적인 개방을 통해 33년 동안 투자와 수출 성장을 바탕으로 연평균 10.0%의 고성장을 지속해 왔다. 특히 중국 GDP 성장은 2000년대 초 약 8%대에서 2007년 14.2%로 성장하며 해를 거듭할수록 높은 성장세를 유지했다. 하지만 호시절을 뒤로 하고, 중국은 2008년 미국발 금융위기로 경제 성장의 핵심이라고 할 수 있는 수출 및 경기부양형 경제 성장 구조에 타격을 입으며 GDP가 2004년 수준인 9.6% 수준으로 급락하였다. 이후 중국의 경제성장률은 10% 전후를 넘어서지 못하고, 한 자릿수 경제성장률에서 회복하지 못하면서 경기가 점차 둔화에 대한 우려가 점증되게 되었다.

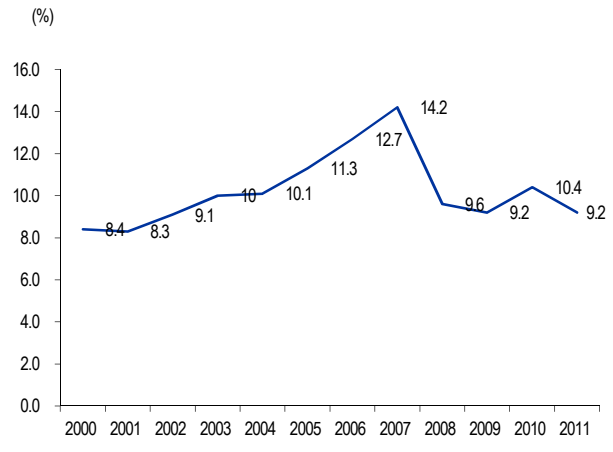
현재 중국 경제는 새로운 돌파구를 모색 중

그 이후 중국 GDP는 2011년까지 10.0% 수준에 머물러 있었으며, 오히려 2012년 접어들며 상황은 악화되기 시작했다. 2012년 GDP는 1Q12 8.1%, 2Q12 7.6%를 기록하며 경기에 대한 우려는 더욱 심각해졌으며 이로 인해 수출 중심의 경제 성장은 1)미국을 중심으로 한 위안화 절상압력, 2)글로벌 금융위기가 가중되며 중국의 수출 증가세가 점차적으로 둔화, 3)도시와 농촌간의 소득격차 확대로 사회 불안요소 잠재, 4) 지속적인 임금상승 추세로 인한 저가노동력 가치 희석 등의 문제를 유발시키며 새로운 성장 동력인 소비 중심의 경제 성장 구조를 모색하게 되었다.

소비 중심의 성장 구조 고도화 +11월 정권 교체를 계기로 중국 경기 턴라운드 국면 진입 예상

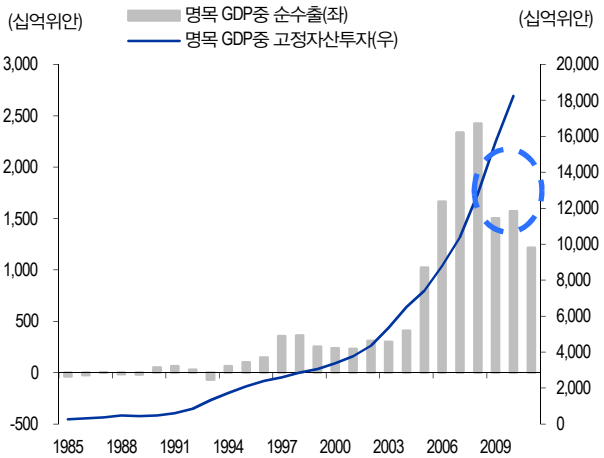
이로 인해 중국 정부는 소비 중심의 경제 성장 구조로의 변화를 12차 5개년 계획으로 본격화할 예정이다. 중국은 경제 성장 전략 변화를 통해 수출에 의존하던 외부지향적 성장에서 벗어나 내수 소비를 중심으로 성장하는 성장 구조의 고도화가 이뤄질 것으로 판단한다. 이러한 추세는 올 11월 중국 정권 교체를 시작으로 점차 가시화 될 것으로 판단하며 내년부터는 소비 중심의 성장 확대에 따라 현재 경기 둔화가 우려되고 있는 중국 경기의 턴어라운드 요인으로 작용할 것으로 전망하고 있다.

[그림2] 중국 연도별 GDP 성장률



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림3] 중국 연도별 GDP 대비 순수출 및 고정자산투자 규모 추이



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

Ⅱ. 중국 경제 성장기 국내 수혜 업종 트렌드

중국의 경제 성장, 한국 기업에게 다양한 방향으로 성장 기회 제공

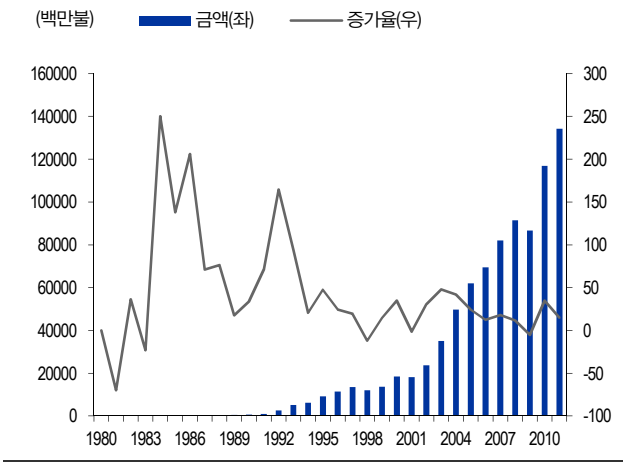
한중 수교 이후 우리나라의 대중국 수출은 점차적으로 증가하고 있다. 2011년 양국간 교역규모는 1992년 대비 약 35배 증가하면서 2004년 이후로는 국내 최대 교역국으로 자리 잡았다. 또한 교역 이후 수출과 수입은 각각 51배, 23배 증가하면서 최대 수출대상국이자 수입대상국이 되었다. 대중국 연평균 수출증가율 역시 전체 수출증가율 11.0%에 비해 11.9% 포인트 높은 22.9%를 기록해 대중국 수출이 빠른 속도 증가하고 있음을 알 수 있다. 또한 두 나라 수교 이후 대중국수출 평균 경제성장기여도 역시 점차적으로 높아지고 있으며, 우리 나라는 중국 경제와의 연관성이 점차 커지면서 중국에 수출 및 경기부양형 경제구조에 수혜를 입는 기업이 나타나기 시작했다. 이를 통해 제일 먼저 주목을 받으며 성장한 국내 산업은 자동화/화학/정유업종으로 일명 차화정으로 불리웠다.

[표1] 한 · 중 연도별 교역규모 증가 추이 (단위: 억달러)

연도	1992	2000	2006	2007	2008	2009	2010	2011
교역액	63.8	312.5	1,180.2	1,450.1	1,683.2	1,409.5	1,884.1	2,206.2
수출액	26.5	184.6	694.6	819.9	913.9	867.0	1,168.4	1,341.9
수입액	37.3	128.0	485.6	630.3	769.3	542.5	715.7	864.3
무역수지	-10.7	56.6	209.0	189.6	144.6	324.6	452.6	477.5

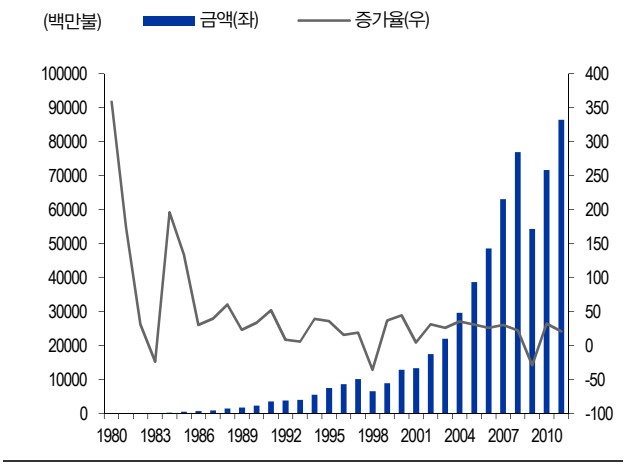
자료: 한국무역협회, 이트레이드증권 리서치본부

[그림4] 대중국 수출액 증가 추이



자료: 한국무역협회, 이트레이드증권리서치본부

[그림5] 대중국 수입액 증가추이



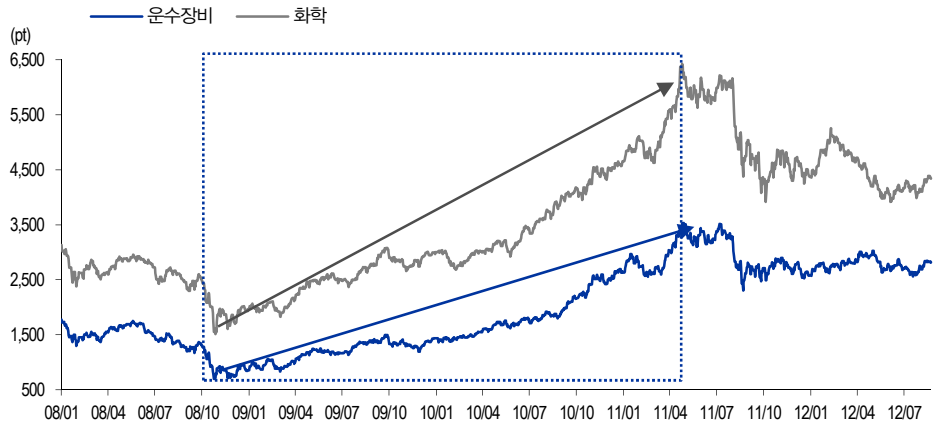
자료: 한국무역협회, 이트레이드증권 리서치본부

1st Theme: 국내 자동차/화학/정유업종, 차화정

대표적으로 2009년 ~2011년 5월까지 자동차/부품, 화학, 에너지 업종(통칭: 차화정) 주식들은 중국을 성장의 한 축으로 폭발적인 이익 증가를 기록했다. 이를 통해 차화정이라는 신조어를 만들어내며 이익 성장과 더불어 높은 주가 상승을 보였다. 운수장비업종 지수는 2008년말 698.0pt에서 2011년 상반기 3515.4pt까지 치솟으며 +403.6%의 지수 상승을 보였으며, 화학업종은 2008년말 1545.5pt에서 2011년 상반기 6423.9pt까지 치솟으며 +315.7%의 지수 상승을 보였다. 결국 중국의 수출 및 경기 부양형 경제 구조의 성장을 통해 국내 자동차/화학/정유업종의 회사들이 큰 수혜를 입은 것이다.

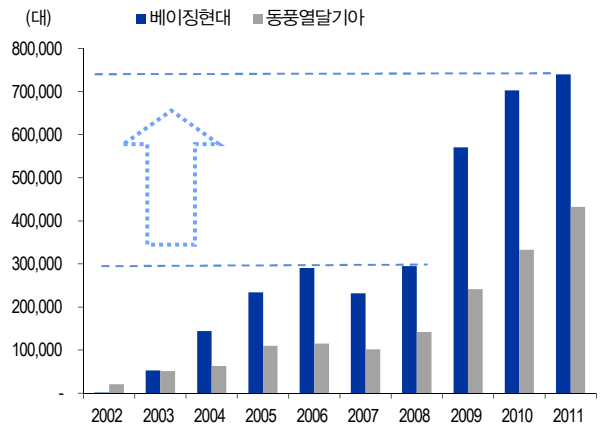
자동차업종내 개별 대표기업을 살펴보면, 국내 대표 자동차 회사인 현대, 기아차의 중국 자동차 판매량이 2009년도부터 큰 폭으로 증가하며 해당 기업의 연간 실적에 큰 폭으로 기여했다고 판단한다. 현대차는 [그림 7]에서 보이는 것처럼 2009년을 넘어서며 작년 대비 약 2배 이상의 자동차를 판매했고, 기아차 역시 2009년부터 중국 자동차 판매 성장률이 큰 폭으로 증가하며 실적 상승을 이끌었다고 판단한다. 또한 화학업종은 2008년말까지는 업황이 바닥이었으나 이후 해가 거듭될수록 국내 석유화학 업체들의 중국 수요 증가에 따른 수익성이 가파르게 개선되면서 2011년까지 국내 대표적인 화학업체들의 이익이 폭발적으로 늘어나는 모습을 보였다.

[그림6] 2008~2011년 5월: 운수장비&화학 업종지수 상승 추이



자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림7] 현대차 &기아차 중국 자동차 판매량 추이

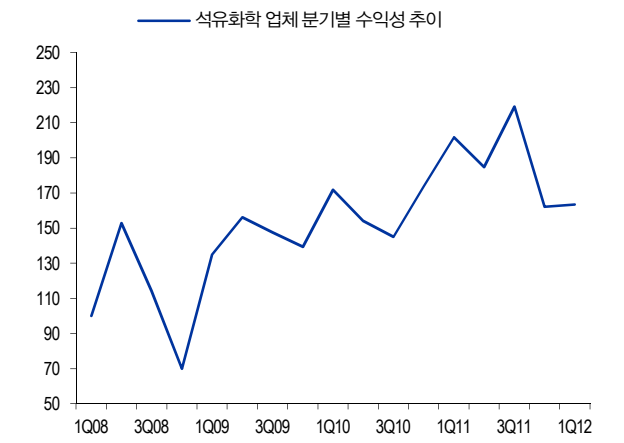


자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림8] 현대차 & 기아차 주가 추이

자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림9] 석유화학 업체 분기별 수익성 추이



자료: 이트레이드증권리서치본부

[그림10] 호남석유화학 & 금호석유화학 주가 추이

자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

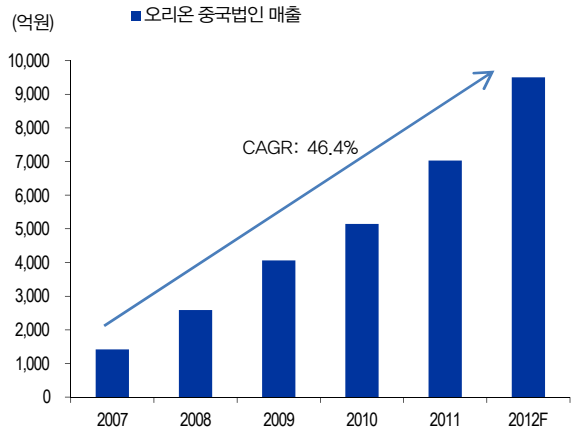
2nd Theme: 중국 내수소비재 관련주

그 뒤를 이어 글로벌경제가 유럽리스크로 인해 불확실성이 심화됨에 따라 경기를 크게 타지 않으면서 성장이 지속될 수 있는 중국관련 내수소비재 주식이 주목을 받기 시작했다. 실제로 중국 내수와 관련된 제품 판매로 인해 매출이 성장하는 국내 기업들은 높은 성장성도 인정받게 되었다. 국내 기업 중 '오리온'은 중국 본토의 먹거리를 공략해서 성공적으로 정착하였으며, '에이블씨엔씨', '코스맥스' 등은 중국에서 화장품 관련 제품 판매를 통해 중국 내수 시장 성장과 동반 성장할 수 있었다. 최근에도 이러한 트렌드는 이어지고 있으며 중국 내수에 기타 내수소비재를 수출하여 판매하는 '빙그레'(바나나맛우유), '매일유업'(분유)등도 추가적으로 주목을 받고 있다.

[그림11] 오리온 주가 추이

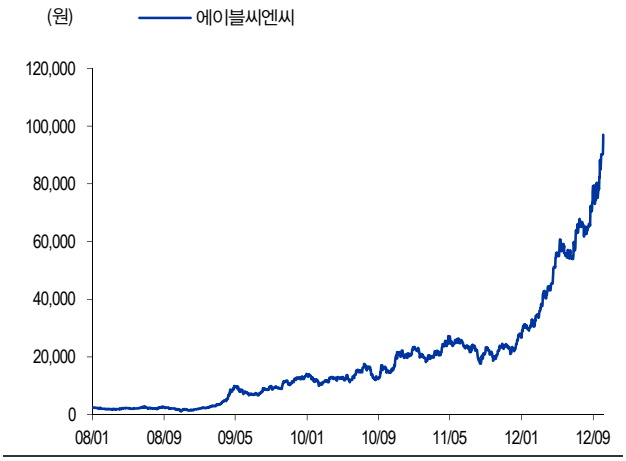
자료: DataGuide, 이트레이드증권리서치본부

[그림12] 오리온 중국법인 연도별 매출 추이



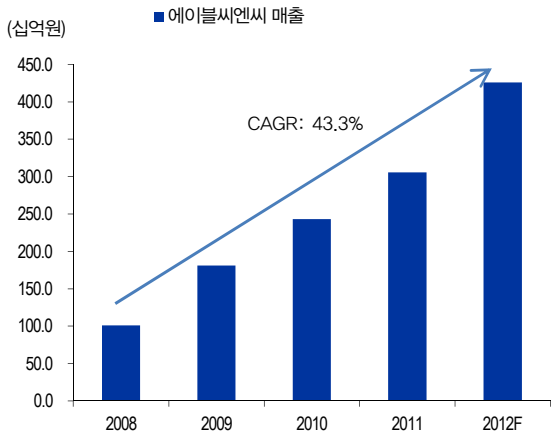
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림13] 에이블씨앤씨 주가 추이



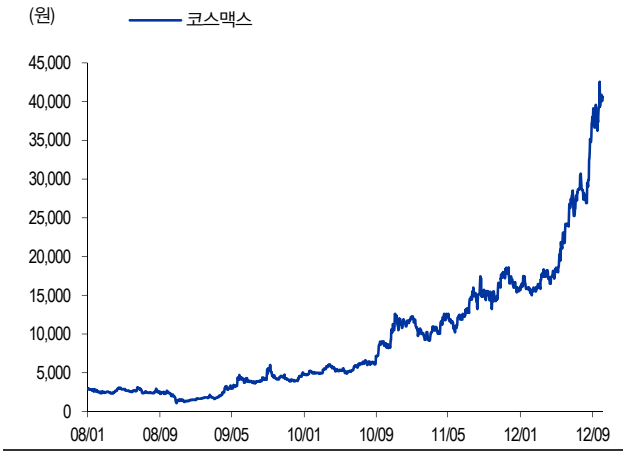
자료: DataGuide, 이트레이드증권리서치본부

[그림14] 에이블씨앤씨 연도별 매출 추이



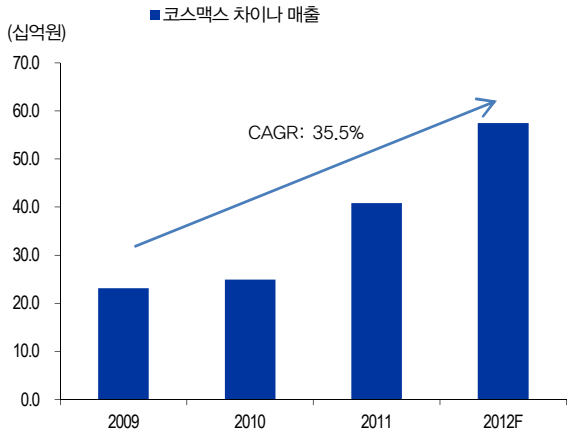
주: 에이블씨앤씨는 중국관광객 소비 수혜
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림15] 코스맥스 주가 추이



자료: DataGuide,이트레이드증권리서치본부

[그림16] 코스맥스 차이나 연도별 매출 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

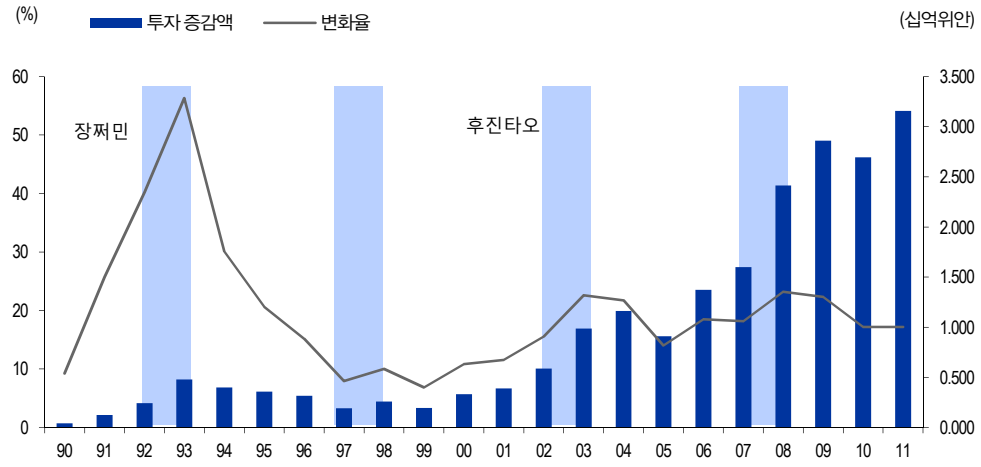
Ⅲ. 중국 경제 新 사이클에 대비해야 할 새로운 업종은?

1. 차화정(자동차, 화학) -> 중국 내수소비재 관련주 -> 그 다음은 ?

중국 경기 반전시 차화정(자동차, 화학), 중국 내수소비재 살만하지만...

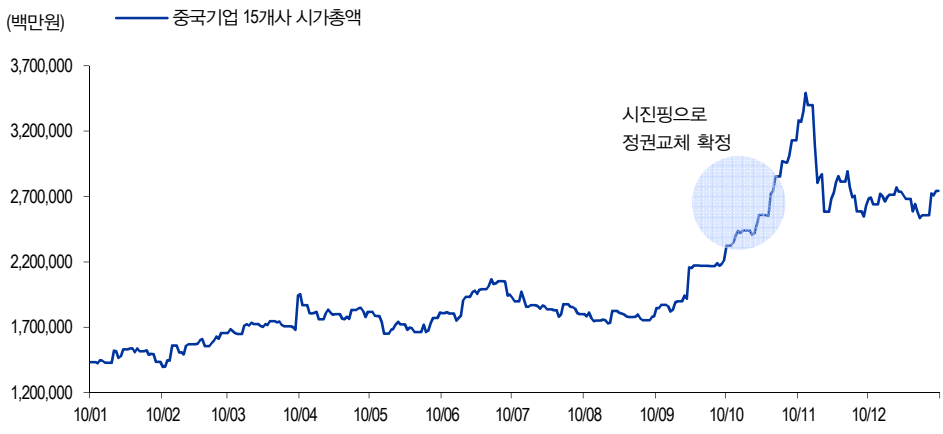
향후 중국 경기가 지도부 교체를 전환점으로 반전된다면 중국 경기 상승에 따른 수혜주 찾기가 더욱 분주해 질 것으로 예상된다. 그로 인해 과거 중국 성장 수혜주였던 차화정이나 중국내수 소비재가 주목을 받을 수 있다. 하지만 차화정은 예전 고성장을 구가했던 시기만큼 국내 업체들에게 우호적인 여건은 아니라고 판단하며, 중국 내수소비재 관련 기업들은 중국을 통해 꾸준히 성장하고 있지만 이미 시장에서 높은 밸류에이션을 적용받고 있어 가격 측면에서 다소 부담스럽다고 판단한다. 이러한 이유로 당사는 중국 내수 성장 중장기적 수혜와 낮은 밸류에이션(5개사 2012F PER 3.0배 수준)에 착안하여 현재 국내에 상장되어 있는 중국 본토 기업에 주목해 보고자 한다. 서두에서 언급했듯이 중국경제는 소비중심의 경제 성장과 함께 올해 11월부터 시진핑 체제가 출범함에 따라 고정자산 투자 증가에 따른 경기부양에 나설 것으로 예상한다.

[그림17] 중국 정권 교체 이후 1,2년차 고정자산 투자 증가 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림18] 중국기업 15개사 시가총액 2010년도 추이

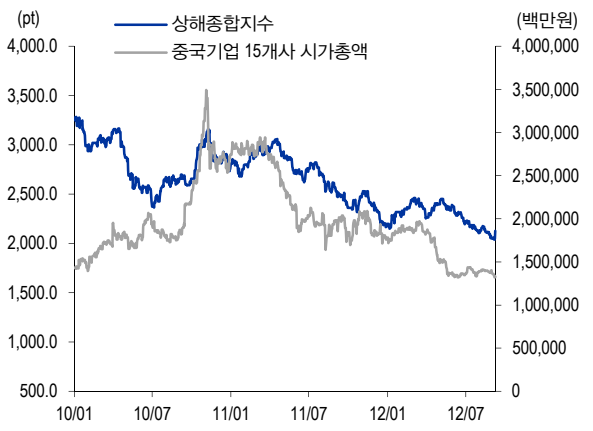


자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림19] 상해종합지수 & 중국기업 15개사 시가총액 2010년 추이

자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림20] 상해종합지수 & 중국기업 15개사 시가총액 동조화 경향



자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

이제는 중국 토종(본토)기업에 관심을 가져보는 것이 어떠한가?

앞서 간단히 언급했지만 향후 중국 본토 기업에 주목해야 하는 이유를 중국 산업 구조의 변화를 통해 심도 있게 알아보면, 앞으로 중국은 '지속 가능한 성장'과 '질적 발전'이라는 두 가지 명제 해결을 통해 글로벌 강대국으로 거듭나려 하고 있다. 이를 위해 '투자-수출' 주도의 경제성장 정책에서 벗어나 '내수소비위주'의 경제구조로 변화를 시도하고 있다. 과거에 중국은 1990년대 후반부터 본격적으로 자본집약적 산업을 적극적으로 육성하기 시작했으며, 1980~2000년에는 약 20년 동안 경공업과 중화학공업이 산업생산에서 차지하는 비중이 5 대 5를 유지했다. 그 이후 산업정책 전환 후 10년 만인 2007년도에는 경공업 비중이 30%로 줄고 중화학공업 비중이 70%를 넘어섰다. 또한 1998년 이후에는 핵심 산업의 구조조정을 통해 국유기업을 대형화하는 '조대방소(抓大放小)' 정책을 통한 규모의 경제를 추진하여 대형 국유기업의 경쟁력을 강화하는 계기가 되었다. 이를 통해 '투자 -> 수출 -> 투자'가 이뤄지면서 투자와 수출이 경제성장의 큰 역할을 담당 하였었다.

수출중심의 경제성장으로 한계를 느낀 중국은 경제성장정책을 '소비중심'의 성장전략으로 전환하였다. 이에 맞춰 12차 5개년 계획(12 · 5계획)이 발표되었으며 주요내용은 '내수 확대', '안정적 경제발전', '소득분배의 재조정' 등이다. 이전 '11 · 5계획'(2006~2010)기간 동안 중국 경제는 연평균 10.1%의 고성장을 기록하며 세계 2위의 경제대국으로 올라섰으나 후진타오가 당초 목표로 했던 1)질적인 발전, 2)내수주도형 경제, 3)분배 등에서는 큰 성과를 나타내지 못했다. 오히려 글로벌 금융위기를 겪으며 국가의 역할은 증대되고 민간기업이 퇴출되는 현상이 심해지면서 국유기업만 부유해지고 민영기업은 가난해지는 구조가 심화되었다. 이를 해결하기 위해 경제구조를 투자 및 수출 중심에서 내수 중심으로 전환하고 경제정책을 성장위주에서 내수 확대와 분배에 무게를 두는 '포용적 성장'이 자리잡게 된 것이다.

중국은 앞으로 소비 위주의 성장을 바탕으로 약 2028년 정도면 미국을 제치고 세계 최대의 경제대국으로 부상할 것으로 전망되고 있다. 실제로 2020년 정도면 중국의 소비시장 규모는 연간 8조 8천억 달러에 이를 것이며, 같은 시기에 미국은 11조 달러, 일본은 4조 5천억 달러, 한국은 2조 2천억 달러 수준이 예상되고 있다. 임금은 매년 13% 이상으로 상승할 것으로 예상되며 이런 추세라면 5~6년 정도가 지나면 지금의 두 배 이상의 소득이 가능하다고 한다. 결국 장차 중국 내수 성장의 수혜가 가능한 국내 상장 중국 기업들에 대해서 관심의 끈을 놓지 말아야 한다.

2. 중국 본토 기업, 실적 성장과 밸류에이션 매력에 초점

매출 & 영업이익 성장이 계속된다

국내 상장 중국기업은 과거부터 현재까지 꾸준한 실적 성장성을 보여주고 있다. 그 중에서도 차이나킹의 성장성이 가장 눈에 띄는데 차이나킹은 4개년 연평균 매출, 영업이익, 당기순이익 성장률이 20%를 모두 상회하는 실적을 보여주고 있다. 또한 차이나킹의 연간 영업이익률은 약 40%로 높은 영업이익률을 유지하며 꾸준한 실적 성장을 거듭하고 있으며 추가적으로 화장품 사업 진출을 통해 새로운 성장성을 확보할 계획이다. 에스앤씨엔진그룹은 올해 2분기까지 + 20.3% YoY 매출 성장을 지속했으나 하반기 모터사이클, 잔디깎기 판매 부진이 예상됨에 따라 매출 성장이 일시적으로 둔화될 것으로 예상되며, 차이나그레이트, 이스트아시아홀딩스, 완리도 중국 경기 둔화의 영향으로 인해 올해 실적 성장에 어려움을 겪고 있다. 하지만 정권 교체를 통한 경기부양으로 인해 실적 호전이 예상되며, 완리를 제외한 4개사의 평균 2012F 밸류에이션이 PER 2.6배로 기업가치 대비 과도한 할인이 적용되었다고 판단한다.

[표2] 국내 증시 상장 중국기업 성장성 평가 (단위: %, 십억원)

구분	회사명	증가율	2009(2010.06)	2010(2011.06)	2011(2012.06)	2012F(2013.06)	4 개년 CAGR
코스닥	차이나킹	매출액	129.9	188.9	236.6	280.0	-
		매출액 중 내수비중	100%	100%	100%	100%	-
		매출증가율	**36.1%**	**45.4%**	**25.2%**	**18.4%**	**29.2%**
		영업이익	59.9	81.0	95.1	107.4	-
		영업이익증가율	**-**	**33.5%**	**19.0%**	**12.9%**	**21.5%**
		순이익	44.1	55.9	67.5	76.3	-
		순이익증가율		**26.6%**	**20.8%**	**13.1%**	**20.1%**
	에스앤씨엔진그룹	매출액	136.3	158.4	203.6	198.6	-
		매출액 중 내수비중	57.5%	64.3%	67.2%	68.1%	
		매출증가율	**12.30%**	**16.3%**	**28.5%**	**-2.5%**	**13.4%**
		영업이익	34.6	38.6	62.6	55.7	-
		영업이익증가율	**-**	**11.3%**	**62.5%**	**-11.1%**	**17.2%**
		순이익	27.7	29.2	41.2	34.6	-
		순이익증가율	**15.40%**	**5.5%**	**41.0%**	**-16.0%**	**7.7%**
	차이나그레이트	매출액	292.6	352.8	415.9	467.0	-
		매출액 중 내수비중	93.7%	95.6%	97.9%	97.9%	-
		매출증가율	**-**	**20.5%**	**17.9%**	**12.3%**	**16.9%**
		영업이익	47.2	52.8	63.6	67.1	-
		영업이익증가율	**-**	**11.7%**	**20.6%**	**5.5%**	**10.2%**
		순이익	32.4	39.2	46.6	52.2	-
		순이익증가율	**-**	**21.0%**	**18.9%**	**12.0%**	**14.9%**
	이스트아시아홀딩스	매출액	119.5	153.5	184.3	182.3	-
		매출액 중 내수비중	100%	100%	100%	100%	-
		매출증가율	**18.2%**	**28.4%**	**20.0%**	**-1.1%**	**15.1%**
		영업이익	23.4	24.9	31.1	30.4	-
		영업이익증가율	**39.5%**	**6.6%**	**24.7%**	**-2.0%**	**9.1%**
		순이익	19.4	20.9	25.3	26.3	-
		순이익증가율	**19.9%**	**8.1%**	**20.7%**	**4.0%**	**10.7%**
	완리	매출액	114.6	139.6	178.1	198.6	-
		매출액 중 내수비중	100%	100%	100%	100%	-
		매출증가율	**-**	**21.8%**	**27.5%**	**11.5%**	**20.1%**
		영업이익	31.7	43.3	48.2	35.5	-
		영업이익증가율	**-**	**36.9%**	**11.3%**	**-26.5%**	**3.9%**
		순이익	22.8	30.5	34.8	24.3	-
		순이익증가율	**-**	**33.6%**	**14.0%**	**-30.1%**	**2.1%**

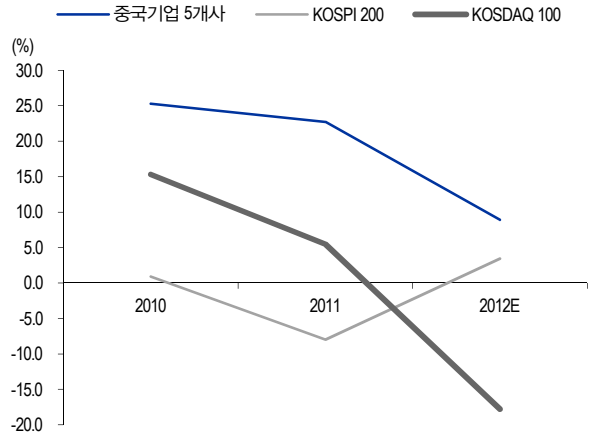
자료: 이트레이드증권 리서치본부,

[표3] 국내 상장 중국기업 5개사 연도별 실적 합계 및 증가율 추이 (단위: %, 십억원)

구분	회사명	증가율	2009(2010.06)	2010(2011.06)	2011(2012.06)	2012F(2013.06)	4 개년 CAGR
5 개사 합계	차이나킹	매출액 합계	792.9	993.2	1218.5	1326.5	
	에스앤씨엔진그룹	**매출증가율**	**-**	**25.3%**	**22.7%**	**8.9%**	**18.7%**
	차이나그레이트	영업이익 합계	196.8	240.6	300.6	292.2	-
	이스트아시아홀딩스	**영업이익증가율**	**-**	**22.3%**	**24.9%**	**-2.8%**	**14.1%**
	완리	순이익 합계	146.4	175.7	215.4	210.7	-
		순이익증가율	**-**	**20.0%**	**22.6%**	**-2.2%**	**12.9%**

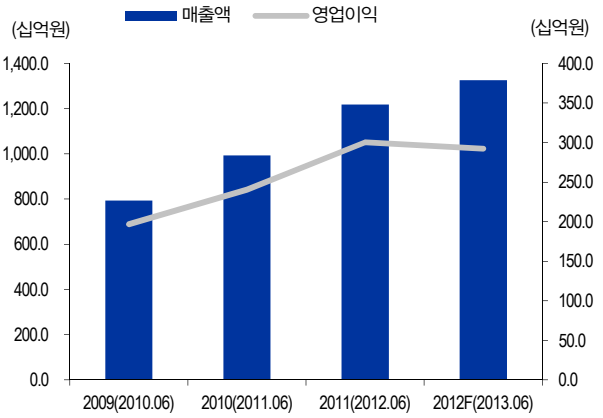
자료: 이트레이드증권 리서치본부,

[그림21] 중국기업 5개사와 매출증가율 비교



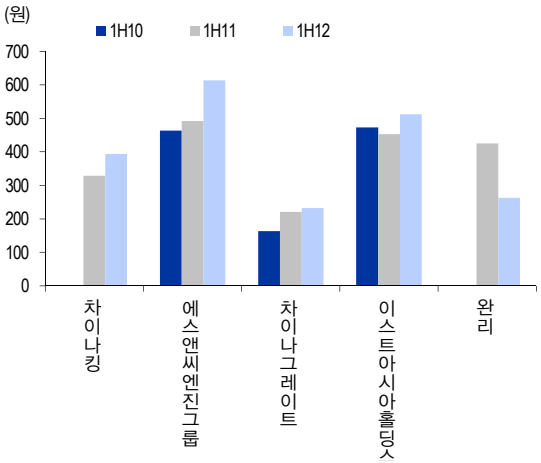
자료: Wisefn, 이트레이드증권리서치본부

[그림22] 중국기업 5개사 매출액 & 영업이익 합계 추이



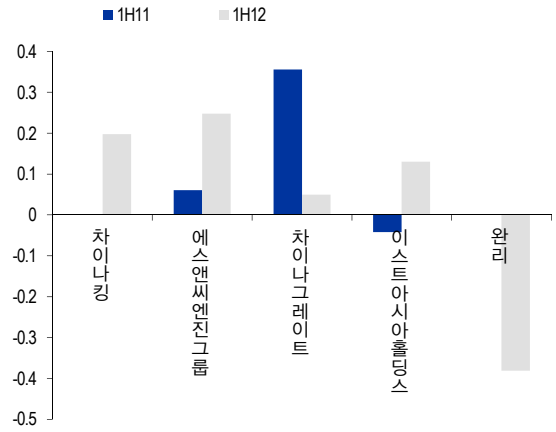
자료: Wisefn, 이트레이드증권 리서치본부

[그림23] 중국기업 상반기 3개년 EPS 추이



주: 상장 이후 회계연도 값만 존재
자료: Wisefn, 이트레이드증권리서치본부

[그림24] 중국기업 2011~2012 상반기 EPS 증가율



주: 상장 이후 회계연도 값만 존재
자료: Wisefn, 이트레이드증권 리서치본부

Valuation, 싸도 너무 싸다

현재 완리를 제외한 4개사의 2012F 실적 기준 PER 평균치는 2.6배로 극도의 저평가 상태이다. PER 2.6배에 대한 해석은 중국 기업에 대한 불신과 중국 경기 답보의 영향이라고 판단한다. 하지만 모든 중국기업들이 문제 있는 것이 아니며, 지도부 교체로 인해 중국 경기가 되살아난다면 과연 우량한 국내 상장 중국기업의 밸류에이션 PER 2.6배 수준이 적합한지에 대해 충분히 재고의 여지가 있다고 판단한다.

'차이나킹'은 2012(2013.06)사업년도 기준 밸류에이션은 PER 2.6배 PBR 0.5배 수준이다. 여기에 동사가 발행한 BW로 인한 주당순이익 희석분을 감안해도 PER 3.2배 수준에서 거래되고 있다. 동사가 건강식품 판매 및 동충하초 유통, 그리고 차사업을 통해 꾸준히 실적 달성을 해왔음에도 불구하고 단순히 중국기업이라는 이유만으로 너무도 극심한 저평가를 받고 있다.

'에스앤씨엔진그룹'은 2012F 기준 밸류에이션이 PER 3.2배 PBR 0.4배 수준으로 예상된다. 2012년 상반기 누적 실적은 매출 6.7억RMB(+20.3% YoY), 순이익 1.4억RMB(+51.2% YoY)으로 제초기와 기어 판매 증가로 인해 전년 동기 대비 큰 폭의 실적 성장을 달성했다. 하지만 하반기 유럽 및 아프리카에 대한 잔디깎기 및 모터사이클 판매 부진으로 실적이 다소 둔화될 것으로 판단된다.

'차이나그레이트'와 '이스트아시아스포츠'는 스포츠 & 캐쥬얼 의류 및 신발에 대한 판매를 하고 있으며 스포츠 의류 및 신발 시장의 경쟁 심화로 인해 두 업체 모두 올해 들어 실적 성장에 정체를 겪고 있다. 2012F 기준 밸류에이션은 '차이나그레이트' PER 2.7배 PBR 0.5배, '이스트아시아홀딩스' PER 1.9배 PBR 0.4배로 밸류에이션 자체는 타 중국 기업과 마찬가지로 낮다.

'완리'는 타일제조 전문기업으로 해마다 꾸준한 실적 성장을 지속했으나 전방산업 악화로 인해 2분기에 부진한 실적을 기록했다. 이러한 부진한 실적은 하반기에도 일부 영향을 끼칠 것으로 판단하며 연간으로 볼 때 매출은 11.5% 증가 영업이익은 약 30% 정도 감소할 것으로 전망하고 있다. 2012F 기준 밸류에이션은 PER 6.1배, PBR 0.7배로 타 중국기업 대비 높은 수준이지만 내년부터 중국 경기가 완화된다면 건설경기 회복에 따른 수혜를 입을 것으로 전망한다.

[표4] 국내 증시 상장 중국기업 및 코라오홀딩스 투자지표 평가 비교

구분	회사명	주요사업	지표	2009(2010.06)	2010(2011.06)	2011(2012.06)	2012F(2013.06)
코스닥	차이나킹	건강식품	**PER**	**4.0**	**3.4**	**2.4**	**2.6**
			PBR	1.2	0.9	0.5	0.5
	에스앤씨엔진그룹	자동차기어	**PER**	**7.4**	**9.0**	**3.3**	**3.2**
			PBR	1.7	1.4	0.6	0.4
	차이나그레이트	스포츠 & 캐쥬얼 의류 및 신발판매	**PER**	**6.1**	**5.5**	**3.7**	**2.7**
			PBR	1.7	1.3	0.8	0.5
	이스트아시아홀딩스	스포츠 & 캐쥬얼 의류 및 신발판매	**PER**	**-**	**4.4**	**2.5**	**1.9**
			PBR	-	1.2	0.5	0.4
	완리	타일생산전문	**PER**	**-**	**-**	**5.5**	**6.1**
			PBR	-	-	1.2	0.7
코스피	코라오홀딩스	자동차 및 부품판매	**PER**	**-**	**9.8**	**14.3**	**22.7**
			PBR	-	2.6	3.4	5.8

자료: 이트레이드증권 리서치본부,

Ⅳ. 국내 상장 중국기업의 형편없는 주가흐름, 그 배경은?

1. 국내 상장 중국 기업 주가 흐름

대부분의 기업들이 주가하락, 소수의 기업만이 주가 상승

국내 상장 해외기업 중 현재 상장되어 있는 중국기업은 총 13개사로 그 중 12개사의 주가가 공모가를 하회하고 있다. 주가에 대한 낙폭도 공모가 대비 -40% 이상인 종목이 8종목으로 과도한 수준의 주가 하락을 보이고 있다('중국고섬'은 거래정지 중이며 '성융광전투자' '연합과기'는 상장폐지). 그리고 주가하락은 현재에도 추세적으로 이어지고 있으며, 중국 기업들의 주가는 주가밴드상으로 저점에 위치하고 있다. 중국기업들은 재무적인 숫자로 보여지는 성장성은 뛰어나지만, 그 숫자에 대해 국내 투자자들의 불신이 깊어지면서 시장에서 점차 신뢰를 잃어가고 있다.

하지만 중국기업들의 주가 수준이 항상 낮게 형성 되었던 것은 아니다. 중국이 수출위주의 경제정책에서 내수시장확대 및 소비위주의 성장으로 경제성장 정책을 바꾼다고 발표가 나면서 중국현지기업에 '차이나프리미엄'을 줘야 한다는 논리가 우세해지면서 중국 기업들의 주가가 2010년 8월 중순부터 약 3개월가량 주가가 급등했다. 이 와중에 '중국주(국내상장 중국기업과 통칭해서 사용)'의 대장주 역할을 하고 있는 '중국원양자원'은 시가총액이 장 중 1조원을 돌파하며 차이나리스크에서 완전히 탈피하는 듯 보였다. 하지만 이러한 주가 상승 추세는 오래가지 못했다. 중국원양자원은 2010.11.05 갑작스럽게 발표한 '시설자금 마련 유상증자 결정' 및 최대주주 허위기재라는 이벤트로 또다시 시장의 신뢰를 잃게 되었으며 이를 계기로 주가가 하락추세로 전환되었다. 이러한 주가하락 현상은 중국원양자원에 그치지 않고 다른 중국기업으로까지 전이되어 타 중국주들 역시 동반 급락하기 시작했다.

[표5] 국내 증시 상장 중국기업 현황

구분	회사명	주요사업	상장일시	공모가	10/5 종가 (원)	주가변동율	시가총액(억원)
유가증권	화풍집단	원단염색가공	'07.11.26	5,600	1,590	-71.6%	77
	중국원양자원	원양수산물	'09.05.22	3,100	3,825	23.4%	2,872
	중국고섬	화학섬유	'11.01.25	7,000	4,165	-40.5%	1,250
코스닥	3노드디지탈	멀티미디어스피커	07.08.17	2,500	847	-66.1%	510
	중국식품포장	음료캔	'09.03.27	1,500	2,510	67.3%	502
	차이나그레이트	스포츠신발 및 의류	'09.05.29	1,700	1,405	-17.4%	1,405
	에스앤씨엔진그룹	자동차기어, 잔디깎기, 모터사이클	'09.12.04	6,000	2,580	-57.0%	1,066
	글로벌에스엠	IT기기및화스너	'09.12.23	3,200	1,165	-63.6%	412
	차이나하오란	코팅백판지	'10.02.05	4,700	1,525	-67.6%	610
	차이나킹	건강식품 및 차사업	'10.03.31	3,700	2,425	-34.5%	1,940
	이스트아시아홀딩스	스포츠신발 및 의류	'10.04.23	5,000	2,065	-58.7%	475
	웨이포트	제초기, 톱류	'10.07.23	1,400	497	-64.5%	278
	완리	타일생산전문	'11.06.13	4,100	3,000	-26.8%	1,461

자료: KRX, 이트레이드증권 리서치본부

[그림25] 차이나킹 상장 이후 주가추이

자료: DataGuide, 이트레이드증권리서치본부

[그림26] 에스앤씨엔진그룹 상장 이후 주가추이

자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림27] 차이나그레이트 상장 이후 주가추이

자료: DataGuide, 이트레이드증권리서치본부

[그림28] 이스트아시아홀딩스 상장 이후 주가추이

자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림29] 완리 상장 이후 주가추이

자료: DataGuide, 이트레이드증권리서치본부

[그림30] 중국원양자원 상장 이후 주가추이

자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

2. 중국 기업들의 주가 하락이 과도한 배경

중국 국적의 기업에 대한 불신 및 회계 부정

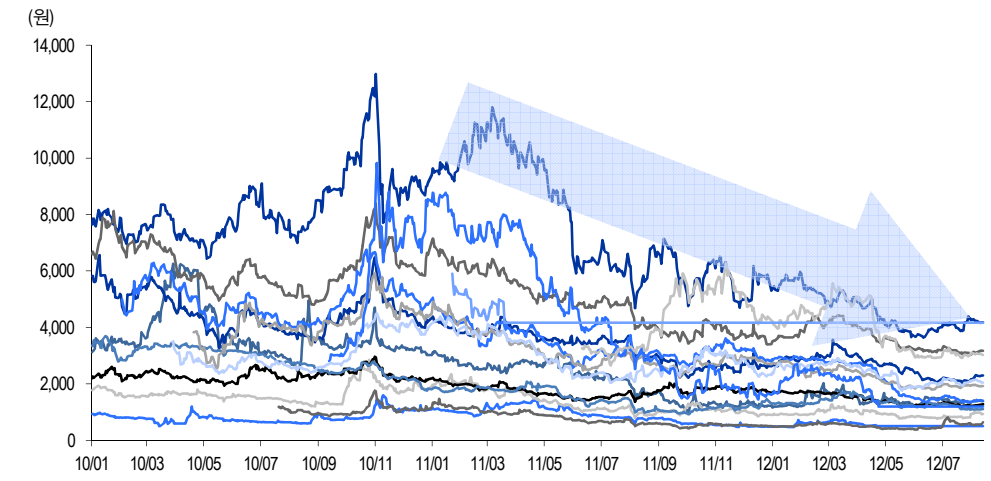
중국기업들의 주가하락은 비단 한 기업에만 국한되는 현상이 아니다. 중국기업들이 전체 한 그룹으로 묶여 그 중 한 기업이 문제를 일으키면 그 여파를 다같이 받는 흐름이 현재까지 지속되고 있다. 당사의 판단으로는 '차이나디스카운트'의 본격적인 시작은 10년 11월 대장주(株) '중국원양자원'의 1,000억원 규모의 유상증자 및 최대주주 허위기재가 시발점이었다고 판단한다.

대부분의 중국기업들의 주가는 이 이벤트 직전까지는 중국기업에 대한 재평가가 이뤄지며 주가가 최고점 수준에 도달했었다. 하지만 이 사건이 이후 '중국고섬'의 2010년도 감사의견거절에 따른 거래정지, '중국원양자원'의 선박 실체에 대한 의문, '성융광전투자', '연합과기' 감사의견 거절로 인한 상폐사유 발생 등의 사건이 주기적으로 발생함에 따라 중국기업들의 주가는 바닥을 향해 지속적으로 하락했다.

[그림31] 중국기업들의 주가등락을 일으킨 주요 이벤트 정리

자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림32] 국내상장중국기업 15개사 주가추이

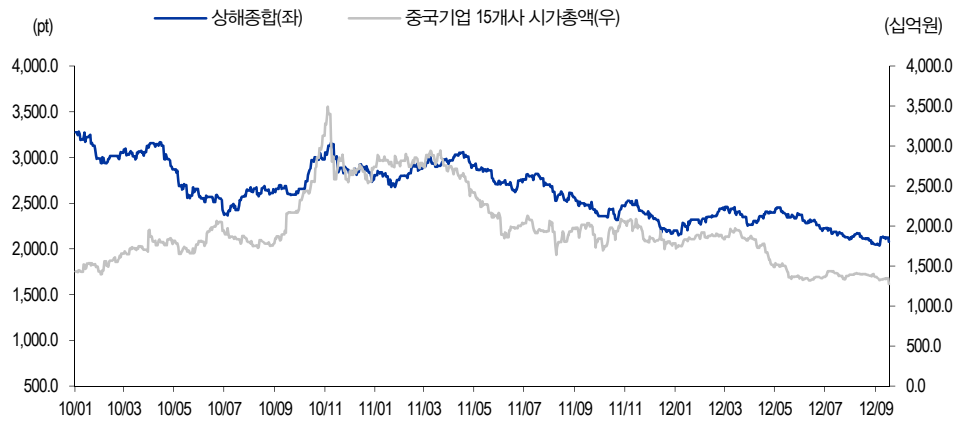


자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

중국의 긴축으로 인한 경기 둔화도 주요한 이유

중국은 최근 몇 년 동안 정부의 지속적인 긴축 정책으로 인해 상해종합지수의 흐름이 좋지 않았으며 상해종합지수는 2010년 고점대비 -34% 하락했다. 같은 기간 국내상장 중국기업의 시가총액도 -62% 하락했다. 이것으로 예상해보건대 국내상장 중국기업의 주가하락은 단순히 신뢰 및 회계 불신의 문제뿐만 아니라 중국 본토의 경기 악화도 부분적으로 영향이 있었다고 판단한다. 오히려 경기도 안 좋은 시기에 맞물려 회계 문제를 일으키는 기업이 한 둘 생기다 보니 이 부분이 크게 부각되어 주가 하락폭이 과도한 측면이 있었다고 판단한다.

[그림33] 상해종합지수 및 중국기업 15개사 시가총액 추이



자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

IR에 능동적이지 못한 대응도 관심도 하락의 주요 원인

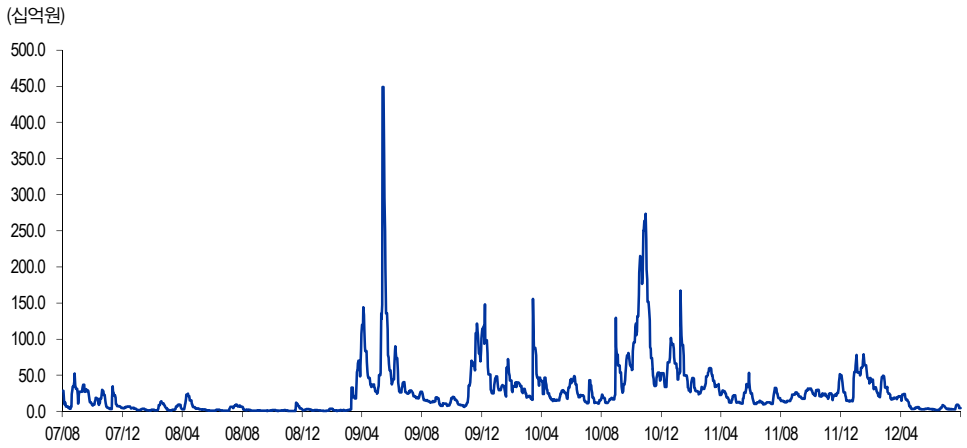
국내상장 중국기업들의 경우 사업회사가 중국에 있어 한국투자자와의 의사소통은 통상적으로 공시 및 IR 대행사를 통해 진행된다. 공시 및 IR 대행을 통한 업무 처리는 언어 문제와 더불어 직접 회사관계자와의 연결을 통한 Q&A가 어려우며, 사업장이 중국에 있어 회사 탐방 요청시 빠른 대응이 어려운 것도 국내 상장 중국기업에 대한 관심도 하락의 주요 이유라고 판단한다.

[표6] 회사별 공시 및 IR 대행사 현황

회사	구분	대리인	주소	연락처
차이나킹	공시 대리인	차이나킹하이웨이 한국사무소(길봉)	서울시 영등포구 여의도동 45-20 동북빌딩 901 호	02-780-1629
	IR 대리인	차이나킹하이웨이 한국사무소(길봉)	서울시 영등포구 여의도동 45-20 동북빌딩 901 호	02-780-1629
에스앤씨엔진그룹	공시 대리인	법무법인 상상	서울특별시 영등포구 여의도동 24-5 파이낸셜뉴스 빌딩	02-786-5213
	IR 대리인	Value C&I	서울특별시 영등포구 여의도동 24-1 율촌빌딩 10 층	02-3443-5717
차이나그레이트	공시 대리인	엠케이차이나컨설팅 (이택곤 회계사)	서울시 영등포구 여의도동 35-4 한국화재보험협회 빌딩	070-8671-0304
	IR 대리인	차이나킹하이웨이 한국사무소(길봉)	서울시 영등포구 여의도동 45-20 동북빌딩 901 호	02-780-1629
이스트아시아홀딩스	공시 대리인	법무법인 상상	서울특별시 영등포구 여의도동 24-5 파이낸셜뉴스 빌딩	02-786-5213
	IR 대리인	한국사무소	서울시 강남구 논현동 254-27 정림빌딩 501 호	070-4607-3836
완리	공시 대리인	한울공시자문 주식회사	서울시 강남구 대치동 943-27 신도빌딩 5 층 (135-280)	02-2009-5754
	IR 대리인	Value C&I	서울특별시 영등포구 여의도동 24-1 율촌빌딩 10 층	02-3443-5717

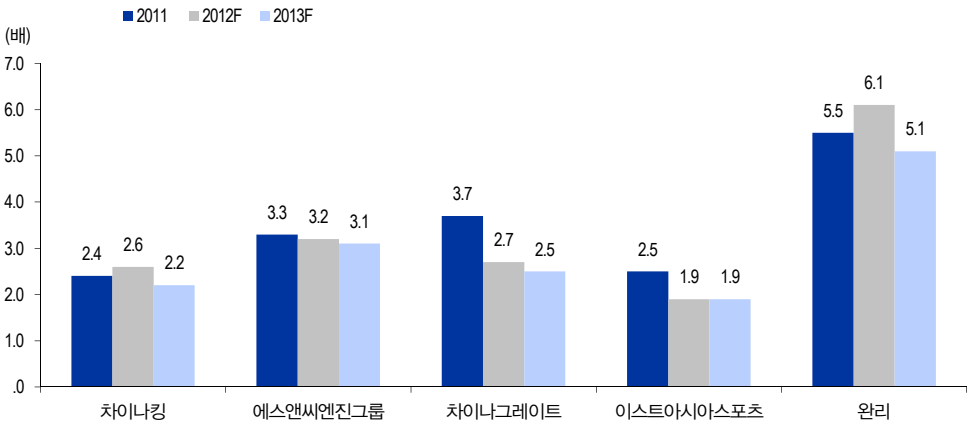
자료: 각사 사업보고서, 이트레이드증권 리서치본부

[그림34] 관심도 하락으로 국내상장중국기업 거래대금(5일 평균) 추이는 하락 중



자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림35] 중국기업 2011~2013F년 PER 비교



자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

V. 새로운 시각을 제시하며 중국 기업에 대한 재평가 기대

1. 중국 기업에 대해 정말 믿을 수 없는가?

주식시장을 통한 자금 조달 그 이유는?

중국기업들은 시장에서 예기치 못한 대규모 자금조달로 인해 투자자들의 신뢰를 상당히 잃었으며 그로 인해 주식시장에서의 충격도 컸다. 그것에 따른 후유증이 주가에 반영되어 주가 하락에 대한 압력을 더욱 키웠다. 가장 문제로 지적됐던 부분은 시장에서의 자금조달이 투자자와 회사간의 충분한 커뮤니케이션이 되지 않은 상태에서 급작스럽게 이뤄진 점이 투자자들을 크게 실망시켰다는 판단이다. 분명 시장에서의 급작스러운 자금조달은 차차 고쳐 나가야 할 부분이라고 판단한다. 하지만 중국기업들이 왜 굳이 시장을 통해 자금을 조달하게 되었는지에 대해서는 중국 기업들의 여건에 비추어 볼 때 부분적으로 납득이 가능하다.

중국인민은행 통계에 따르면, 중국기업들의 자금조달에서 은행대출이 차지하는 비중은 80%를 넘을 만큼 은행대출은 중국기업 자금조달의 핵심 채널이다. 하지만 [표 7]에서 보이는 것처럼 전체 은행대출에서 민영기업이 차지하는 비중은 9~14%를 넘지 못하고 있으며 2000년도 들어서는 점차 낮아지고 있다. 이렇게 민영기업들이 중국 자국의 금융기관을 통한 자금조달 비율이 낮은 주요 이유는 1)길고 복잡한 대출절차, 2)유효한 담보자산의 부족, 3)높은 대출이자, 4)적합한 담보인 부족 등의 순으로 나타났다. 2011년도만 해도 은행기준금리를 6차례 올리는 등 지급준비율이 21.5%까지 올라가 민영기업들의 대출이 더 어려워졌었다.

중국 민영기업이 대출받기 힘든 좀 더 본질적인 이유는 국유기업위주 또는 정부프로젝트 위주의 차별적인 신용할당이 있으며, 이것(금융산업)이 국가에 의해 독점되고 있기에 가능하다. 약 0.5%의 대형기업이 50% 이상의 은행대출금액을 사용하는 반면 90% 이상의 중소기업은 약 20% 이하의 대출금액이 할당된다. 이러한 이유로 중국 자국의 민영기업은 지속적인 성장을 유지하기 위해 민간대출, 사채, 주식시장 등의 자금을 조달할 수 밖에 없었던 것이다.

[표7] 금융기관에서의 민영기업 대출비중 추이 (단위: %)

구분	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2009
향진기업	9.21	9.22	9.18	9.29	6.31	5.95	6.16
사영기업및개체호	4.1	4.64	3.63	2.53	2.71	3.37	4.85
합계	**13.31**	**13.86**	**12.81**	**11.82**	**9.02**	**9.32**	**11.01**

자료: 中國統計年鑑 이트레이드증권 리서치본부

[표8] 중소형기업의 대출난 주요 원인 (단위: 개)

항목	기업수	항목	기업수
복잡한대출수속	292	높은자기자본비율	34
유효한자산담보부족	238	기업신용등급	34
높은대출이자	168	해당지역대출은행의권한부족	17
적합한담보인부족	161	대출신청에대한정보부족	13
대출이자외의부가비용부담	121	기타	13

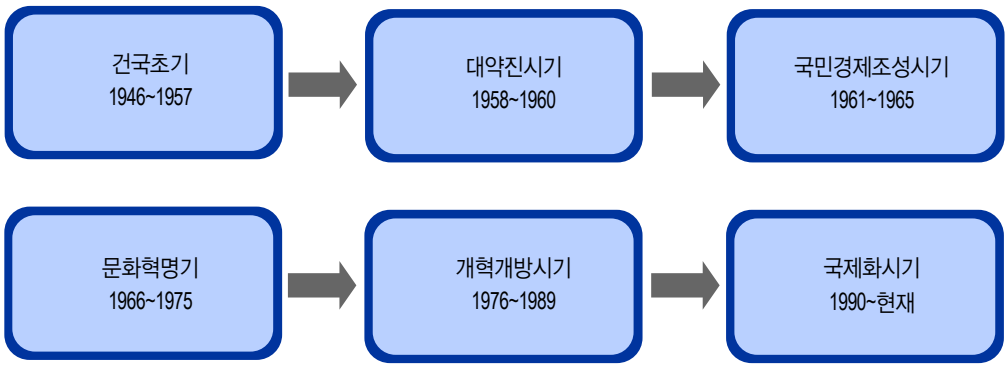
자료: 博乐(2009; 40), 이트레이드증권 리서치본부

중국기업들의 회계에 대한 의문 점차 해소 전망

중국기업들의 회계에 대한 불신 역시 중국기업들이 재평가를 받기 위해 해결해야 하는 과제이다. 과거로 거슬러 올라가보면 중국은 1970년대 말까지 중앙계획경제를 실시했으며, 그에 따라 회계제도도 중앙정부의 집권관할에 의한 사회주의 회계제도가 중심이었다. 그러나 세계경제가 개방화되고 중국이 경제체재 개혁을 통한 시장경제체제가 성장하는 단계로 진입함에 따라 세계 공용 상업 언어인 '회계'에 대해 체계적인 정비를 해야 할 필요성을 느끼게 되었다. 이러한 회계 국제화 움직임은 WTO(세계무역기구) 가입 이후 점차 확대 되었으며, 중국 국가 재정부는 2003년 회계기준위원회를 재구성하였다. 또한 2004년부터는 중국 회계기준 체계 확립을 위한 조치들이 전면적으로 도입 하였다. 1)중국 회계기준에 대한 체계화를 실현시키는 것, 2) 공공기관 및 비영리법인 회계기준에 대한 연구, 3) 중국이 재무회계 개념적 체계의 연구, 4) 회계기준을 정리함과 동시에 회계기준 시행에 대한 과정 정비 등이다.

또한 2009년까지 중앙정부소유기업 및 중견규모의 회사들은 국제재무보고기준(IFRS)을 적용하며 국제기준에 맞춰 나가는 등의 노력을 기울이고 있다. 이러한 노력을 통해 중국 기업의 회계는 점차적으로 불신을 해소하며 글로벌 수준의 회계에 접근할 것으로 전망한다. 그러므로 현재 일부 중국기업들의 회계부정을 전체 중국기업의 회계 불신으로 확대하여 보는 것은 경계해야 될 일이라고 판단한다. 일부 중국기업들의 회계 부정이 나타나는 것은 신뢰할만한 수준의 회계가 자리잡아 가는 과정의 일부라고 판단한다. 국내 상장 중국기업들에 대한 회계 수치 역시 무조건 경계하는 것 보다는 문제를 일으키지 않은 기업 위주의 접근을 통해 궁금증을 해소하는 방향으로 나아가는 것이 적절하다는 판단이다. 중국기업들은 한국투자자들의 신뢰 회복을 위해 부단한 노력을 기울이고 있으며, 대표적으로 1)한국인 사외이사 선임 2) 한국사무소 설치 3) 중국 현지 IR 진행 등의 다양한 노력을 기울이고 있다.

[그림36] 중국 회계 제도의 변천 과정



자료: A Study on Environments and Transparency of Accounting in China, 이트레이드증권 리서치본부

중국기업 회계법인 & 사외이사 현황

중국기업들은 한국 주식시장에서 증국기업에 대한 신뢰 회복을 위해 국내 회계법인을 선임하거나 한국 국적의 사외이사를 선임하는 등의 노력을 기울이고 있다. 그 중 차이나킹은 한국투자자들에게서 신뢰를 회복하기 위해 가장 많은 노력을 기울이고 있는데 한국 회계법인을 통해 회계감사를 받는 것은 물론 前 한국거래소 코스닥 시장 본부장보 김병재씨(한국 국적)를 사외이사로 선임한 바 있다. 또한 최근 9월 21일 주주총회에서는 BW 투자회사 Excelsior Capital Asia의 존양을 새롭게 사내이사로 선임했으며, 국내 상장사 중 최초로 주주가치 제고 및 투명성 강화를 통한 불신 해소를 위해 전자투표를 도입 할 것으로 예상된다.

[표9] 중국기업 15개사 연도별 회계법인 및 감사의견, 사외이사 현황

	회계연도	2009	2010	2011	2012 1H	주요 사외이사(국적) 경력 및 소속	상장 현황
차이나킹	회계법인	한영회계법인	신한회계법인	신한회계법인	-	김병재(한국): 前 한국거래소 코스닥 시장 본부장보	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	-	JOHN. YANG(캐나다): 現 Partner/Excelsior Capital Asia	
에스앤씨 엔진그룹	회계법인	Deloitte Touche Tohmatsu CPA Ltd.	Deloitte Touche Tohmatsu CPA Ltd.	Deloitte Touche Tohmatsu CPA Ltd.	Deloitte Touche Tohmatsu CPA Ltd.	한정화(한국): 89 년 한양대학교 경영대학 교수	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	적정	랴오카이잔(중국): 현진 북건성 석주시 대형 법무법인 즈예	
차이나 그레이트	회계법인	Ernst & Young	다산회계법인	다산회계법인	다산회계법인	황성윤(한국): 前 한국거래소 유가증권시장본부 본부장보	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	예외사항없음		
이스트아시아 홀딩스	회계법인	한영회계법인	Crowe Horwath (HK) CPA Limited	삼덕회계법인	삼덕회계법인	Michael Joseph, Osofsky(미국): 2010.6. ~현재. Baytree Capital Associates,LLC 매니징디렉터 겸 파트너	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	적정	룽걸화(중국): '09.09 ~ Intelligent Associates Limited 이사	
완리	회계법인	Deloitte 안진회계법인	Deloitte 안진회계법인	Deloitte Touche Tohmatsu CPA Ltd.	Deloitte Touche Tohmatsu CPA Ltd.	예사오펀(중국): 現 복건성 도자협회 상근 비서장, 중국 도자공업협회 상근 이사, 중국 건축 위생 도자협회 이사,	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	예외사항없음	김정애(중국): 現 법무법인 대륙아주	
중국원양자원	회계법인	RSM Nelson Wheeler	RSM China Certified Public Accountants	RSM shinhan (=신한회계법인)	RSM shinhan (=신한회계법인)	장동명(중국): 2006 년 12 월 요녕성 보통고 우수교수	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	적정		
중국식품포장	회계법인	Ernst & Young	Ernst & Young	Ernst & Young	Ernst & Young	진견(중국): '06.06 ~ 現 상해동방하은 법률사무소 Partner	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	예외사항없음		
화풍집단	회계법인	RSM Nelson Wheeler	RSM Nelson Wheeler	RSM Nelson Wheeler	이촌회계법인	채소옥(중국): 1998 년부터 홍콩입법회 의원으로 활동.	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	예외사항없음		
3 노드디지탈	회계법인	Ernst & Young (Hong Kong)	Ernst & Young (Hong Kong)	Ernst & Young (Hong Kong)	Ernst & Young (Hong Kong)	왕리중: 2004 년~2005 년 청화대학 객원교수	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	해당사항 없음		
글로벌에스엠	회계법인	대주회계법인	대주회계법인	대주회계법인	대주회계법인	유재만(한국): 서울세무사회 감리위원 신라저축은행 세무고문	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	검토		
중국고섬	회계법인	E&Y 한영회계법인	E&Y 한영회계법인	E&Y 한영회계법인	E&Y 한영회계법인	진위명(싱가폴): 現 중국, 홍콩, 싱가포르 관련 투자자문	거래 정지
	감사의견	적정	의견거절	의견거절	의견거절	곽경직(한국): '09 년~ 現 법무법인 KNC 대표변호사	
차이나하오란	회계법인	Deloitte Touche Tohmatsu CPA Ltd.	Deloitte Touche Tohmatsu CPA Ltd.	Deloitte Touche Tohmatsu CPA Ltd.	Deloitte Touche Tohmatsu CPA Ltd.	루수이허(타이완): 現 장인풍헤포장유한회사 동사장	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	적정		
웨이포트	회계법인	Ernst & Young (Hong Kong)	Ernst & Young (Hong Kong)	Ernst & Young (Hong Kong)	Ernst & Young (Hong Kong)	한영양(중국): 現 미국캘리포니아주립대학교 관리학 종신 교수	상장 유지
	감사의견	적정	적정	적정	위배사항 발견 X		
성융광전투자	회계법인	Ernst & Young	Ernst & Young	Ernst & Young		리중즈(중국): 現 강소성 재생에너지업협회 명예회장	상장 폐지 예정
	감사의견	적정	적정	의견거절			
연합과기	회계법인	신영중화 회계법인	신영중화 회계법인	한울회계법인		풍서군(중국): 現 중국플라스틱가공공업협회 부이사장	상장 폐지
	감사의견	적정	적정	의견거절			

자료: 각 사 사업보고서, 이트레이드증권 리서치본부 주: 차이나킹 6월 결산법인 2012년도 미발표

2. 증치세는 중국기업 실체 확인에 결정적인 단서

중국기업들의 실체에 대한 의문

중국 본토에 사업장을 가지고 있는 중국기업들의 실체에 대한 의문은 끊임없이 지속되어 왔다. 중국원양자원의 경우 상장 이후 지속적으로 "실제 어선을 보유하지 않고 있다." 라는 논란에 휩싸이며 사업 실체에 대한 의혹이 지속되어 왔다. 그래서 회사측은 '10년 8월 자사 홈페이지를 통해 보유 어선 26척의 사진을 공개했으며 '11년 6월에는 보유선박 32척에 대한 공시를 통해 시장의 우려를 일단락시켰다. 차이나킹의 경우에는 현지 공장과 차밭에 대한 의문이 많아 실제 공장과 차밭이 서류상으로만 존재한다는 풍문도 많았다. 이러한 경우처럼 중국기업들은 기업의 실체를 투자자들이 직접 확인하기 어려운 부분이 있기 때문에 해당 기업에 대한 실체 우려가 지속적으로 존재하고 있는 실정이다. 하지만 이러한 실체에 대한 우려는 차이나킹 차밭 전경 및 판매 매장 사진 확인을 통해 일정 부분 해소가 가능하다고 판단하며, 추가적으로 증치세 납부 내역 및 증빙을 통해 실체에 대한 확인이 가능하다고 전망한다.

[그림37] 차이나킹 차밭

자료: 차이나킹, 이트레이드증권리서치본부

[그림38] 차이나킹 공장 모습

자료: 차이나킹, 이트레이드증권리서치본부

[그림39] 차이나킹, 차 판매 매장 전경

자료: 차이나킹, 이트레이드증권리서치본부

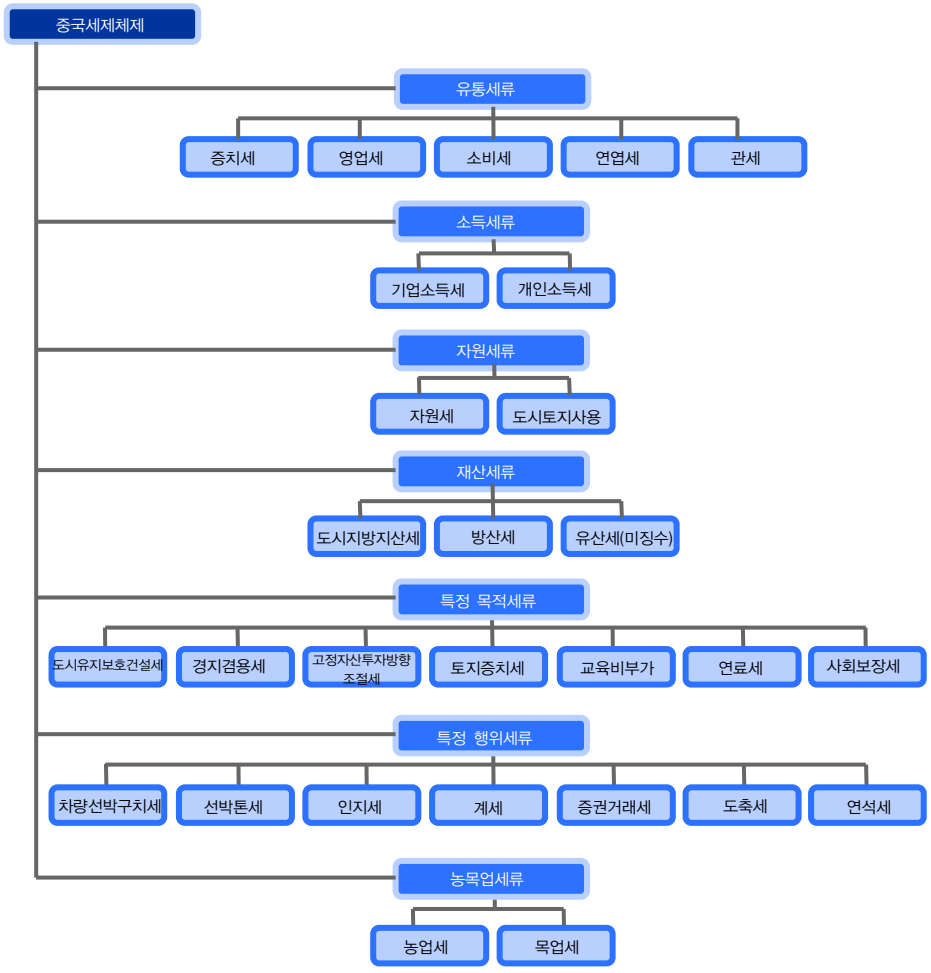
[그림40] 차이나킹, 차 판매 매장 내부 모습

자료: 차이나킹, 이트레이드증권리서치본부

증치세 납부 확인은 중국기업들의 실체 확인에 결정적 단서

증치세(增值稅)는 중국 세제체제에서 유통세의 한 항목으로 중국의 전체 세금 수입 중 30~40%를 차지하여 다른 기타 세금보다 위상이 높다고 할 수 있다. 또한 증치세는 기업이 국가에 납부하는 핵심 세금이기 때문에 이를 납부하지 않고서는 지속적인 사업활동이 불가능하다. 그러므로 증치세 납부에 대한 확인은 중국기업에 대한 실체 논란에 대한 종지부를 찍어줄 수 있는 중요한 사항이라고 판단한다.

[그림41] 중국의 세제체제



자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

차이나킹, 에스앤씨엔진그룹 증치세 납부내역

통상적으로 증치세는 월별 기준으로 납부하며 다음달 15일전까지 귀속지역 세무국에 납세금액을 신고하도록 되어 있다. 당월 납부 증치세는 아래의 공식을 통해 금액이 산정되며(당월 납부 증치세 = 당월매출증치세 – 당원매입증치세-전월매입세 이월분) 제품 및 사업 아이템별로 세율이 다르게 적용된다. 아래 차이나킹 2011 사업년도 4분기 증치세 납부 내역 및 에스앤씨엔진그룹 증치세 납부 증빙 사진을 통해 중국 기업에 대한 우려는 점차적으로 해소될 것으로 판단한다.

[표10] 차이나킹 2012년 4월 납부 증치세 내역 (단위: RMB)

4월분 수납증치세: 12,049,830.45元				
매출증치세 세부사항				
제품분류	**세금포함 금액**	**세금 미포함금액**	**세금**	**세율**
동충하초	31,842,500.00	28,179,203.55	3,663,296.45	13%
찻잎	36,570,596.00	31,256,919.75	5,313,676.25	17%
상품(건강식품 등)	82,575,220.00	70,577,111.13	11,998,108.87	17%
합계	150,988,316.00	130,013,234.43	20,975,081.57	
매입증치세 세부사항				
매입내역	**세금포함 금액**	**세금 미포함금액**	**세금**	**세율**
원재료	57,305,341.05	50,512,205.53	6,793,135.52	13%
포장재	13,405,398.55	11,457,605.51	1,947,793.04	17%
수도	2,410.20	2,273.77	136.43	6%
전기	196,726.06	168,141.93	28,584.13	17%
연료	620,907.84	530,690.46	90,217.38	17%
인테리어비 등	450,000.00	384,615.38	65,384.62	17%
합계	71,980,783.70	63,055,532.58	8,925,251.12	

자료: 차이나킹, 이트레이드증권 리서치본부

[표11] 차이나킹 2012년 5월 납부 증치세 내역 (단위: RMB)

5월분 수납증치세: 14,528,034.09元				
매출증치세 세부사항				
제품분류	**세금포함 금액**	**세금 미포함금액**	**세금**	**세율**
동충하초	29,648,000.00	26,237,168.15	3,410,831.85	13%
찻잎	41,594,684.00	35,551,012.11	6,043,671.89	17%
상품(건강식품 등)	82,006,220.00	70,090,786.29	11,915,433.71	17%
합계	153,248,904.00	131,878,966.55	21,369,937.45	
매입증치세 세부사항				
매입내역	**세금포함 금액**	**세금 미포함금액**	**세금**	**세율**
원재료	42,610,909.80	37,561,149.44	5,049,760.36	13%
포장재	11,611,240.98	9,924,137.43	1,687,103.55	17%
수도	2,242.80	2,115.85	126.95	6%
전기	184,216.88	157,450.32	26,766.56	17%
연료	537,827.95	459,682.01	78,145.94	17%
합계	54,946,438.41	48,104,535.05	6,841,903.36	

자료: 차이나킹, 이트레이드증권 리서치본부

[표12] 차이나킹 2012년 6월 납부 증치세 내역 (단위: RMB)

6월분 수납증치세: 16,832,412.95元				
매출증치세 세부사항				
제품분류	**세금포함 금액**	**세금 미포함금액**	**세금**	**세율**
동충하초	25,116,000.00	22,226,548.66	2,889,451.34	13%
찻잎	48,048,016.00	41,066,680.42	6,981,335.58	17%
상품(건강식품 등)	85,112,860.00	72,746,034.18	12,366,825.82	17%
합계	158,276,876.00	136,039,263.26	22,237,612.74	
매입증치세 세부사항				
매입내역	**세금포함 금액**	**세금 미포함금액**	**세금**	**세율**
원재료	34,353,050.00	30,314,264.84	4,038,785.16	13%
포장재	8,782,265.80	7,506,210.02	1,276,055.78	17%
수도	1,141.20	1,076.60	64.60	6%
전기	155,990.10	133,324.87	22,665.23	17%
연료	465,446.80	397,817.78	67,629.02	17%
합계	43,757,893.90	38,352,694.11	5,405,199.79	

자료: 차이나킹, 이트레이드증권 리서치본부

[그림42] 에스앤씨엔진그룹 2012년 7월 증치세 납부 확인 내역

福建省税库行横向联网电子缴税（费）凭证

征收机关：135058200　　收款国库：13060500

转账日期：20120716　　凭证字号：123456789

纳税人识别码（电脑编码）	350582154307435	纳税人账户名称	
纳税人名称	晋江市成达齿轮有限公司	纳税人账号	530101040003530
税款限缴日期	20120715	纳税人开户银行	001235058201

缴款书交易流水号	预算科目代码	预算级次	税种项目	实缴金额
350012009679456739	101010106	共享级	增值税-其他交通运输设备	3139595.85

纳税合计金额（大写人民币）叁佰壹拾叁万玖仟伍佰玖拾伍元捌角伍分　　小写￥ 3139595.85

税款所属期：20120601 — 20120630　　税票号码：350012009679456739

银行盖章：

上列款项已划缴，扣款日期：20120716

第 1 次打印　　打印时间：20120717

复核：　　记账：

备注：①该凭证一式二联，一联为付款行记账凭证，一联由开户行盖章后作为付款单位（人）的回单，无银行收讫章无效；
②国税部门填写纳税人识别码，地税部门填写电脑编码。
③凭证大小：14.85公分*21公分

자료: 에스앤씨엔진그룹, 이트레이드증권 리서치본부

[그림43] 에스앤씨엔진그룹 2012년 5월 증치세 납부 확인 내역

福建省税库行横向联网电子缴税（费）凭证

收款国库：13060500

凭证字号：

付款人账户名称	福建省晋江市三力机车有限公司	付款人账号	7343210182600018392
付款人开户银行	中信银行泉州分行营业部		

预算科目代码	预算级次	税种税目	实缴金额
101010106	共享级	增值税-其他交通运输设备	1394667.46

小写￥1394667.46

税票号码：3505040888899746505

银行盖章：（1）

电子缴税号：205040000000008153204

打印时间：2012-05-14 :14:17:01

复核：　　记帐：赖依舞

扣款日期：20120511

자료: 에스앤씨엔진그룹, 이트레이드증권 리서치본부

3. 코라오홀딩스만 가능한가?

국내 상장 해외기업 카테고리로 코라오홀딩스와 비교시 매력도 상승

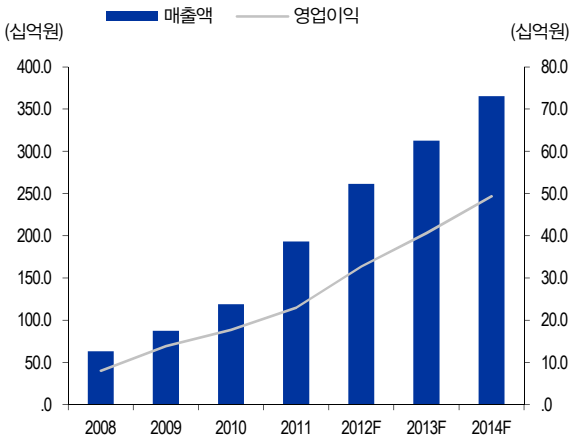
국내상장 외국기업 중 현재 실적과 주가면에서 제대로 된 평가를 받고 있는 기업을 살펴보자. '코라오홀딩스'는 라오스에서 신차, 중고차, 오토바이, 및 부품을 판매하는 회사로 꾸준한 실적 성장을 기록하고 있다. 이러한 호실적이 성장성에 대해서도 시장에서 인정 받아 높은 주가 상승을 보이고 있다.

하지만 국내 상장 중국기업들은 2007년부터 상장을 시작해 올해로 벌써 상장한지 6년째로 접어들며, 적지 않은 시간이 흘렀지만 여전히 '차이나리스크'라는 단어가 존재하며 중국 기업들은 심각하게 저평가를 받고 있다. 물론 문제를 일으키는 기업은 시장에서 퇴출되어야 마땅하지만 일명 '중국주'라는 카테고리에 묶여 좋은 회사임에도 불구하고 시장에서 저평가를 받고 있는 기업에 대해서는 재고해 볼 가치가 있다고 판단한다.

[그림44] 코라오홀딩스 주가 추이

자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림45] 코라오홀딩스 매출 및 영업이익 추이



자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

위의 [그림 44], [그림 45]를 참고해 볼 때 코라오홀딩스는 국내상장 해외기업의 성공적인 상장 케이스라고 볼 수 있다. 왜냐하면 해외 기업임에도 불구하고 시장에서 좋은 평가를 받고 있기 때문이다. 그렇다면 '과연 국내 증시에 상장된 우량한 중국기업들은 코라오홀딩스보다 못한 기업이라고 할 수 있는가?'에 대한 의문을 가질 필요가 있다.

[표13] 중국 & 라오스 비교

구분	중국	라오스
인구(만명)	134,325.0	658.6
평균나이(세)	36	21
GDP(백만달러)	11,440,000	17,660
1인당 GDP($,'11년기준)	8,500	2,700
2010 GDP 증가율(%)	10.4	7.9
2011 GDP 증가율(%)	9.2	8.3
인구증가율(%)	0.5	1.7
정부유형	공산주의	공산주의
면적(㎢)	9,596,961	236,800

자료: CIA World fact book, 이트레이드증권 리서치본부

[표14] 차이나킹 & 에스앤씨엔진그룹 & 코라오홀딩스 비교

구분	차이나킹				에스앤씨엔진그룹				코라오홀딩스			
국적	중국				중국				라오스			
정부유형	공산주의				공산주의				공산주의			
												단위(십억원, %, 배)
	2010.06	2011.06	2012.06	2013.06F	2009	2010	2011	2012F	2009	2010	2011	2012F
매출액	129.9	188.9	236.6	280.0	136.3	158.4	203.6	198.6	87.2	118.7	193.3	261.6
영업이익	59.9	80.0	95.1	107.4	34.6	38.6	62.6	55.7	13.8	17.7	22.9	32.7
영업이익률	46.1%	42.3%	40.2%	38.4%	25.4%	24.3%	30.8%	28.0%	15.8%	14.9%	11.8%	12.5%
순이익	44.1	55.9	67.5	76.3	27.7	29.2	41.2	34.6	13.7	17.5	22.8	32.4
순이익률	33.9%	29.6%	28.5%	27.2%	20.3%	18.4%	20.2%	17.4%	15.7%	14.7%	11.8%	12.4%
자산	211.4	251.7	347.3	426.4	171.0	237.1	258.3	310.0	39.9	80.0	111.7	142.3
부채	28.1	28.1	36.0	44.3	15.0	50.3	16.9	27.8	7.1	4.9	16.4	14.7
자본	5.0	4.7	5.1	5.1	6.0	6.1	6.4	6.6	2.3	10.9	11.1	11.1
PER	4.0	3.4	2.4	2.6	7.4	9.0	3.3	3.2	0.0	9.8	14.3	22.7
PBR	1.2	0.8	0.5	0.5	1.7	1.4	0.6	0.4	0.0	2.6	3.4	5.8
ROE	37.0%	27.5%	25.2%	22.0%	23.7%	17.1%	19.2%	13.2%	49.6%	32.4%	26.8%	29.1%

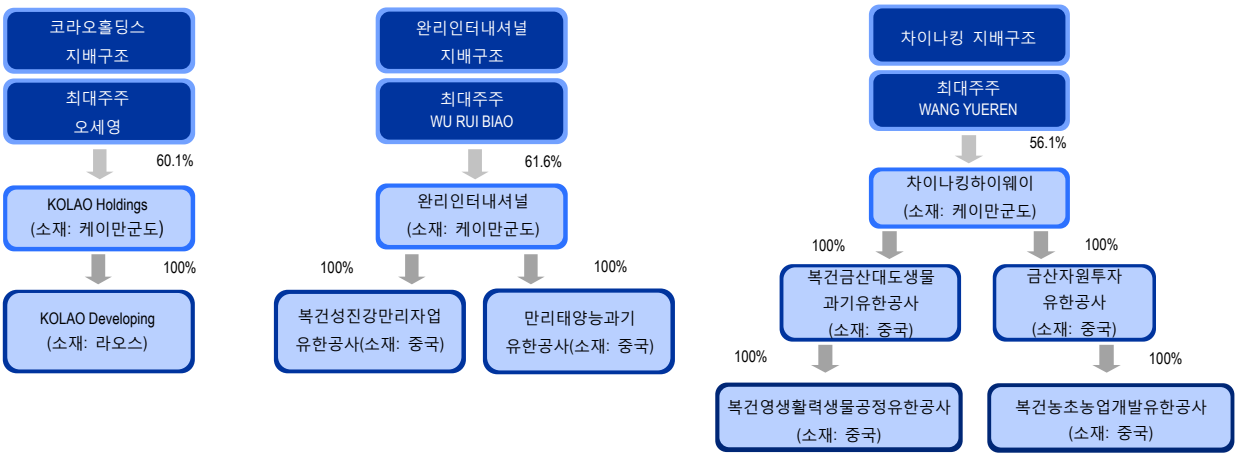
자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[표 6]에서 보듯이 실제 중국과 라오스를 비교해보면, 두 나라는 정부유형도 같고 국가규모의 차이를 빼면 큰 차이가 없다. 오히려 세계 2위의 경제대국인 중국이 회계제도 정비차원에서 라오스보다 상대적으로 더 높은 수준이라고 볼 수도 있다. 라오스증권거래소(LSX)의 경우만 봐도 아직 상장된 기업수가 단 2곳일 정도로 아직은 영세한 수준이다. 최근 국내 상장 해외기업들에게 문제가 되고 있는 회계 문제도 국내투자자들은 중국회계에 대해 믿을 수 없어 투자하기 위험하다 라고 말하지만, 우리가 '회계에 대한 신뢰' 문제로 돌아가 두 나라를 비교해서 판단해 본다면 과연 '라오스의 회계는 믿을 수 있고, 중국의 회계는 믿을 수 없는가?' 라는 의문을 제시할 수 있다.

여기서 우리가 착안해야 할 점은 국내에 상장된 라오스 기업은 1곳이고, 중국 기업은 15곳이라는 점이다. 다시 말해 코라오홀딩스는 시장에 신뢰를 잃지 않으면서 꾸준한 경영실적을 달성했기 때문에 좋은 시장의 평가를 받은 것이고, 중국기업들의 경우 국내 상장 중국 기업들이 많아 일명 '중국주'라는 카테고리에 묶이고, 각 개별기업들이 시장과의 소통을 무시한 채 산발적으로 문제를 일으켰기 때문에 투자자들의 관심 밖으로 멀어진 것이라고 판단한다.

또한 흔히 거론되는 지배구조에 대한 의문도 중국과 라오스 기업을 비교해 볼 때 코라오홀딩스, 완리인터내셔널, 차이나킹 세 기업 모두 동일한 형태의 지배구조를 지녔다는 것을 알 수 있어 전체적으로 봤을 때 다른 국가 소속에 사업 영역이 다르다는 점 이외에는 대부분 같은 형태를 보이고 있다.

[그림46] 국내 증시 상장 외국기업 현황



자료: 각사 사업보고서, 이트레이드증권 리서치본부

4. 재무 상태도 건전

재무 안정성 지표도 안정적

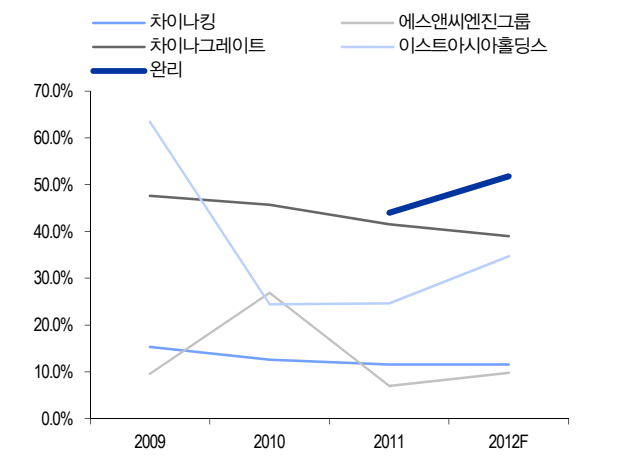
중국기업 5개사의 1)부채비율, 2)유동비율, 3)순차입금 등을 산출하여 회사가 안정성 유무에 대하여 판단하였다. 부채비율의 경우 차이나킹이 상당히 낮은 10% 수준이며 나머지 4개 기업도 50% 이하의 부채비율을 보이고 있어 재무 건전성이 양호하다고 판단한다. 유동비율은 완리를 제외한 네 개의 기업이 200% 이상으로 높은 부채 상환 능력을 나타내고 있고 완리도 134.57%로 적정한 수준을 보이고 있다. 또한 순차입금도 완리를 제외한 네 개의 기업이 순현금 상태가 최근 3개년 동안 지속되고 있다. 중국기업의 3가지 안정성 지표를 살펴본 결과 상당히 양호한 수준을 나타낸 것으로 판단된다.

[표15] 국내 증시 상장 중국기업 안정성 평가

구분	회사명	지표	2009(2010.06)	2010(2011.06)	2011(2012.06)	2012F(2013.06)
코스닥	차이나킹	부채비율(%)	15.3	12.6	11.6	11.6
		유동비율(%)	564.5	478.3	464.7	490.7
		순차입금(십억원)	-83.9	-65.2	-75.9	-98.6
	에스앤씨엔진그룹	부채비율(%)	9.6	26.9	7.0	9.8
		유동비율(%)	701.3	225.6	631.4	952.0
		순차입금(십억원)	-49.4	-33.3	-25.7	-40.6
	차이나그레이트	부채비율(%)	47.6	45.7	41.5	39.0
		유동비율(%)	254.9	244.8	276.6	301.4
		순차입금(십억원)	-34.2	-20.2	-41.0	-48.2
	이스트아시아홀딩스	부채비율(%)	63.4	24.4	24.6	34.7
		유동비율(%)	201.4	428.0	443.7	504.1
		순차입금(십억원)	-34.4	-41.1	-44.5	-39.5
	완리	부채비율(%)	-	-	44.0	51.8
		유동비율(%)	-	-	134.6	122.1
		순차입금(십억원)	-	-	17.9	18.9

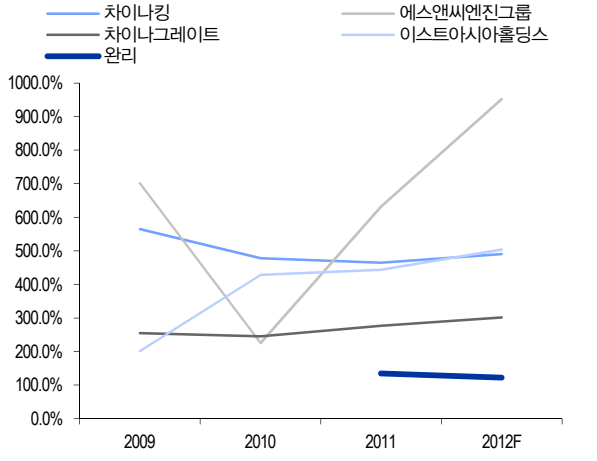
자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부,

[그림47] 중국기업 5개사 부채비율 추이



자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림48] 중국기업 5개사 유동비율 추이



자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

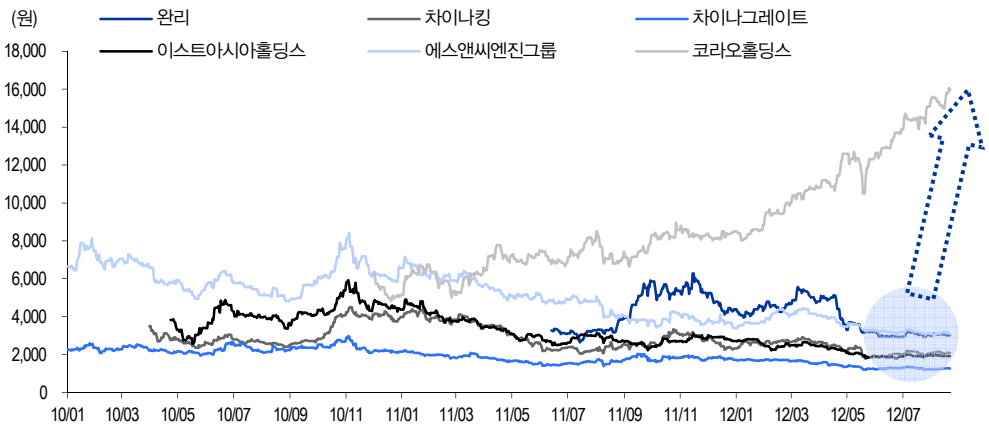
5. 이제 중국기업들에 대한 기회적 시각 효과적일 듯

중국기업들에 대한 인식의 전환

앞으로 국내기업이 성장성에 대해서 논하기 위해서는 중국이라는 단어가 빠지기 어려울 것으로 보인다. 그렇기 때문에 중국 관련 실적 성장을 진행중인 국내 기업은 시장에서 고평가를 받을 수 있다고 판단한다. 그렇다면 실제로 중국 본토에서 사업을 하고 있는 중국기업은 통상적으로 중국진출 국내기업에 비해 프리미엄을 더 받아야 하는게 마땅하겠지만 신뢰의 문제가 크게 작용하여 오히려 상당한 디스카운트를 받아오고 있다.

하지만 이는 중국기업을 기업별로 차별화시키지 않은 채 판단하면서 생긴 시장의 오해라고 판단한다. '코라오홀딩스'의 예를 들었듯이 중국기업은 라오스기업과 비교해 보았을 때 전혀 회계 및 사업 실체에 대한 신뢰도가 낮다고 생각하지 않는다. 또한 개별기업별로 차이는 있지만 지속적으로 실적 성장도 보여주고 있다. 그러므로 중국기업들에 대한 인식의 전환이 필요하며, 그 중에서도 한국시장과의 의사소통을 위해 지속적으로 노력하고 아무 문제없이 신뢰도가 높은 기업 위주로 주가에 대한 재평가를 해주는 것이 바람직한 처사라고 판단한다.

[그림49] 차별화 된 중국기업은 중장기적으로 코라오홀딩스의 주가 모습을 보일 전망



주: 2010년 이후 주가추이
자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부

Ⅵ. 중국기업 중 이런 업체에 주목하라

1. 국내 상장 해외 및 중국 기업 정리

해외기업 상장 현황

외국기업들의 국내증시 상장은 2007년 8월 7일 '3노드디지탈'의 상장으로 시작되었다. 현재 국내에 상장되어 있는 외국기업은 국가별로 중국기업 15개사, 일본, 미국, 라오스 각각 1개사씩 총 18개사가 상장되어 있으며 과거에 '코웰이홀딩스(광부품, 카메라모듈생산)', '네프로아이티(온라인광고)'도 상장되어 있었지만 2011년 상장폐지 되었다. '코웰이홀딩스'는 회사의 가치를 인정받아 사모투자회사 '한앤컴퍼니'가 지분을 인수하면서 공개매수를 거쳐 자진 상장폐지 됐다.

현재 유가증권시장에 6개사, 코스닥시장에 12개사가 상장되어 있으며, 상장 이후 공모가를 상회하고 있는 회사는 '중국원양자원', '코라오홀딩스', '중국식품포장'등 3개사 정도이다. 국내 증시에 상장되어 있는 회사 중 대부분은 중국에 연고를 두고 있는 회사로 1)중국기업에 대한 신뢰, 2)회사 실체의 불확실성, 3)굳이 중국회사에 투자해야 되는가? 등의 이유로 시장에서 소외되어 싸게 거래되고 있다. 이러한 현상으로 인해 해외기업들이 국내증시에 대한 상장을 기피하게 되었으며, 2011년에는 상장을 준비하던 6개사가 상장을 철회하기도 하였다. 올해에도 상장을 준비 중이던 호주 패션/의류 브랜드인 '패스트퓨처브랜드'가 상장을 철회하였다.

[표16] 국내 증시 상장 외국기업 현황

구분	회사명(국적)	주요사업	상장일시	공모가(원)	10/5 종가 (원)	주가변동율	시가총액(억원)
유가증권	화풍집단(중국)	원단염색가공	'07.11.26	5,600	1,590	-71.6%	77
	연합과기(중국)	합성피혁	'08.12.02	2,200	상장폐지	상장폐지	상장폐지
	중국원양자원(중국)	원양수산물	'09.05.22	3,100	3,825	23.4%	2,872
	코라오홀딩스(라오스)	**자동차판매**	**'10.11.30**	**4,800**	18,350	282.3%	7,046
	중국고섬(중국)	화학섬유	'11.01.25	7,000	4,165	-40.5%	1,250
	SBI 모기지(일본)	고정금리주택담보대출	'12.04.30	7,000	8,250	17.9%	1,659
코스닥	3 노드디지탈(중국)	멀티미디어스피커	07.08.17	2,500	847	-66.1%	510
	중국식품포장(중국)	음료캔	'09.03.27	1,500	2,510	67.3%	502
	차이나그레이트(중국)	스포츠신발및의류	'09.05.29	1,700	1,405	-17.4%	1,405
	에스앤씨엔진그룹(중국)	자동차기어, 잔디깎기, 모터사이클	'09.12.04	6,000	2,580	-57.0%	1,066
	글로벌에스엠(중국)	IT기기및화스너	'09.12.23	3,200	1,165	-63.6%	412
	차이나하오란(중국)	코팅백판지	'10.02.05	4,700	1,525	-67.6%	610
	차이나킹(중국)	건강식품및차사업	'10.03.31	3,700	2,425	-34.5%	1,940
	뉴프라이드(미국)	신생및재생타이어	'10.04.21	7,500	2,310	-69.2%	162
	이스트아시아홀딩스(중국)	스포츠신발및의류	'10.04.23	5,000	2,065	-58.7%	475
	웨이포트(중국)	제초기, 톱류	'10.07.23	1,400	497	-64.5%	278
	성융광전투자(중국)	태양광모듈전지	'10.09.15	2,800	상장폐지	상장폐지	상장폐지
	완리(중국)	타일생산전문	'11.06.13	4,100	3,000	-26.8%	1,461

자료: KRX, 이트레이드증권 리서치본부

중국기업 상장 현황

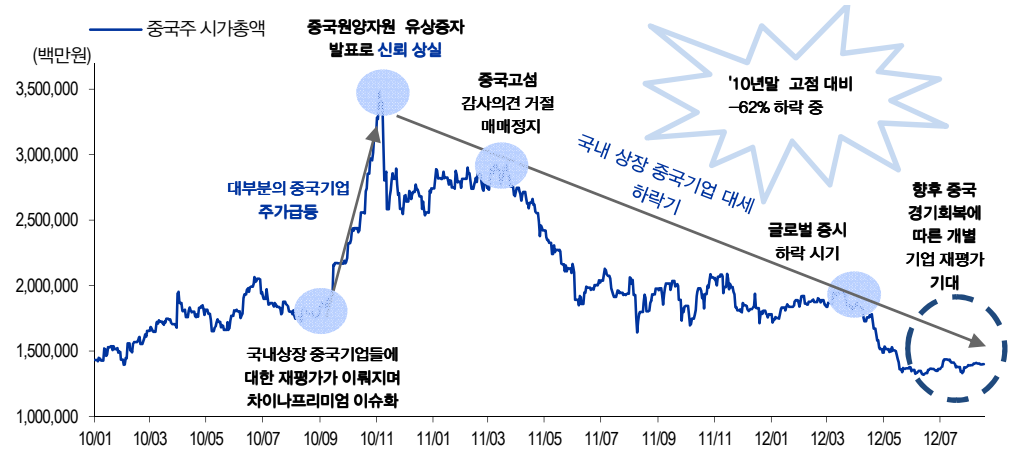
2007년 11월 26일 화풍집단KDR 상장 이후 총 15개의 중국기업이 상장되어 있었으나 최근 '연합과기' 가 상장폐지 되고 '성융광전투자' 가 정리매매를 통해 상장폐지 절차를 밟게 되면서 13개 기업만이 남게 되었다. 각 중국기업은 상장 이후 공모가를 상회하는 기업은 '중국원양자원', '중국식품포장' 단 2곳이 유일하다.

[표17] 국내 증시 상장 중국기업 현황

구분	회사명	주요사업	상장일시	공모가	10/5 종가 (원)	주가변동율	시가총액(억원)
유가증권	화풍집단	원단염색가공	'07.11.26	5,600	1,590	-71.6%	77
	중국원양자원	원양수산물	'09.05.22	3,100	3,825	23.4%	2,872
	중국고섬	화학섬유	'11.01.25	7,000	4,165	-40.5%	1,250
코스닥	3 노드디지탈	멀티미디어스피커	07.08.17	2,500	847	-66.1%	510
	중국식품포장	음료캔	'09.03.27	1,500	2,510	67.3%	502
	차이나그레이트	스포츠신발및의류	'09.05.29	1,700	1,405	-17.4%	1,405
	에스앤씨엔진그룹	자동차기어, 잔디깎기, 모터사이클	'09.12.04	6,000	2,580	-57.0%	1,066
	글로벌에스엠	IT기기및화스너	'09.12.23	3,200	1,165	-63.6%	412
	차이나하오란	코팅백판지	'10.02.05	4,700	1,525	-67.6%	610
	차이나킹	건강식품및차사업	'10.03.31	3,700	2,425	-34.5%	1,940
	이스트아시아홀딩스	스포츠신발및의류	'10.04.23	5,000	2,065	-58.7%	475
	웨이포트	제초기, 톱류	'10.07.23	1,400	497	-64.5%	278
	완리	타일생산전문	'11.06.13	4,100	3,000	-26.8%	1,461

자료: KRX, 이트레이드증권 리서치본부

[그림50] 중국기업(중국기업 15개사)들의 시가총액 합계추이와 주가등락을 일으킨 과거 주요 이벤트 정리



자료: DataGuide, 이트레이드증권 리서치본부, 주: 기간은 2010년~ 현재까지

지표 분석을 통한 관심 종목 및 TOP PICK 선정

당사는 국내 상장 중국기업에 대한 1)비즈니스 모델 분석, 2)신뢰성, 3)성장성에 대한 분석을 통해 주요 관심 종목 및 TOP PICK 종목을 선정하였다. 국내 상장 중국기업 중 1)감사의견 거절 등의 이유로 상폐사유 발생 및 거래정지, 2)영업을 통한 실적 지속가능성 낮음, 3)시장에서 문제를 자주 일으킨 기업, 4)회사가 IR에 대한 의지 낮은 경우 등에 한해 평가 기업에서 제외하였다(회사 펀더멘탈과 무관).

아래 3가지 분석을 통해 관심 종목을 산출한 결과 차이나킹, 에스앤씨엔진그룹, 차이나그레이트, 이스트아시아스포츠, 완리가 선정되었으며, 그 중에서도 신뢰성을 바탕으로 높은 영업이익률을 통한 연간 실적 성장을 지속하고 있는 '차이나킹'을 탑픽으로 선정하였다.

[표18] 국내 증시 상장 중국기업 비즈니스 모델 분석

구분	회사명	주요사업	영업이익률	비즈니스모델 분석
유가증권	중국원양자원	원양수산물	'09년 57.1% '10년 45.7% '11년 39.4%	○동사는 국내 원양수산물업체에 비해 이익률이 상당히 높아 이것에 대한 의문이 높음, 또한 우럭바리 실체에 대한 우려가 지속적으로 존재, ○최근 5월 인도양에서 우럭바리 조업을 중단, 타 어종으로 대체발표로 BM에 대한 신뢰도 일부 상실, 대외변수에 취약한 비즈니스.
코스닥	**차이나그레이트**	스포츠&캐쥬얼 의류및신발 판매	'09년 16.1% '10년 15.0% '11년 15.3%	○스포츠용품 판매를 통한 지속적인 이익성장 지속, 올해부터는 캐쥬얼 의류 및 신발 판매를 통한 공격적인 매출구조 변화전망 ○새롭게 진출하는 캐쥬얼 의류 및 신발판매를 통한 매출확대 성공유무에 따라 동사의 성장이 올해도 지속가능한지 판단할 수 있을 전망
	에스앤씨엔진그룹	자동차기어, 잔디깎기, 모터사이클	'09년 25.4% '10년 24.3% '11년 30.8%	○자동차기어는 중국 자동차시장의 성장과 동반해서 성장 할 전망 ○잔디깎기도 지속적인 매출성장에 기여 할 수 있을 전망이며 모터 사이클은 시장 포화로 인해 큰 폭의 실적 성장은 어려울 전망
	차이나하오란	코팅백판지	'09년 15.1% '10년 11.6% '11년 8.0%	○전방산업 악화와 경쟁강도 심화에 따른 성장성 정체 및 영업이익률감소 ○올해까지는 의미있는 실적이 어려울 것으로 판단되지만 내년부터는 실적개선 가능성 존재
	차이나킹	건강식품 차사업 동충하초유통	'10.06년 46.1% '11.06년 42.9% '12.06년 40.2%	○건강식품, 차사업, 동충하초 유통 등의 고마진 비즈니스를 통해 높은 이익률 유지가능 ○신규 화장품사업 진출 및 건강식품 확대를 통한 M/S 확대전망
	이스트아시아홀딩스	스포츠&캐쥬얼 의류및신발판매	'09 년 19.5%, '10 년 16.2% '11 년 16.9%	○스포츠용품 판매를 통한 지속적인 이익성장 지속, 올해부터는 캐쥬얼 의류 및 신발 판매를 통한 점진적인 매출구조 변화 전망 ○주요 매출시장에 대한 경쟁심화에 따른 이익률감소가 예상되지만, 신규 진출 사업에 따른 성장성 확보는 긍정적.
	웨이포트	제초기, 톱류	'09년 10.5% '10년 7.4% '11년 2.5%	○지속적인 이익률감소로 인한 지속 가능 비즈니스에 대한 불확실성 가중, 올해도 YoY 실적 감소 진행 중. ○미국 메인시장 진출 성공시 매출 성장이 기대되지만 아직은 의미 있는 매출을 기대하긴 어려운 상황
	완리	타일생산전문	'09년 27.6% '10년 31.0% '11년 27.1%	○중국 내에서 규모의 경제를 지닌 타일전문업체로 불황임에도 불구하고 지속적인 실적 개선 중이었으나 2분기 실적 악화. ○올해 하반기 또는 내년 초부터 테라코타 패널 확대를 통한 매출구조 변화와 중국 내수시장 확대에 따른 수혜전망

자료: 이트레이드증권 리서치본부,

[표19] 국내 증시 상장 중국기업 신뢰도 분석

구분	회사명	신뢰도 평가 항목	신뢰도 분석
코스닥	**차이나킹**	사업 존속에 대한 신뢰성 시장과의 소통 회사신뢰도상승요인	○건강식품사업은 안정적인 성장 + 동충하초 유통 및 차사업으로 매출볼륨 확대가 기대되며 화장품사업에 대한 추가적인 진출 기대감도 상존 ○BW 5,500만불 발행을 통한 시장에서의 자금 조달이 있었지만 투자 목적이 분명하였고이로 인해 결과적으로 동사의 회계 불확실성 해소에 기여, ○중국기업들이 저평가를 받고 있지만 회사를 알리기 위해 꾸준한 IR 활동지속.
	에스앤씨엔진그룹	사업 존속에 대한 신뢰성 시장과의 소통 회사신뢰도상승요인	○2012년 상반기 누적 실적기준 모터 사이클 사업은 안정적인 캐시카우 역할, 제초기 +100% YoY, 기어+37% YoY 성장으로 성장동력 역할 전망 ○반기 검토의견 비적정설에 대한 공시요구로 매매정지가 있었으나 풍문으로 판명. ○지속적인 저평가에도 불구하고 회사에 대한 홍보 및 IR 활동지속
	차이나그레이트	사업 존속에 대한 신뢰성 시장과의 소통 회사신뢰도상승요인	○스포츠용품 판매에서 캐쥬얼 의류 및 신발 판매회사로 급격한 매출구조 변모는 시장이 우려할만한 요인으로 판단, 올해 실적 성장성 정체 중. ○상장 이후 꾸준한 실적을 기록했지만 중국기업 저평가에서 벗어나지 못함, 상장 이후신뢰도 높지만 매출구조 변화에 따른 리스크 상존. ○꾸준한 실적과 신 성장사업을 통해 회사를 지속적으로 성장시키려는 것은 긍정적인요인
	이스트아시아홀딩스	사업 존속에 대한 신뢰성 시장과의 소통 회사신뢰도상승요인	○스포츠용품 판매에서 캐쥬얼 의류 및 신발 판매 매출을 점진적으로 늘려 나갈 전망. 경쟁 심화로 매출 성장 정체 구간 ○동사는 과거에 자회사 관련 불성실 공시법인으로 지정된 경력이 있으나 전반적으로 신뢰도 높은 편임 ○시장포화로 인해 신 성장 동력을 통해 성장을 도모하는 모습은 긍정적인 요인
	완리	사업 존속에 대한 신뢰성 시장과의 소통 회사신뢰도상승요인	○전방산업 경기둔화로 인해 타일제조 및 판매 사업도 성장률이 낮아지고 있는 상황이며 2분기실적둔화발생 ○차이나리스크가 이미 상존하는 국내증시에 상장해 기업가치 상승을 위해 지속적인 노력을 진행중. ○업황이 어려움에도 불구하고 최근 꾸준한 수주공시와 IR을 통해 회사에 대해 적극홍보

자료: 이트레이드증권 리서치본부,

[표20] 국내 증시 상장 중국기업 성장성

(단위: %, 십억원)

구분	회사명	증가율	2009(2010.06)	2010(2011.06)	2011(2012.06)	2012F(2013.06)
코스닥	차이나킹	매출액	129.9	188.9	236.6	280.0
		매출증가율	**36.1%**	**45.4%**	**25.2%**	**18.4%**
		영업이익	59.9	81.0	95.1	107.4
		영업이익증가율	**-**	**33.5%**	**19.0%**	**12.9%**
		순이익	44.1	55.9	67.5	76.3
		순이익증가율		**26.6%**	**20.8%**	**13.1%**
	에스앤씨엔진그룹	매출액	136.3	158.4	203.6	198.6
		매출증가율	**12.30%**	**16.3%**	**28.5%**	**-2.5%**
		영업이익	34.6	38.6	62.6	55.7
		영업이익증가율	**-**	**11.3%**	**62.5%**	**-11.1%**
		순이익	27.7	29.2	41.2	34.6
		순이익증가율	**15.40%**	**5.5%**	**41.0%**	**-16.0%**
	차이나그레이트	매출액	292.6	352.8	415.9	467.0
		매출증가율	**-**	**20.5%**	**17.9%**	**12.3%**
		영업이익	47.2	52.8	63.6	67.1
		영업이익증가율	**-**	**11.7%**	**20.6%**	**5.5%**
		순이익	32.4	39.2	46.6	52.2
		순이익증가율	**-**	**21.0%**	**18.9%**	**12.0%**
	이스트아시아홀딩스	매출액	119.5	153.5	184.3	182.3
		매출증가율	**18.2%**	**28.4%**	**20.0%**	**-1.1%**
		영업이익	23.4	24.9	31.1	30.4
		영업이익증가율	**39.5%**	**6.6%**	**24.7%**	**-2.0%**
		순이익	19.4	20.9	25.3	26.3
		순이익증가율	**19.9%**	**8.1%**	**20.7%**	**4.0%**
	완리	매출액	114.6	139.6	178.1	198.6
		매출증가율	**-**	**21.8%**	**27.5%**	**11.5%**
		영업이익	31.7	43.3	48.2	35.5
		영업이익증가율	**-**	**36.9%**	**11.3%**	**-26.5%**
		순이익	22.8	30.5	34.8	24.3
		순이익증가율	**-**	**33.6%**	**14.0%**	**-30.1%**

자료: 이트레이드증권 리서치본부,

기업분석

차이나킹	(900120) :	중국(中國)을 사고 싶다면 차이나킹	35
에스앤씨엔진그룹	(900080) :	중국 자동차 시장의 성장과 함께	41
차이나그레이트	(900040) :	꾸준한 성장, 밸류에이션 매력도 UP	44
이스트아시아홀딩스	(900110) :	캐쥬얼시장의 성장을 기다린다	47
완리	(900180) :	2분기 실적은 성장통, 내년을 바라보자	50

차이나킹 (900120)

2012.10.10 Mid-small cap

Buy(initiate)

Analyst 오두균

02.3779-0055
rmasu0000@etrade.co.kr

중국(中國)을 사고 싶다면 차이나킹

목표주가: 4,500원
현재주가: 2,450원

투자의견 Buy, 목표주가 4,500원 제시

차이나킹은 중의약 기반의 건강식품 판매를 주 사업으로 영위하고 있으며, 동충하초 유통 및 차(茶)사업도 겸하고 있다. 동사는 중국에서 해마다 꾸준한 실적을 달성하는 신뢰성 있는 기업으로 중국 내수 시장 확대에 따른 수혜를 입을 것으로 전망된다. 또한 기존에 중국기업을 바라보는 부정적인 시각에서 벗어나 동사의 기업가치도 재평가 될 것으로 기대한다. 따라서 투자의견 Buy를 제시한다. 차이나킹에 대해 투자의견 매수, 목표주가 4,500원을 제시하며 목표주가는 2012 사업년도 예상 EPS 952원에 차이나디스카운트를 감안한 PER 4.7배를 적용하여 산출하였다.

중국 경기 회복 + 신뢰도 회복으로 인한 재평가 국면 진입 전망

동사는 중국 경제 성장 정체와 국내 상장 중국기업에 대한 디스카운트로 지속적으로 시장에서 소외를 받아왔다. 하지만 11월부터 중국 정권 교체에 따른 경기 부양으로 인해 향후 주목받을 전망이다. 또한 동사는 신뢰도 회복을 위해 한국인 사외이사와 한국 회계법인을 통해 회계 감사 받는 것은 물론 BW 투자회사인 '엑셀시오르'의 JOHN. YANG(캐나다)을 신규 사외이사로 선임했다. 또한 국내 상장사 최초로 전자투표를 도입할 예정으로 이 역시 투자자 신뢰 회복에 일조할 전망이다.

극도로 낮은 밸류에이션과 지속적인 실적 성장세 + 신규 화장품 사업

동사는 4개년 동안 연평균 매출 +29.2% YoY 영업이익 +21.5% YoY 성장을 보여왔으며 2012 사업년도에는 각각 매출 +18.4%, 영업이익 +12.9% 성장을 보일 것으로 전망된다. 또한 동사의 2012 사업년도 기준 밸류에이션은 PER 2.6배, PBR 0.5배 수준으로 극도의 저평가 상태이다. 그리고 동사는 올해 하반기부터 신규 화장품 사업진출을 통해 새로운 성장 동력을 마련할 것으로 전망된다.

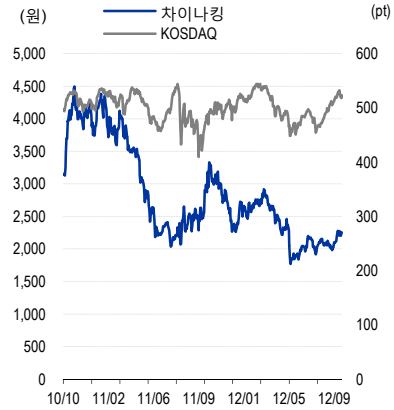
Stock Data

KOSDAQ(12/10/09)	540.43pt
시가총액	196십억원
발행주식수	80,000천주
액면가	0원
52주 최고가/최저가	3,330/1,770원
60D 일평균 거래대금	0십억원
외국인 지분율	64.5%
배당수익률(12.06)	1.3%

주요주주

WANG YUEREN 외 2인	56.13%

Stock Price



Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2011.06	189	80	81	56	699	-1.2	81	3.4	1.5	0.9	27.5
2012.06	237	95	95	68	848	21.5	96	2.4	0.4	0.5	25.0
2013.06F	280	107	106	76	952	12.2	109	2.6	0.6	0.5	21.3
2014.06F	330	127	126	90	1,129	18.6	130	2.2	0.2	0.4	20.6
2015.06F	393	152	151	108	1,348	19.3	155	1.8	-0.1	0.3	20.1

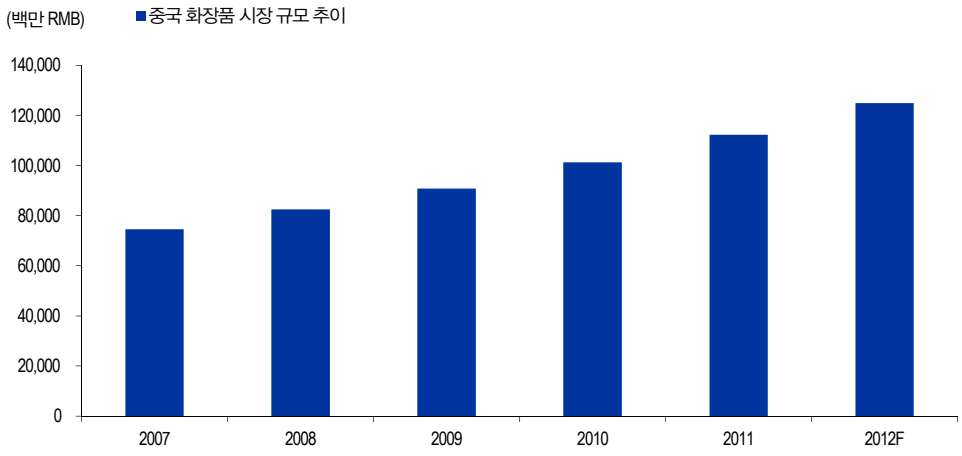
자료: 이트레이드증권 리서치본부

I. 화장품 사업 하반기 본격 진출

하반기 화장품 사업에 대한 구체적인 모습 들어날 전망

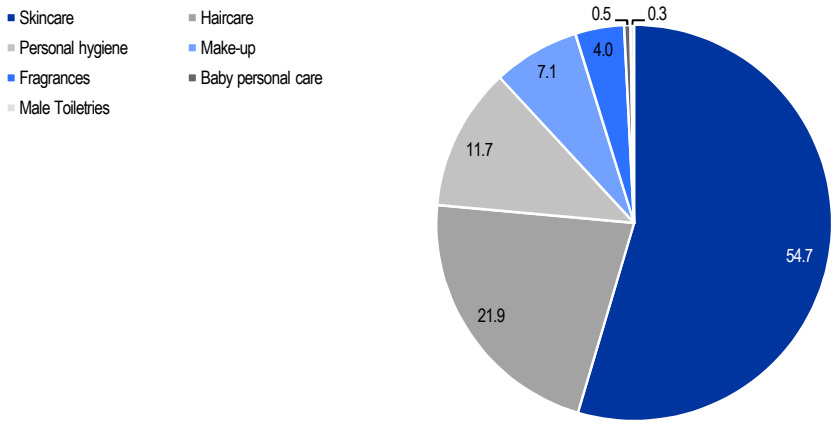
올해 하반기에 동사는 국내 화장품업계에서 풍부한 경험이 있는 경력자들과 함께 화장품사업 관련 법인을 JV 형태로 국내 or 해외에 설립할 것으로 예상된다. 본격적인 매출은 내년 여름부터 본격적으로 발생할 것으로 판단되며 국내 화장품 업체가 기술력을 제공하고 동사가 자금 및 화장품 관련 중국 유통망을 제공할 것으로 판단된다. 화장품은 다양한 라인업으로 구상될 예정이며 이미 제품에 대한 개발과 테스트가 일정부분 끝난 상태이다. 중국 화장품 시장에서 국내 화장품에 대한 인지도와 선호도가 높아 차이나킹이 국내 화장품 인력들과 수준 높은 제품 라인업을 선보인다면 회사 기업가치에 긍정적인 영향을 끼칠 전망이다.

[그림51] 중국 화장품 시장 성장 추이



자료: 아노경제연구소, 이트레이드증권 리서치본부

[그림52] 중국 화장품 시장 품목별 비중 추이



자료: Datamonitor Personal Care Market Data, 2011, 이트레이드증권 리서치본부

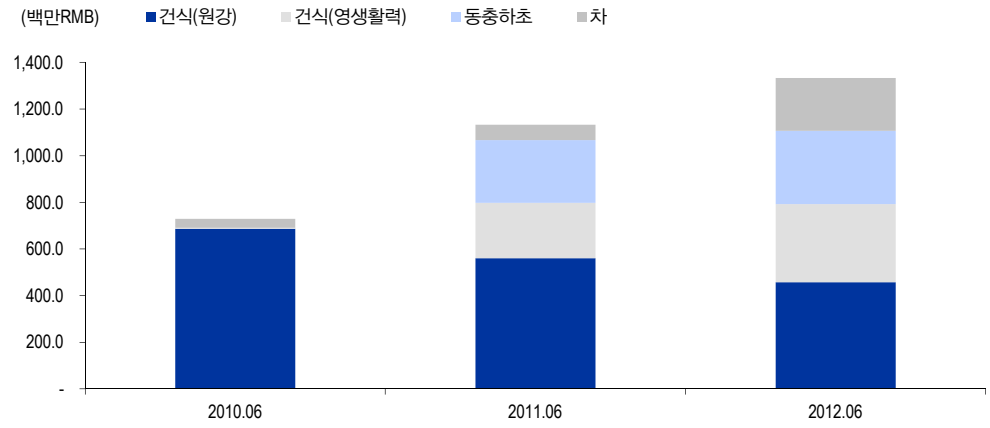
II. 2011(2012.06) 사업년도 영업이익 535.9백만RMB(+11.8% YoY) 달성

2011(2012.06) 사업년도 Review

2011년(2012.06) 연간 실적은 매출 13억 33.2백만RMB(+17.7% YoY), 영업이익 535.9백만RMB(+11.8% YoY)를 달성했다. 건강식품 매출은 792.3백만RMB(-0.7% YoY)로 작년과 비슷한 수준을 기록했고, 원강제품의 매출은 -18.4% YoY 감소한 반면 영생활력제품 판매는 +41.2% YoY 증가했다. 이는 장수브랜드 '원강'에서 '영생활력'으로 주력 매출 제품군 교체에 따른 것으로 판단된다. 또한 동충하초유통 매출은 314.7백만RMB(+16.8% YoY)를 기록하며 유통 물량 확대에 따른 작년 대비 안정적인 매출 증가를 기록했다. 차사업 매출은 고급화/브랜드화를 통한 다양한 제품군 판매를 통해 226.2백만RMB(+246.5% YoY)를 달성했다.

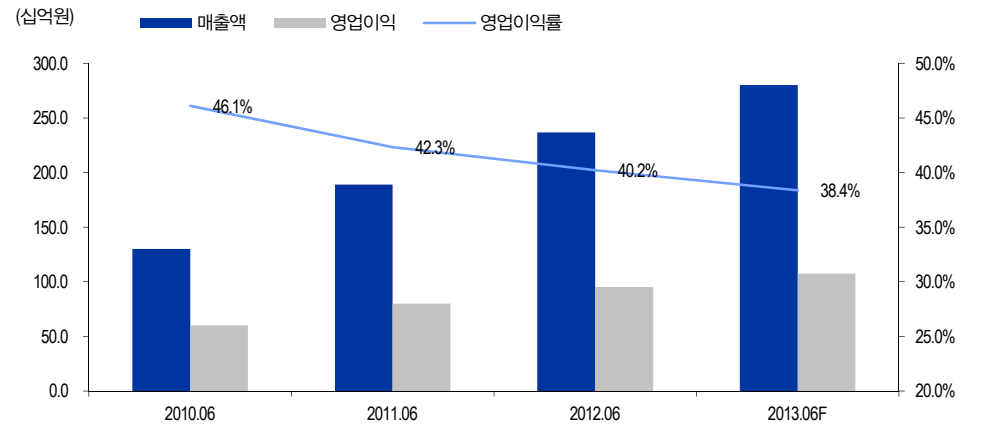
이번 사업년도 매출비중은 건강식품 59.4%, 동충하초유통 23.6%, 차사업 17.0%로 작년 대비 건강식품 매출비중이 11.1% 포인트 감소하였고 차사업 매출비중이 11.2% 포인트 증가하였다. 차기 사업년도에는 BW로 유치한 투자자금 집행을 통해 건강식품 사업을 더욱 확대하고, 올해 하반기에는 신규 사업인 화장품 관련 사업을 본격적으로 시작할 것으로 전망된다.

[그림53] 사업부문별 매출 비중 증가 추이



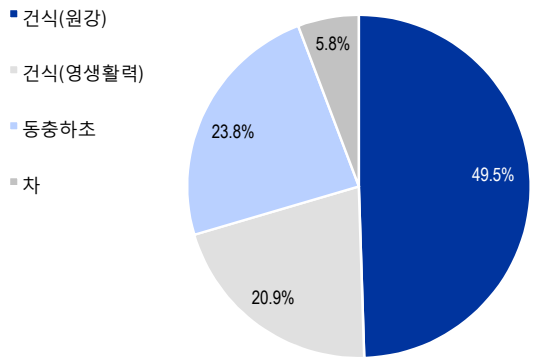
자료: 차이나킹, 이트레이드증권 리서치본부

[그림54] 차이나킹 매출 및 영업이익 & 영업이익률 추이



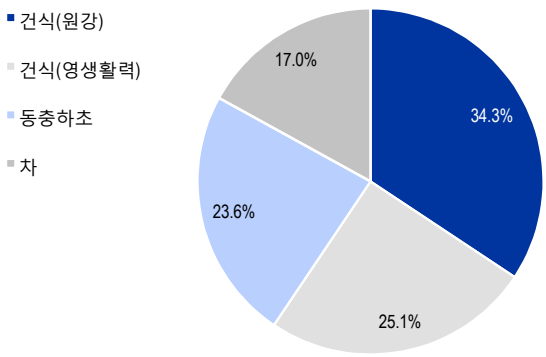
자료: 차이나킹, 이트레이드증권 리서치본부

[그림55] 2011.06 사업년도 매출 비중



자료: 차이나킹, 이트레이드증권 리서치본부

[그림56] 2012.06 사업년도 매출 비중



자료: 차이나킹, 이트레이드증권 리서치본부

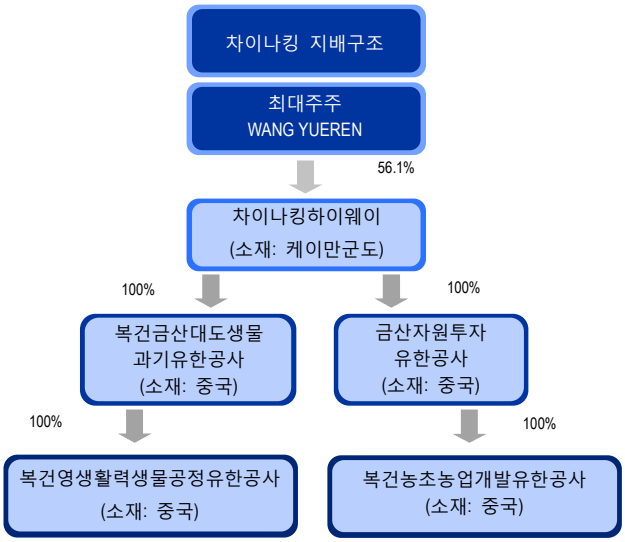
III. BW 발행분을 감안해도 현재 주가는 매력적인 수준

BW 발행은 성장을 위한 성장통

동사는 2012년 5월 635억원 규모의 BW를 발행했으며 홍콩 현지 투자법인 'Eternity Holdings Investments Limited'와 'NP Eternity Holdings Ltd.'가 각각 427억원(67.3%), 208억원(32.7%)을 투자했다. BW 만기시점은 2018년 6월이며 전환가격은 3,200원으로 현재 주가대비 약 50% 이상 할증된 가격이다.

현재 동사의 발행주식수는 8,000만주이며, BW 발행분이 전환가격을 기준으로 모두 전환될 경우 약1,984만주의 주식이 추가 상장될 것으로 전망된다. 그래도 올해 실적 대비 동사의 밸류에이션은 희석 EPS 기준 PER 3.2배 수준으로 상당히 저평가되어 있다고 판단한다.

[그림57] 차이나킹 지배구조



자료: 차이나킹, 이트레이드증권 리서치본부

[그림58] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림59] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림60] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림61] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림62] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림63] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

차이나킹(900120)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011.06	2012.06	2013.06E	2014.06E	2015.06E
유동자산	**131**	**271**	**293**	**354**	**427**
현금및현금성자산	65	176	180	221	269
매출채권및기타채권	51	76	90	106	126
재고자산	5	5	5	6	8
기타유동자산	10	15	18	21	25
비유동자산	**121**	**137**	**200**	**236**	**279**
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	12	19	26	31	35
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	**252**	**408**	**493**	**590**	**706**
유동부채	**27**	**37**	**44**	**51**	**61**
매입채무및기타채무	11	15	18	21	26
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	17	21	25	30	36
비유동부채	**1**	**51**	**53**	**55**	**56**
장기금융부채	0	51	53	55	56
기타비유동부채	1	0	0	0	0
부채총계	**28**	**88**	**97**	**107**	**118**
지배주주지분	**224**	**320**	**396**	**484**	**589**
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	81	98	98	98	98
이익잉여금	138	216	293	380	485
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**224**	**320**	**396**	**484**	**589**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011.06	2012.06	2013.06E	2014.06E	2015.06E
매출액	**189**	**237**	**280**	**330**	**393**
매출원가	75	100	126	147	174
매출총이익	**114**	**137**	**154**	**183**	**220**
판매비와관리비	34	42	48	57	69
기타영업손익	0	0	1	1	1
영업이익	**80**	**95**	**107**	**127**	**152**
(EBITDA)	81	96	109	130	155
비영업손익	1	0	-1	-1	-1
순금융손익	0	0	0	0	0
관계기업등투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**81**	**95**	**106**	**126**	**151**
계속사업법인세비용	-25	-27	-30	-36	-43
계속사업이익	**56**	**68**	**76**	**90**	**108**
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	**56**	**68**	**76**	**90**	**108**
지배주주	56	68	76	90	108
총포괄이익	56	68	76	90	108
매출총이익률	**60.3**	**57.8**	**55.0**	**55.5**	**55.8**
영업이익률	**42.3**	**40.2**	**38.4**	**38.5**	**38.6**
EBITDA마진률	**43.1**	**40.8**	**39.1**	**39.4**	**39.4**
당기순이익률	**29.6**	**28.7**	**27.2**	**27.3**	**27.4**
ROA	**24.1**	**20.6**	**16.9**	**16.7**	**16.6**
ROE	**27.5**	**25.0**	**21.3**	**20.6**	**20.1**
ROIC	**42.9**	**38.5**	**32.9**	**30.8**	**31.1**

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011.06	2012.06	2013.06E	2014.06E	2015.06E
영업활동으로인한현금흐름	**68**	**59**	**12**	**50**	**58**
당기순이익(손실)	**81**	**97**	**76**	**90**	**108**
비현금수익비용가감	**1**	**10**	**33**	**40**	**47**
유형자산감가상각비	1	1	3	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	0	-9	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	**8**	**-19**	**-67**	**-44**	**-55**
매출채권및기타채권의 (증가)감소	-9	-20	-14	-16	-20
재고자산의(증가)감소	3	0	-1	-1	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	4	3	3	4
법인세납부	**-21**	**-30**	**-30**	**-36**	**-43**
투자활동으로인한현금흐름	-77	-14	-10	-9	-8
유형자산처분(취득)	6	-8	-10	-9	-8
무형자산감소(증가)	19	0	0	0	0
장단기금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	-102	-6	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**-13**	**60**	**2**	**-1**	**-2**
장단기금융부채의감소(증가)	-8	63	2	2	1
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-4	-3	-3	-3	-3
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의증가	**-22**	**105**	**4**	**41**	**48**
기초현금	**87**	**71**	**176**	**180**	**221**
기말현금	**65**	**176**	**180**	**221**	**269**

주요투자지표

	2011.06	2012.06	2013.06E	2014.06E	2015.06E
투자지표 (배, %)					
P/E	3.4	2.4	2.6	2.2	1.8
P/B	0.9	0.5	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	1.5	0.4	0.6	0.2	-0.1
P/CF	3.3	2.3	2.5	2.1	1.8
배당수익률	0.0	0.0	1.7	1.7	1.7
성장성 (%)					
매출액	45.5	25.2	18.4	18.0	19.0
영업이익	33.6	18.9	12.9	18.5	19.2
세전이익	35.1	17.5	12.2	18.6	19.3
당기순이익	26.6	21.5	12.2	18.6	19.3
EPS	-1.2	21.5	12.2	18.6	19.3
안정성 (%, 배, 십억원)					
부채비율	12.6	27.5	24.5	22.1	20.0
유동비율	478.3	737.0	672.7	688.9	698.8
순차입금/자기자본	-29.2	-39.0	-32.1	-34.3	-36.2
영업이익/금융비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총차입금	0	51	53	55	56
순차입금	-65	-125	-127	-166	-213
주당지표 (원)					
EPS	699	848	952	1,129	1,348
BPS	2,795	3,997	4,949	6,045	7,360
CFPS	717	865	990	1,177	1,402
DPS	35	33	33	33	33

자료: 이트레이드증권 리서치본부

에스앤씨엔진그룹 (900080)

2012.10.10 Mid-small cap

N. R.

Analyst 오두균
02.3779-0055
rmasu0000@etrade.co.kr

중국 자동차 시장의 성장과 함께

목표주가: -원
현재주가: 2,720원

하반기 실적 다소 정체 되지만 내년부터 회복 가능 전망

에스앤씨엔진그룹은 상반기 누적 기준으로는 매출 및 당기순이익이 각각 +20.3% YoY, +51.2% 증가한 양호한 실적을 기록했다. 매출 증가는 모터사이클 +9.8% YoY, 기어 및 부품 +12.0% YoY 매출이 각각 증가하면서 상반기 동사의 실적 성장을 이끌었다. 하지만 하반기에는 기어 및 부품 매출 성장세는 유지될 것으로 보이지만 모터사이클 및 잔디깎기 매출이 감소하며 동사의 실적 성장이 다소 정체 될 전망이다. 잔디깎기는 주로 유럽향 수출 물량이 부진할 것으로 보이며, 모터사이클은 아프리카쪽 판매가 부진할 것으로 예상된다. 이로 인해 올해 연간 매출 실적은 전년대비 약 -2.5% YoY 매출 감소를 보일 것으로 판단된다. 긍정적인 면은 내년부터 중국 지도부 정권 교체에 따른 경기 부양 조치가 예상됨에 따라 동사도 CAPA 증설을 통한 기어 및 부품 매출 확대로 인해 YoY 매출 성장이 2013년부터 다시 이어질 것으로 전망한다.

중국기업에 대한 차별적인 시각 적용에 따른 차별화 가능

국내 상장 중국기업은 차이나리스크로 인해 기업가치 대비 주가가 상당히 저평가되어 있지만 이 부분은 중국기업을 개별기업으로 보는 시각보다 단체로 묶어서 보는 시각이 강하기 때문이라고 판단한다. 그래서 중국기업에 대해 개별 기업별로 기업가치를 판단한다면 동사는 충분히 재평가가 가능하다고 판단한다. 또한 국내 상장 중국기업들의 주가하락은 단순히 신뢰 및 실체 문제에 국한 된 것이 아니라 중국 경기 침체의 영향도 일부 존재한다고 판단한다. 실제 중국 상해종합지수는 경기 둔화의 영향으로 2010년 11월 3186.72 포인트를 고점으로 현재 -34.5% 하락한 상태이다. 하지만 중국 지도부 정권 교체에 따른 경기부양이 예상됨에 따라 중국 본토에 사업장을 두고 있는 우량한 중국기업에 대한 밸류에이션 리레이팅이 가능하다고 전망한다.

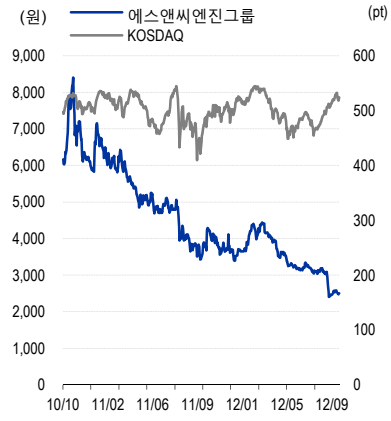
Stock Data

KOSDAQ(12/10/09)	540.43pt
시가총액	112십억원
발행주식수	41,303천주
액면가	1원
52주최고가 / 최저가	4,435/2,410원
60D 일평균 거래대금	0십억원
외국인지분율	60.17%
배당수익률(11.12)	0.0%

주요주주

Chan Kwok Wai 외 2인	64.64%
한국투자신탁운용(주)	6.56%

Stock Price



Financial Data

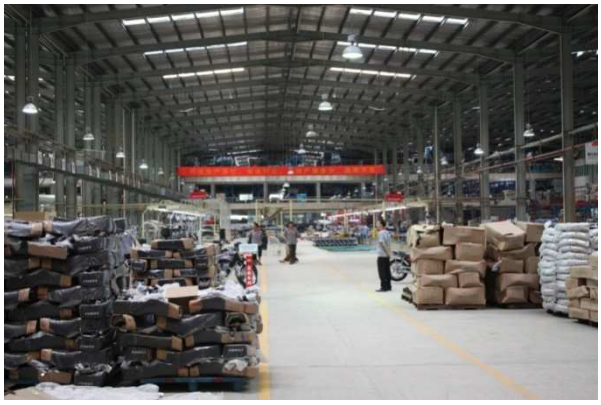
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010	158	39	38	29	731	-18.4	47	9.0	4.3	1.4	17.1
2011	204	63	53	41	1,030	41.0	62	3.3	1.2	0.6	19.2
2012F	199	56	44	35	840	-18.4	64	3.2	0.0	0.4	13.2
2013F	240	58	46	36	877	4.4	73	3.1	-0.3	0.4	12.0
2014F	295	72	60	47	1,138	29.6	87	2.4	-0.6	0.3	13.7

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림64] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림65] 현지 사진



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림66] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림67] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림68] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림69] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

에스앤씨엔진그룹(900080)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	**114**	**107**	**169**	**211**	**264**
현금및현금성자산	86	62	126	159	200
매출채권및기타채권	17	33	32	38	47
재고자산	9	10	10	12	15
기타유동자산	1	2	1	2	2
비유동자산	**124**	**152**	**141**	**150**	**162**
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	74	94	98	98	98
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	**237**	**258**	**310**	**361**	**425**
유동부채	**50**	**17**	**18**	**21**	**26**
매입채무및기타채무	10	8	8	9	11
단기금융부채	24	0	1	1	1
기타유동부채	16	9	9	11	13
비유동부채	**0**	**0**	**10**	**22**	**34**
장기금융부채	0	0	10	21	33
기타비유동부채	0	0	0	1	1
부채총계	**50**	**17**	**28**	**43**	**60**
지배주주지분	**187**	**242**	**282**	**318**	**365**
자본금	6	6	7	7	7
자본잉여금	69	73	78	78	78
이익잉여금	112	163	197	233	280
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**187**	**242**	**282**	**318**	**365**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	**158**	**204**	**199**	**240**	**295**
매출원가	110	140	136	172	210
매출총이익	**49**	**63**	**62**	**69**	**85**
판매비와관리비	6	9	9	11	14
기타영업손익	-4	8	2	1	1
영업이익	**39**	**63**	**56**	**58**	**72**
(EBITDA)	**47**	**62**	**64**	**73**	**87**
비영업손익	-1	-10	-12	-12	-12
순금융손익	0	-11	-9	-11	-10
관계기업등투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**38**	**53**	**44**	**46**	**60**
계속사업법인세비용	-9	-12	-10	-10	-13
계속사업이익	**29**	**41**	**35**	**36**	**47**
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	**29**	**41**	**35**	**36**	**47**
지배주주	29	41	35	36	47
총포괄이익	29	41	35	36	47
매출총이익률	**30.7**	**31.1**	**31.4**	**28.5**	**28.7**
영업이익률	**24.3**	**30.8**	**28.1**	**24.2**	**24.3**
EBITDA마진률	**29.8**	**30.4**	**32.0**	**30.5**	**29.4**
당기순이익률	**18.4**	**20.2**	**17.4**	**15.0**	**15.9**
ROA	**14.3**	**16.6**	**12.2**	**10.8**	**11.9**
ROE	**17.1**	**19.2**	**13.2**	**12.0**	**13.7**
ROIC	**32.5**	**36.1**	**24.0**	**25.7**	**28.8**

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동으로인한현금흐름	**38**	**35**	**72**	**48**	**54**
당기순이익(손실)	**38**	**56**	**43**	**36**	**47**
비현금수익비용가감	**10**	**9**	**21**	**37**	**40**
유형자산감가상각비	5	7	10	16	16
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-4	-4	0	-1	-1
영업활동으로인한자산및부채의변동	**-1**	**-16**	**17**	**-15**	**-19**
매출채권및기타채권의 (증가)감소	2	-13	1	-7	-9
재고자산의(증가)감소	-2	-1	0	-2	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	-1	-2	-1	2	2
법인세납부	**-9**	**-14**	**-9**	**-10**	**-13**
투자활동으로인한현금흐름	**-63**	**-29**	**-14**	**-15**	**-14**
유형자산처분(취득)	-41	-21	-14	-16	-15
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
장단기금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	-21	-8	0	1	1
재무활동으로인한현금흐름	**33**	**-36**	**7**	**0**	**1**
장단기금융부채의감소(증가)	33	-34	10	11	12
자본의증가(감소)	0	0	6	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	-2	-9	-11	-11
현금의증가	**8**	**-29**	**64**	**33**	**41**
기초현금	**78**	**91**	**62**	**126**	**159**
기말현금	**86**	**62**	**126**	**159**	**200**

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
투자지표 (배, %)					
P/E	9.0	3.3	3.2	3.1	2.4
P/B	1.4	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.3	1.2	0.0	-0.3	-0.6
P/CF	7.7	2.8	2.5	2.2	1.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	16.3	28.5	-2.5	21.0	22.6
영업이익	11.3	62.5	-11.1	4.4	22.9
세전이익	9.8	39.7	-16.7	4.9	29.6
당기순이익	5.5	41.0	-16.0	4.4	29.6
EPS	-18.4	41.0	-18.4	4.4	29.6
안정성 (%, 배, 십억원)					
부채비율	26.9	7.0	9.8	13.5	16.4
유동비율	225.6	631.4	952.0	994.5	1,026.4
순차입금/자기자본	-33.3	-25.7	-40.6	-42.8	-45.2
영업이익/금융비용	191.3	5.3	7.0	6.4	7.7
총차입금	24	0	11	22	34
순차입금	-62	-62	-115	-136	-165
주당지표 (원)					
EPS	731	1,030	840	877	1,138
BPS	4,670	6,037	6,832	7,706	8,840
CFPS	850	1,204	1,085	1,256	1,514
DPS	0	0	0	0	0

자료: 이트레이드증권 리서치본부

차이나그레이트 (900040)

2012.10.10 Mid-small cap

N. R.

Analyst 오두균
02.3779-0055
rmasu0000@etrade.co.kr

꾸준한 성장, 밸류에이션 매력도 UP

목표주가: -원
현재주가: 1,420원

2Q12 & 2012년 상반기 누적 실적 Review

2분기 실적은 매출 697.2백만RMB(+15.5% YoY), 영업이익 85.0백만RMB(-0.4% YoY)를 달성했다. 2분기 매출은 시장 상황 악화에도 불구하고 스포츠의류 및 신발밑창 판매량 증가에 따라 매출이 전년동기대비 각각 41.0%, 45.5% 증가했다. 하지만 임금과 급여 및 비용의 증가로 인해 영업이익은 작년과 비슷한 수준을 보였다. 2012년 상반기 누적 실적은 매출 12억 79.9백만RMB(+12.0% YoY), 영업이익 1억 72.6백만RMB(-5.0% YoY)를 기록하며 매출은 증가했지만 이익이 소폭 감소했다. 영업이익 감소는 최근 중국 스포츠용품 시장은 상위 브랜드 업체들의 경쟁심화가 주요 원인으로 판단되며 내년부터는 과잉 생산된 재고 소진을 통해 공급 과잉이 한층 완화될 것으로 판단하고 있다.

꾸준한 성장 + 밸류에이션 매력도 높은 편

차이나그레이트는 중국 스포츠용품 시장 경쟁 심화에도 불구하고 하반기에 기대되는 캐쥬얼 브랜드 관련 매출 확대로 인해 올해 +12.3% YoY 수준의 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. 동사는 2009년부터 2011년까지 3개년 연평균 19.2%의 매출 성장을 지속해왔다. 이와 더불어 영업이익도 3년 연평균 16.1%씩 꾸준히 성장했다. 하지만 차이나디스카운트로 인해 실적 상승 대비 적정한 시장의 평가를 받지 못하고 있다. 하지만 동사는 이번 차이나디스카운트 해소를 계기로 하여 시장에서 재평가가 가능할 것이라고 판단한다. 올해는 전방산업 포화로 인해 성장이 다소 둔화되지만 하반기부터 본격적으로 발생하는 캐쥬얼 관련 제품 매출 확대로 인해 내년에는 의미 있는 실적이 기대된다. 2012F 실적 기준 밸류에이션은 PER 2.7배, PBR 0.5배 수준으로 굉장히 싸게 거래되고 있다.

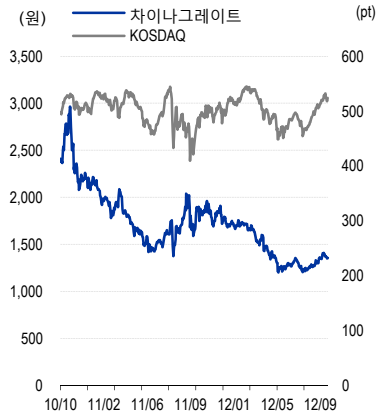
Stock Data

KOSDAQ(12/09/12)	540.43pt
시가총액	142십억원
발행주식수	100,000천주
액면가	0원
52주최고가 / 최저가	1,960/1,200원
60D 일평균 거래대금	0십억원
외국인지분율	56.18%
배당수익률(11.12)	5.1%

주요주주

Wu Kunliang	53.2%
신영자산운용	7.88%

Stock Price



Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010	353	53	53	39	392	6.6	54	5.5	3.4	1.3	26.1
2011	416	64	64	47	466	18.9	68	3.7	1.2	0.8	24.3
2012F	467	67	69	52	522	12.2	76	2.7	0.2	0.5	21.7
2013F	491	73	74	58	580	11.1	80	2.5	-0.5	0.5	20.1
2014F	516	79	82	64	636	9.7	87	2.2	-1.1	0.4	18.6

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림70] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림71] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림72] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림73] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림74] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림75] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

차이나그레이트(900040)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	**186**	**250**	**309**	**369**	**433**
현금및현금성자산	31	83	124	175	229
매출채권및기타채권	142	150	168	177	186
재고자산	2	3	4	4	4
기타유동자산	9	8	9	9	10
비유동자산	**56**	**58**	**56**	**52**	**50**
관계기업투자등	0	1	1	1	1
유형자산	45	47	42	38	34
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	**242**	**308**	**365**	**421**	**483**
유동부채	**76**	**91**	**102**	**107**	**112**
매입채무및기타채무	63	80	90	94	99
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	13	11	12	13	13
비유동부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	**76**	**91**	**102**	**107**	**112**
지배주주지분	**166**	**218**	**263**	**314**	**371**
자본금	12	13	12	12	12
자본잉여금	43	45	45	45	45
이익잉여금	114	162	207	257	314
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**166**	**218**	**263**	**314**	**371**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	**353**	**416**	**467**	**491**	**516**
매출원가	261	309	346	360	376
매출총이익	**92**	**107**	**121**	**131**	**140**
판매비와관리비	39	42	53	58	60
기타영업손익	0	-1	-1	-1	-1
영업이익	**53**	**64**	**67**	**73**	**79**
(EBITDA)	**54**	**68**	**76**	**80**	**87**
비영업손익	0	1	2	2	2
순금융손익	0	1	1	1	2
관계기업등투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**53**	**64**	**69**	**74**	**82**
계속사업법인세비용	-14	-18	-16	-16	-18
계속사업이익	**39**	**47**	**52**	**58**	**64**
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	**39**	**47**	**52**	**58**	**64**
지배주주	39	47	52	58	64
총포괄이익	39	47	52	58	64
매출총이익률	**26.0**	**25.7**	**25.9**	**26.7**	**27.2**
영업이익률	**15.0**	**15.3**	**14.4**	**14.8**	**15.4**
EBITDA마진률	**15.4**	**16.4**	**16.2**	**16.4**	**16.8**
당기순이익률	**11.1**	**11.2**	**11.2**	**11.8**	**12.3**
ROA	**17.8**	**16.9**	**15.5**	**14.8**	**14.1**
ROE	**26.1**	**24.3**	**21.7**	**20.1**	**18.6**
ROIC	**37.2**	**49.8**	**40.4**	**42.5**	**46.1**

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동으로인한현금흐름	**18**	**61**	**49**	**59**	**64**
당기순이익(손실)	**40**	**50**	**52**	**58**	**64**
비현금수익비용가감	**16**	**22**	**24**	**22**	**23**
유형자산감가상각비	2	3	8	7	7
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	**-24**	**9**	**-10**	**-5**	**-5**
매출채권및기타채권의 (증가)감소	-33	0	-19	-9	-9
재고자산의(증가)감소	1	-1	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	11	12	10	5	5
법인세납부	**-14**	**-20**	**-17**	**-16**	**-18**
투자활동으로인한현금흐름	**-21**	**-3**	**-2**	**-2**	**-2**
유형자산처분(취득)	-15	-3	-3	-3	-3
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
장단기금융자산의감소(증가)	0	0	1	0	0
기타투자활동	-7	0	1	1	2
재무활동으로인한현금흐름	**-9**	**-8**	**-6**	**-7**	**-7**
장단기금융부채의감소(증가)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-2	0	2	0	0
배당금지급	-7	-8	-7	-7	-7
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의증가	**-12**	**50**	**41**	**50**	**55**
기초현금	**43**	**33**	**83**	**124**	**175**
기말현금	**31**	**83**	**124**	**175**	**229**

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
투자지표 (배, %)					
P/E	5.5	3.7	2.7	2.5	2.2
P/B	1.3	0.8	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.4	1.2	0.2	-0.5	-1.1
P/CF	5.3	3.4	2.4	2.2	2.0
배당수익률	3.3	4.2	5.4	5.4	5.4
성장성 (%)					
매출액	20.6	17.9	12.3	5.2	5.0
영업이익	11.7	20.6	5.5	8.1	9.3
세전이익	12.4	21.1	6.9	8.4	9.7
당기순이익	21.0	18.9	12.2	11.1	9.7
EPS	6.6	18.9	12.2	11.1	9.7
안정성 (%, 배, 십억원)					
부채비율	45.7	41.5	38.6	34.0	30.3
유동비율	244.8	276.6	304.4	345.1	386.1
순차입금/자기자본	-20.2	-41.0	-48.8	-56.9	-63.1
영업이익/금융비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-34	-89	-129	-179	-234
주당지표 (원)					
EPS	392	466	522	580	636
BPS	1,682	2,200	2,634	3,141	3,705
CFPS	410	500	603	652	701
DPS	72	73	73	73	73

자료: 이트레이드증권 리서치본부

이스트아시아홀딩스 (900110)

2012.10.10 Mid-small cap

Analyst 오두균
02.3779-0055
rmasu0000@etrade.co.kr

N. R.

캐쥬얼 시장의 성장을 기다린다

목표주가: -원
현재주가: 2,195원

2Q12 & 2012년 상반기 누적 실적 Review

2분기 실적은 매출 223.3백만RMB(-13.8% YoY), 영업이익 42.7백만RMB(-0.3% YoY)를 달성했다. 매출은 시장 경쟁 심화로 인해 -13.8% 감소했지만 영업이익률은 1급/2급 업체에서 실시하는 할인 및 1+1 프로모션을 지양하고 수익성 위주의 영업을 한 결과 전년동기대비 2.6% 포인트 상승한 19.1%를 달성했다. 2012년 상반기 누적 실적은 412.7백만RMB(-3.0% YoY), 영업이익 68.8백만RMB(-6.6% YoY)전반적으로 중국 스포츠용품 시장 경쟁 심화로 인해 매출 및 영업이익이 다소 정체되는 모습을 보이고 있다. 올해 상반기 실적은 수익성 위주의 대응으로 인해 작년 상반기 대비 비슷한 실적을 달성했으나 하반기에도 스포츠용품 시장 경쟁 심화는 지속되어 올해 연간 실적은 2011년과 비슷한 수준에 머물 것으로 전망된다.

캐쥬얼 시장의 성장이 동사의 성장을 가를 전망

현재 스포츠용품 시장은 1급/2급 브랜드업체들의 과잉투자 및 과잉생산으로 인해 재고 정리가 필요한 상황으로 프로모션 및 할인을 통한 재고정리는 내년 초에 마무리 될 것으로 예상된다. 동사 역시 시장 상황이 악화되면서 가맹점들이 당초 주문 금액을 지키지 못하는 상황이 발생하며 매출 감소로 이어졌다. 동사는 스포츠용품 시장의 경쟁 심화로 인해 수익성 위주의 영업으로 대응하고 있지만 이 또한 한계가 있다고 판단해 점차 캐쥬얼 매출 비중을 증가시켜 나가면서 실적 성장을 유지할 예정이다. 캐쥬얼 매출은 상반기 전체 매출의 7.2%를 차지했으며 현 추세가 유지될 것으로 하반기 매출에서는 10%까지 매출 비중이 확대될 것으로 예상한다. 캐쥬얼 사업은 시장 모색 단계를 지나 광범위한 시장에서 테스트를 전개하며 시장을 조금씩 키워가는 단계로 올해 10월 복건성 영안시 신공장(CAPA: 신발 8라인 800만, 의류 4라인 400만)이 완공되면 내년부터는 매출이 본격화 될 것으로 예상하고 있다.

Stock Data

KOSDAQ(12/10/09)	540.43pt
시가총액	50십억원
발행주식수	23,000천주
액면가	1원
52주최고가 / 최저가	3,100/1,805원
60D 일평균 거래대금	0십억원
외국인지분율	69.3%
배당수익률(11.12)	4.6%

주요주주

Ting Keung Wai 외 5인	59.48%

Stock Price

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010	154	25	25	21	988	-17.4	27	4.4	2.4	1.2	34.1
2011	184	31	31	25	1,100	11.3	32	2.5	0.3	0.5	24.6
2012F	182	30	32	26	1,143	4.0	31	1.9	-0.2	0.4	20.2
2013F	205	34	35	27	1,175	2.8	36	1.9	-0.2	0.3	17.5
2014F	231	39	39	30	1,320	12.3	41	1.7	-0.2	0.3	16.8

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림76] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림77] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림78] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림79] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림80] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림81] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

이스트아시아홀딩스(900110)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	**91**	**125**	**148**	**163**	**180**
현금및현금성자산	37	46	51	58	66
매출채권및기타채권	32	46	46	51	58
재고자산	7	6	6	7	8
기타유동자산	15	13	13	15	17
비유동자산	**17**	**23**	**44**	**62**	**81**
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	12	11	27	32	36
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	**108**	**148**	**191**	**225**	**261**
유동부채	**21**	**28**	**29**	**32**	**35**
매입채무및기타채무	14	14	14	16	18
단기금융부채	2	7	8	8	8
기타유동부채	6	7	7	8	9
비유동부채	**0**	**1**	**20**	**26**	**31**
장기금융부채	0	0	18	25	30
기타비유동부채	0	1	2	1	1
부채총계	**21**	**29**	**49**	**58**	**66**
지배주주지분	**87**	**119**	**142**	**167**	**195**
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	30	32	32	32	32
이익잉여금	53	83	107	131	159
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**87**	**119**	**142**	**167**	**195**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	**154**	**184**	**182**	**205**	**231**
매출원가	111	133	131	147	165
매출총이익	**43**	**52**	**51**	**58**	**66**
판매비와관리비	17	21	22	25	28
기타영업손익	-1	1	1	1	1
영업이익	**25**	**31**	**30**	**34**	**39**
(EBITDA)	**27**	**32**	**31**	**36**	**41**
비영업손익	0	0	2	1	0
순금융손익	0	0	0	-1	-2
관계기업등투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**25**	**31**	**32**	**35**	**39**
계속사업법인세비용	-4	-5	-6	-8	-9
계속사업이익	**21**	**25**	**26**	**27**	**30**
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	**21**	**25**	**26**	**27**	**30**
지배주주	21	25	26	27	30
총포괄이익	21	25	26	27	30
매출총이익률	**27.8**	**28.1**	**28.2**	**28.4**	**28.5**
영업이익률	**16.2**	**16.9**	**16.7**	**16.6**	**16.7**
EBITDA마진률	**17.6**	**17.3**	**17.1**	**17.4**	**17.6**
당기순이익률	**13.6**	**13.7**	**14.4**	**13.2**	**13.1**
ROA	**25.1**	**19.8**	**15.5**	**13.0**	**12.5**
ROE	**34.1**	**24.6**	**20.2**	**17.5**	**16.8**
ROIC	**54.0**	**52.6**	**31.6**	**29.7**	**29.6**

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동으로인한현금흐름	**0**	**20**	**19**	**21**	**24**
당기순이익(손실)	**25**	**33**	**28**	**27**	**30**
비현금수익비용가감	**1**	**1**	**4**	**9**	**10**
유형자산감가상각비	1	1	1	2	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	0	0	1	3	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	**-24**	**-9**	**-7**	**-7**	**-8**
매출채권및기타채권의 (증가)감소	-15	-12	0	-6	-7
재고자산의(증가)감소	2	1	0	-1	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	0	0	2	2
법인세납부	**-3**	**-4**	**-6**	**-8**	**-9**
투자활동으로인한현금흐름	**-6**	**-19**	**-32**	**-16**	**-16**
유형자산처분(취득)	-1	0	-10	-7	-7
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
장단기금융자산의감소(증가)	0	-16	-20	-10	-10
기타투자활동	-5	-3	-2	1	1
재무활동으로인한현금흐름	**22**	**5**	**19**	**2**	**0**
장단기금융부채의감소(증가)	-7	5	22	7	5
자본의증가(감소)	32	0	0	0	0
배당금지급	0	-2	-2	-2	-2
기타재무활동	-3	0	-1	-2	-3
현금의증가	**17**	**7**	**5**	**7**	**8**
기초현금	**21**	**40**	**46**	**51**	**58**
기말현금	**37**	**46**	**51**	**58**	**66**

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
투자지표 (배, %)					
P/E	4.4	2.5	1.9	1.9	1.7
P/B	1.2	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	2.4	0.3	-0.2	-0.2	-0.2
P/CF	4.2	2.4	1.8	1.7	1.5
배당수익률	0.0	3.7	4.6	4.6	4.6
성장성 (%)					
매출액	28.4	20.0	-1.1	12.5	12.7
영업이익	6.6	24.8	-2.0	12.1	13.2
세전이익	8.5	24.8	4.1	8.5	12.3
당기순이익	8.1	20.7	4.0	2.8	12.3
EPS	-17.4	11.3	4.0	2.8	12.3
안정성 (%, 배, 십억원)					
부채비율	24.4	24.6	34.7	34.8	33.9
유동비율	428.0	443.7	504.1	510.9	516.2
순차입금/자기자본	-41.1	-44.5	-39.5	-33.9	-30.5
영업이익/금융비용	87.2	83.0	50.6	15.2	13.7
총차입금	2	7	26	33	38
순차입금	-36	-53	-56	-57	-59
주당지표 (원)					
EPS	988	1,100	1,143	1,175	1,320
BPS	3,773	5,163	6,179	7,255	8,474
CFPS	1,047	1,159	1,202	1,263	1,433
DPS	0	100	100	100	100

자료: 이트레이드증권 리서치본부

완리인터내셔널 (900180)

2012.10.10 Mid-small cap

N. R.

Analyst 오두균
02.3779-0055
rmasu0000@etrade.co.kr

2분기 실적은 성장통, 내년을 바라보자

목표주가: -원
현재주가: 3,060원

2Q12 & 2012년 상반기 누적 실적 Review

2분기 실적은 매출 380.4백만RMB(+6.3% YoY), 영업이익 67.8백만RMB(-37.0 % YoY)를 달성했다. 매출 증가는 통체타일 및 테라코타 패널 매출이 QoQ 대비 각각 165.6%, 16.0% 증가한 것이 주요 이유이다. 영업이익은 전년동기대비 큰 폭으로 감소했는데 유형자산 감가상각비 증가로 인한 원가율 상승 및 판관비 +52% YoY 증가가 주된 이유이다. 2012년 상반기 누적 실적은 576.5백만RMB(+12.5% YoY), 영업이익 109.6백만RMB(-24.7% YoY)를 기록했다. 상반기 전반적으로 원가율 및 비용 증가로 인한 영업이익 감소를 기록했으나 12.5%의 매출 증가는 지속 성장을 위한 긍정적인 요인이라고 판단하고 있다.

호흡을 가다듬고 내년을 바라보자

올해 상반기는 매출이 전년동기대비 12.5% 증가했지만 비용 증가 및 신제품에 대한 광고비 및 판매수수료 집행으로 인해 영업이익 감소로 이어졌다. 하반는 상반기와 마찬가지로 매출 증가 추이는 지속되지만 비용증가에 따른 이익 감소세는 이어질 것으로 전망하고 있다. 올해 연간 실적을 전망하면 매출은 작년 대비 약 10%를 상회하는 수준의 실적을 달성할 것으로 보이고 당기순이익은 작년 대비 약 30% 정도 감소할 것으로 판단한다. 올해 실적은 작년보다 다소 부진할 것으로 전망되지만 중국 지도부 교체에 따른 경기부양 효과가 내년부터 본격적으로 기대되는 만큼 동사에 대한 지속적인 관심이 필요하다고 판단한다. 2012F년 실적 기준 밸류에이션은 PER 6.1배, PBR 0.7배로 동사가 타 중국기업 밸류에이션 대비 약간 높은 수준이지만 여전히 낮은 수준의 밸류에이션 매력을 가지고 있다고 판단하며, 추가적으로 중국기업에 대한 시장의 인식이 전환된다면 동사 역시 충분히 Re-rating이 가능한 기업이라고 판단하고 있다.

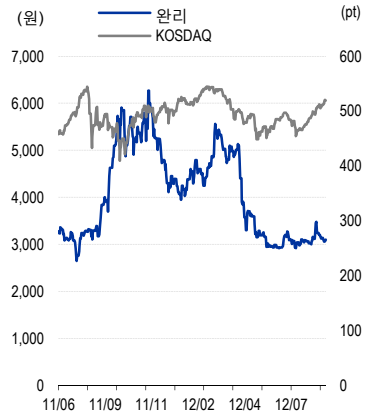
Stock Data

KOSDAQ(12/10/09)	540.43pt
시가총액	149십억원
발행주식수	48,696천주
액면가	1원
52주최고가 / 최저가	6,270/2,920원
60D 일평균 거래대금	0십억원
외국인지분율	60.21%
배당수익률(11.12)	

주요주주

WU RUI BIAO	61.61%
한국산업은행 외 1인	13.34%

Stock Price



Financial Data

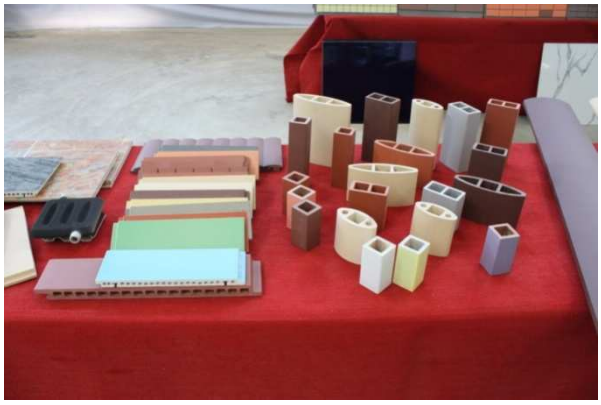
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2011	178	48	48	35	801	0.0	55	5.5	4.5	1.2	19.3
2012F	199	36	33	24	500	-37.7	38	6.1	5.0	0.7	12.7
2013F	230	43	37	29	598	19.8	43	5.1	4.2	0.6	13.3
2014F	275	52	46	36	729	21.9	52	4.2	3.3	0.6	14.2

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림82] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림83] 현지 사진



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림84] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림85] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림86] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림87] 현지 사진

자료: 이트레이드증권 리서치본부

완리인터내셔널(900180)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	-	84	108	140	172
현금및현금성자산	-	34	53	76	96
매출채권및기타채권	-	24	27	31	37
재고자산	-	9	10	11	13
기타유동자산	-	17	19	22	26
비유동자산	-	176	202	218	237
관계기업투자등	-	0	0	0	0
유형자산	-	134	161	171	181
무형자산	-	2	0	0	0
자산총계	-	260	309	358	409
유동부채	-	62	88	91	94
매입채무및기타채무	-	6	7	8	9
단기금융부채	-	49	74	74	74
기타유동부채	-	7	8	9	11
비유동부채	-	17	17	35	47
장기금융부채	-	17	17	32	42
기타비유동부채	-	0	0	2	5
부채총계	-	79	106	125	141
지배주주지분	-	180	204	233	268
자본금	-	8	8	8	8
자본잉여금	-	77	77	77	77
이익잉여금	-	96	119	149	184
비지배주주지분(연결)	-	0	0	0	0
자본총계	-	180	204	233	268

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	-	178	199	230	275
매출원가	-	116	142	166	198
매출총이익	-	62	57	64	77
판매비와관리비	-	11	19	21	25
기타영업손익	-	-1	-2	0	0
영업이익	-	48	36	43	52
(EBITDA)	-	55	38	43	52
비영업손익	-	-3	-3	-6	-6
순금융손익	-	-1	-3	-3	-4
관계기업등투자손익	-	0	0	0	0
세전계속사업이익	-	48	33	37	46
계속사업법인세비용	-	-13	-9	-8	-10
계속사업이익	-	35	24	29	36
중단사업손익	-	0	0	0	0
당기순이익	-	35	24	29	36
지배주주	-	35	24	29	36
총포괄이익	-	35	24	29	36
매출총이익률	-	35.1	28.5	27.7	28.0
영업이익률	-	27.1	17.9	18.7	18.8
EBITDA마진률	-	31.0	19.0	18.7	18.8
당기순이익률	-	19.5	12.3	12.7	12.9
ROA	-	13.4	8.6	8.7	9.3
ROE	-	19.3	12.7	13.3	14.2
ROIC	-	48.6	13.0	13.3	14.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

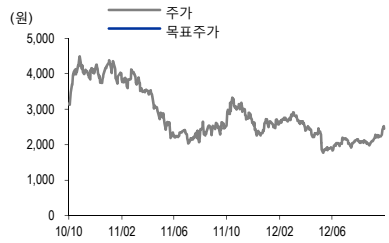
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동으로인한현금흐름	-	10	14	22	23
당기순이익(손실)	-	51	30	29	36
비현금수익비용가감	-	5	8	14	16
유형자산감가상각비	-	3	0	0	0
무형자산상각비	-	0	0	0	0
기타	-	-2	-3	-2	-2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-	-32	-17	-13	-18
매출채권및기타채권의 (증가)감소	-	-15	1	-4	-6
재고자산의(증가)감소	-	-3	-1	-2	-2
매입채무및기타채무의증가(감소)	-	-5	2	1	2
법인세납부	-	-14	-7	-8	-10
투자활동으로인한현금흐름	-	-99	-17	-10	-10
유형자산처분(취득)	-	-90	-26	-10	-10
무형자산감소(증가)	-	0	0	0	0
장단기금융자산의감소(증가)	-	0	0	0	0
기타투자활동	-	-9	9	0	1
재무활동으로인한현금흐름	-	111	22	11	6
장단기금융부채의감소(증가)	-	60	25	15	10
자본의증가(감소)	-	55	0	0	0
배당금지급	-	0	0	0	0
기타재무활동	-	-3	-3	-4	-4
현금의증가	-	22	19	24	20
기초현금	-	12	34	53	76
기말현금	-	34	53	76	96

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
투자지표 (배, %)					
P/E	-	5.5	6.1	5.1	4.2
P/B	-	1.2	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	-	4.5	5.0	4.2	3.3
P/CF	-	5.0	6.1	5.1	4.2
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)	-				
매출액	-	0.0	11.5	15.8	19.4
영업이익	-	0.0	-26.5	21.3	20.0
세전이익	-	0.0	-31.0	13.5	21.9
당기순이익	-	0.0	-30.1	19.8	21.9
EPS	-	0.0	-37.7	19.8	21.9
안정성 (%, 배, 십억원)	-				
부채비율	-	44.0	51.8	53.7	52.4
유동비율	-	134.6	122.1	154.8	183.6
순차입금/자기자본	-	17.9	18.9	12.8	7.6
영업이익/금융비용	-	41.3	14.2	11.8	12.1
총차입금	-	67	91	106	116
순차입금	-	32	39	30	20
주당지표 (원)	-				
EPS	-	801	500	598	729
BPS	-	3,704	4,185	4,783	5,512
CFPS	-	883	501	598	729
DPS	-	0	0	0	0

자료: 이트레이드증권 리서치본부

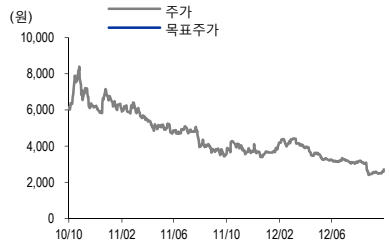
차이나킹 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	2012.10.10
투자의견	Buy
목표가격	4,500원

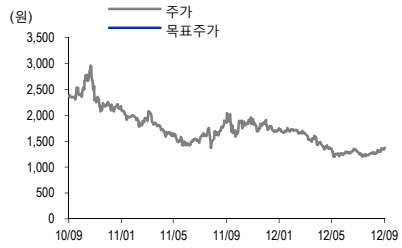
에스앤씨엔진그룹목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	2012.10.10
투자의견	N.R.
목표가격	

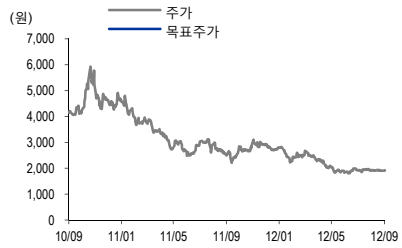
차이나그레이트 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	2012.10.10
투자의견	N.R.
목표가격	

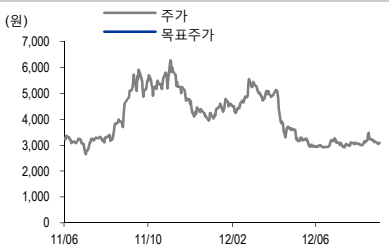
이스트아시아홀딩스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	2012.10.10
투자의견	N.R.
목표가격	

완리 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	2012.10.10
투자의견	N.R.
목표가격	

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오두균)
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)
업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)
2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류

E*TRADE KOREA

이트레이드증권 애널리스트

전화: 02. 3779-내선번호
이메일: E-mail@etrade.co.kr

	이름	직함	섹터	내선번호	이메일
본부장	**윤지호**	**상무**	**리서치총괄/투자전략**	**0012**	**Estrategy**
투자전략팀	신중호	책임연구원	퀀트/투자전략	8447	jh.shin
	오동석	책임연구원	채권	8987	qkqkman
	최광혁	선임연구원	경제/투자전략	8448	kh.choi
	강유진	선임연구원	상품	8425	eugene
	김한기	선임연구원	퀀트	0151	kojina
	권규백	연구원	경제	8885	spri
	최아원	연구원	투자전략(RA)	0194	caw1063
기업분석팀	**강상민**	**팀장**	**자동차/부품**	**8446**	**auto.kang**
	김지웅	수석연구위원	IT	8808	jwkim
	송은정	선임연구원	디스플레이/휴대폰	0091	ejsong
	김효준	선임연구원	통신/미디어	8955	hyojunkim
	양지혜	선임연구원	유통/패션/화장품	8921	jhyang
	성종화	수석연구위원	인터넷/엔터테인먼트/레저	8807	jhsung
	김준섭	선임연구원	지주서비스/전기장비	8919	jskim
	박상연	연구원	건설/건자재	8944	sypark
	박무현	책임연구원	조선/기계	8967	bossniceshot
	김민지	선임연구원	운송/유틸리티	8843	mjkim
	강태현	선임연구원	철강/비철금속	8978	thkang
	원용진	선임연구원	화학/정유	8993	yjwon
	하학수	수석연구위원	은행/카드	0053	haksoo.ha
	이치영	선임연구원	보험/증권	8828	cylee
	김봉기	연구위원	니치마켓	0056	richardkim
	오두균	연구원	니치마켓	0055	rmasu0000
	이윤영	연구원	자동차/부품(RA)	8436	auto.yoon
	최소은	연구원	IT(RA)	0029	se.choi