



Monthly | 2020년 3월

까마귀 전략

3월 주식시장 전망과 전략



Part 1. 주식시장 전망과 전략 | Replay

Part 2. 중국 전망과 전략 | 결자해지(結者解之)



Strategist/선진국전략 이재만
02-3771-7547
duke7594@hanafn.com

중국/신흥국전략 김경환
02-3771-7616
khstyle11@hanafn.com

RA 김누리
02-3771-3470
nurikim@hanafn.com

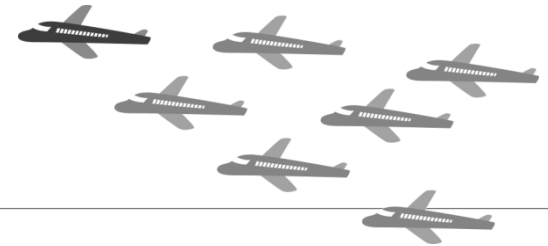
RA 류종하
02-3771-7509
jongha.ryu@hanafn.com

RA 정진수
02-3771-3453
jinsoo87@hanafn.com



까마귀 전략

Part 2. 중국 전망과 전략



결자해지(結者解之)



하나금융투자 리서치센터 글로벌리서치팀

중국/신흥국전략 김경환

E-mail: khstyle11@hanafn.com / Tel : 02-3771-7616

[요약] 결자해지(結者解之)

[코로나 19 이후] 경제 활동은 예상 하회, 정책강도는 예상 상회

- 우리는 중국의 '결자해지'를 기대한다. 중국/일본/한국의 공급 충격과 '글로벌 팬데믹' 우려는 결국 원인을 제공한 중국의 정책 대응과 회복속도가 가장 중요하다. 2월 진양지인 중국의 확진자 수가 정점을 통과, 후베이성 제외 지역의 신규 확진자 수는 한 자릿수까지 하락했다. 반면, 2월 중국기업의 직원 복귀율과 실제 가동률, 외부활동의 회복속도는 당초 예상을 하회했고, 전방과 후방산업의 복귀율 편차도 심하다. 이로 인해 3월까지 공급부족 품목의 가격 급등이 속출하고, CPI와 PPI의 갭은 4월까지 재차 확대될 가능성이 높다. 다행히 중국정부의 정책 강도는 예상을 크게 상회한다. 사태 이후 당 최고 권위 '중앙정치국 상무회의'를 다섯차례나 개최하며 방역과 경기안정 의지를 피력했다. 2월까지 단행한 통화/재정/산업 정책의 직접적인 규모는 이미 1.7%/GDP를 상회한다.

[결자해지] 중국경제, 2/4분기부터 V자형 반등 전망

- 우리는 1/4분기 중국 성장을 전망을 4.1%로 하향조정한다. 이는 1/4분기 경제 활동 11일 감소[일평균 0.25조*11일 = 2.9조(2.8%/명목GDP) = 실질GDP 1.9%p]를 반영한 것이며 소매판매 ▶ 수출입 ▶ 고정투자 순으로 충격이 클 것으로 예상된다. 다만, 역대 1/4분기 GDP 비중이 평균 22%로 가장 낮고, 정책 강도가 예상을 상회함에 따라 연간 성장률 전망은 5.7%로 1차 수정 전망(6.1% ▶ 5.7%)을 유지한다. A주 상장기업 실적도 1/4분기 비중이 낮아 연간으로는 5% 감소 요인으로 완충될 것이다.
- 중국경제는 2/4분기부터 6%대 성장률을 회복하며 V자형으로 강하게 반등할 것으로 전망한다. 이는 ①예상을 상회하는 경기부양책 강도와 1/4분기 이연 수요의 반영, ②2/4분기 고정투자(인프라/부동산), 수출입, 자동차/음식료 등 제조/건설업 회복, ③역대 평균(36개월)을 10개월 초과한 재고사이클이 2/4분기부터 V자형으로 반등할 것이기 때문이다. 특히, 우리는 2020년 정책효과를 과거 대비 낙관하고 있다. 이는 2020년 정치적인 명분과 2016년 이후 정책 대비 상대강도, 실효성 높은 인프라투자(특수채)와 내수부양책(부동산/자동차), 강력한 통화정책 카드(수신금리 인하)를 고려한 것이다. 중국경제의 선행지표는 정책효과를 통해 3월부터 반등할 것이다.

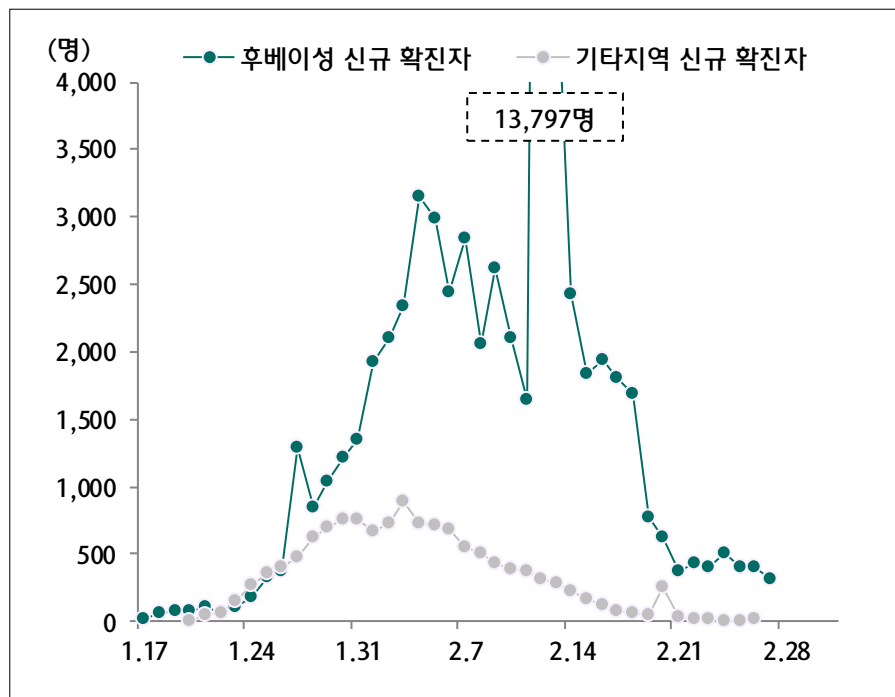
[전망과 전략] 4월 국채금리 하단, Chinext지수와 PPI 변곡점 주목

- 국내 시장은 3-4월 '중국 국채금리의 하단'과 'A주 시장 반응(심천 Chinext 방향성)'을 예의주시할 필요가 있다. 2월 이후 통화정책과 유동성 공급은 선제적으로 금융시장(국채금리)과 주식시장(성장주/중소형주)에 반영되었고, 향후 재정정책 강화(채권발행과 재정지출)와 함께 유동성 효과 정점 도달(금리 하단) 및 실물경제 반전 시그널(대형주 강세)이 중요하다. 국내 중국 모멘텀은 4월 국채금리와 위안화 반전 및 A주 대형주의 상대강도 회복 시점에 강화될 것이다.
- 아울러 4월 중국 PPI의 플러스 반전이 금융/시클릭얼 업종 반등의 신호탄이 될 것이다. 우리는 당초 연간 전망에서 2020년 중국 주도 업종으로 '전자'와 '증권'을 제시하고, 상반기 '금융/부동산/시클릭얼' 조합을 추천한바 있다. 2/4분기 업종전략은 ①고PER 소비주에서 투자/수출주로, ②CPI에서 PPI 관련주로, ③구조적 안전지대(전기차/5G/온라인)를 제시하며, 금융/시클릭얼 업종의 단기 반등을 기대한다. '저PBR/고ROE' 조합이자 포트폴리오 '빈집' 매력도 높은 부동산(정책완화), 증권(구조개혁/거래대금), 화학/철강/운송/전자재(저PB/고ROE), 자동차(규제완화) 업종과 1등 기업을 추천한다.
- 한편, 상반기 상해종합지수의 예상밴드를 3,380p~2,910p로 소폭 하향조정하고, 홍콩H지수는 12,300~9,500p 기준 전망을 유지한다.

[코로나 19 이후] 2월 확산세 진정 국면, 경제 활동 회복속도는 예상 하회

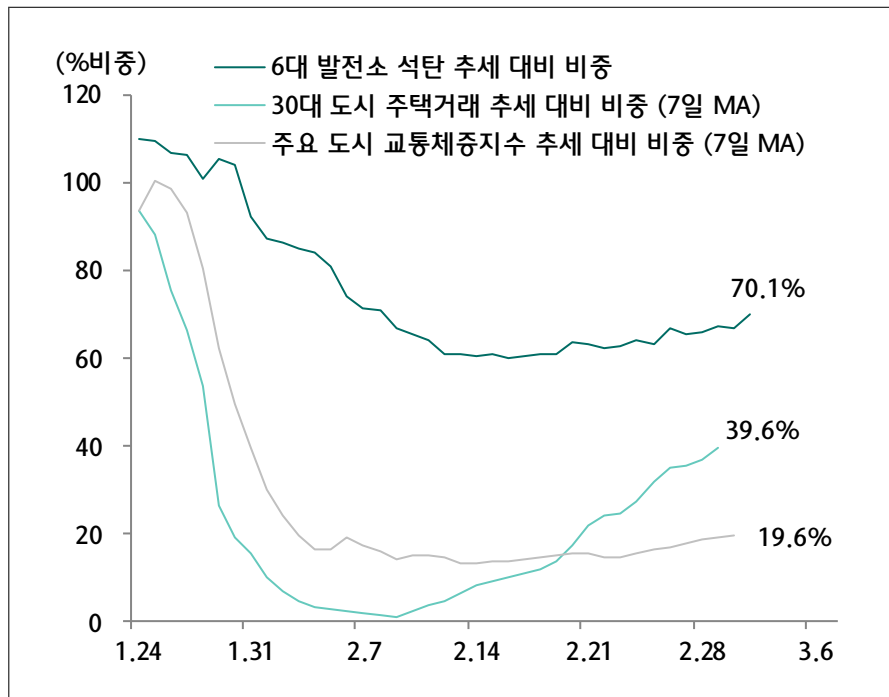
- 글로벌 팬데믹 우려가 커진 가운데, 진앙지인 중국 확진자 수가 정점을 통과하고 후베이성 제외 지역 소강 양상
- 종식 관련 확인사항인 '신규 완치자' 수가 17일 연속 '중증환자' 수 상회, 후베이성 제외 지역 확진자 수 한자릿수까지 하락
- 반면, 2월 경제 활동 회복속도는 예상 하회 : 2월 2-4주차 직원 복귀율, 가동률, 외부활동 회복속도는 2주 자가격리 감안해도 완만
- 가동률의 상단 '석탄 소모량' 기준 추세의 70%(하단 중소기업 40%대), 주택거래/교통체증지수는 각각 40%, 20%대

후베이성과 기타지역 신규 확진자 수 빠르게 하락



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

다만, 경제 활동 Proxy 여전히 정상 추세를 크게 하회

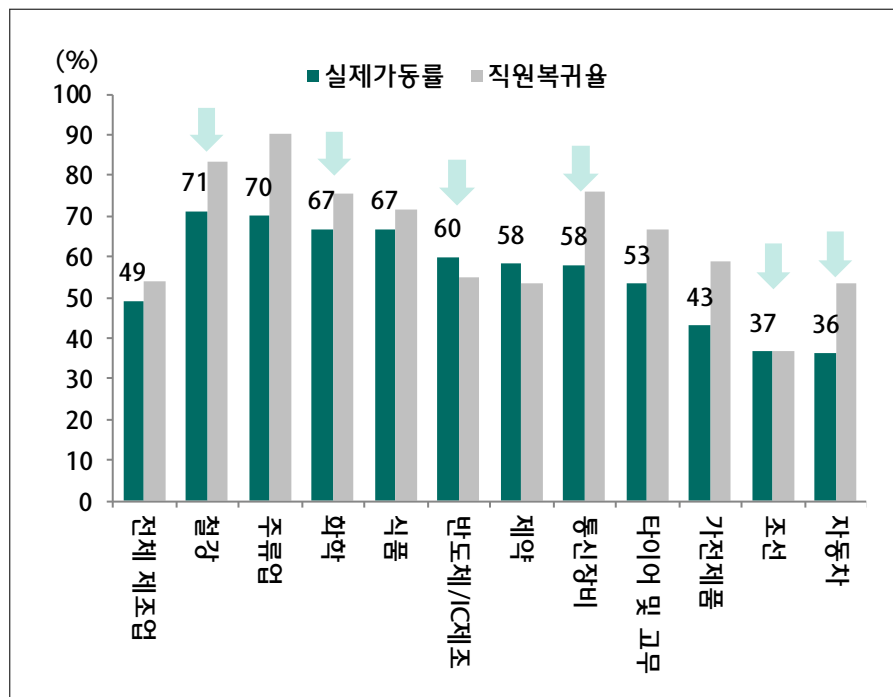


주: 발전소 석탄은 3월 2일, 주택거래는 2월 29일, 교통체증지수는 3월 1일 기준
 자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

[코로나 19 이후] 전방과 후방산업 복귀율 편차 심화

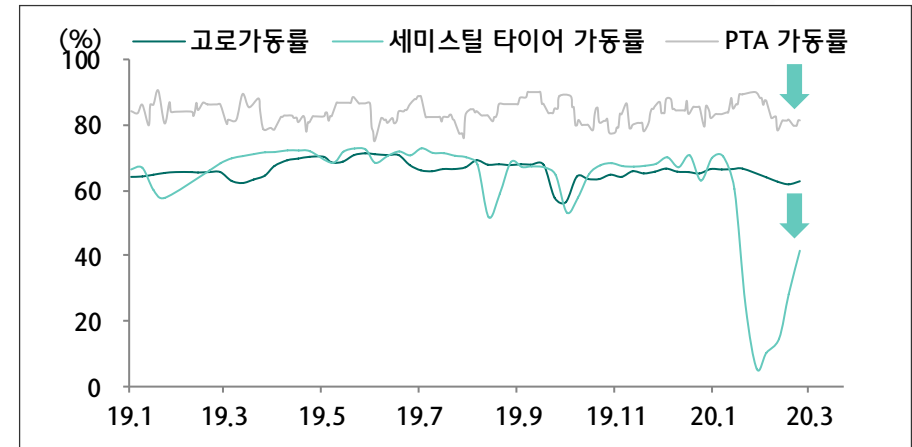
- 2월 2-4주차 기준 전방과 후방산업 복귀율 편차 심화
- 실제 가동률 기준 후방산업(철강/화학/반도체/음식료/건자재)의 가동률 상대적으로 높은 수준 유지하며 평균 상회
- 반면 전방산업(자동차/조선/의류/가전/기계)은 평균 하회

중국 500대 제조기업 가동률 및 직원 복귀율 (2월 3주차)

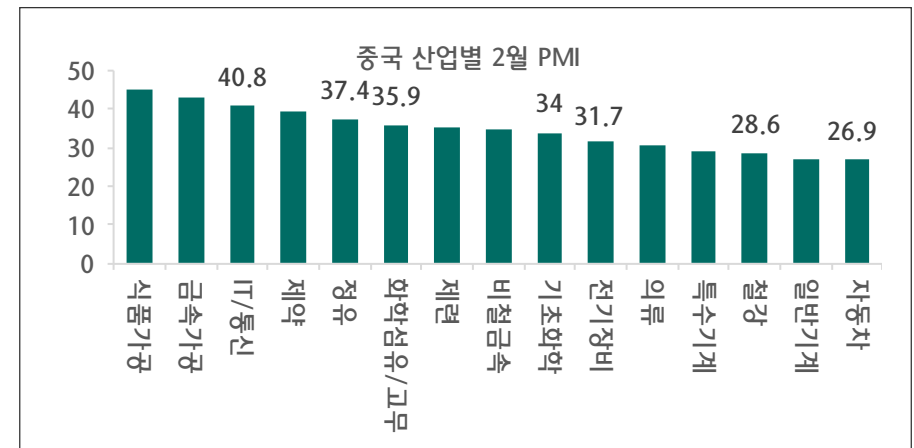


자료: 중국기업연합회, 하나금융투자

철강/화학/타이어 가동률 비교 : 후방산업 높은 수준 유지



중국 산업별 2월 제조업 PMI 지수 : 전후방 산업 편차 확인

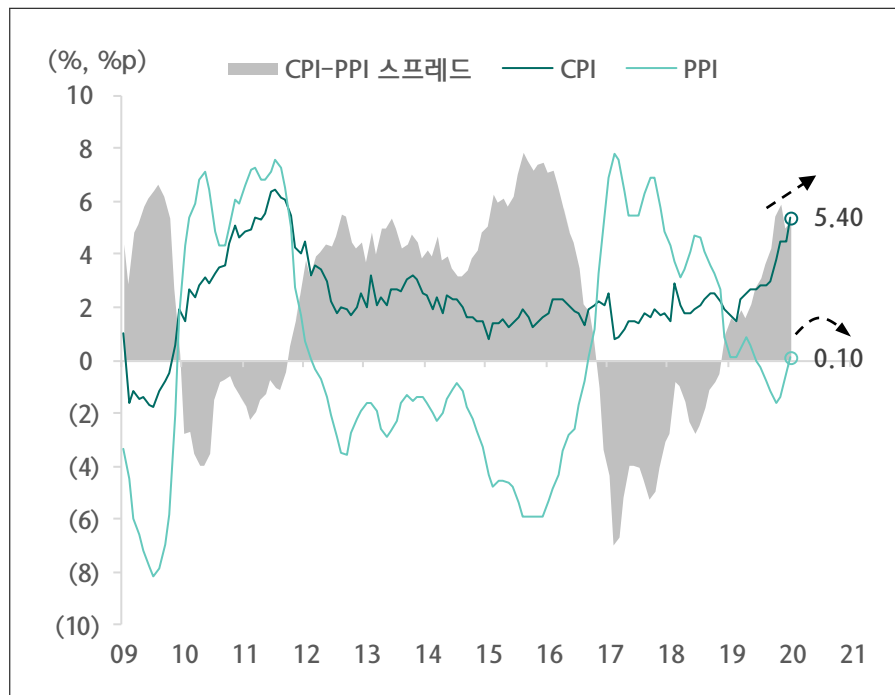


자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

[코로나 19 이후] 2-3월 CPI와 PPI 갭 재차 확대될 전망

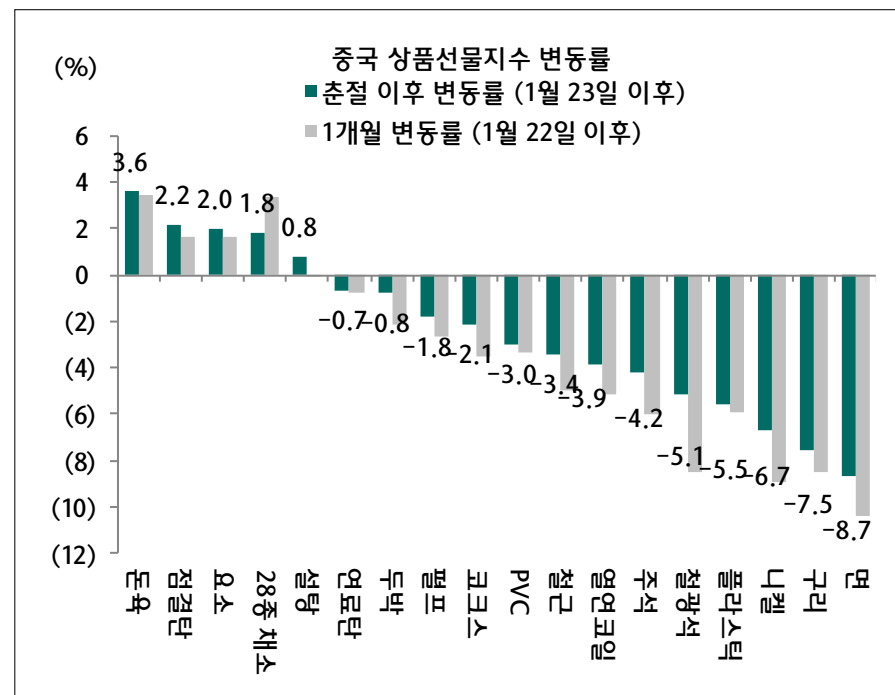
- 2월 이후 CPI 관련 품목 상승세 위협적 : 상대적으로 안정적인 수요 대비 공급부족 심화, 2020년 CPI 고점 1월에서 3월로 이동
- 반면, PPI 관련 품목은 공급 대비 수요 부진의 심화, 전방과 후방산업 가동을 편차로 인해 가격 조정 압력 상존
- 이로 인해 1-2월부터 축소가 예상된 CPI와 PPI의 갭은 3-4월까지 재차 확대될 가능성
- 향후 1-2개월 재고 및 공급부족으로 가격 급등 품목 속출 예상 : 1/4분기 농축산물, 일부 원자재, 석탄, PCB, LNG, 전자부품 등

CPI 고점은 1월에서 3월로, PPI는 재하락 이후 4월 반등



자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

춘절 이후 상품/농축산물 가격 변동률 : CPI품목▲, PPI품목▼



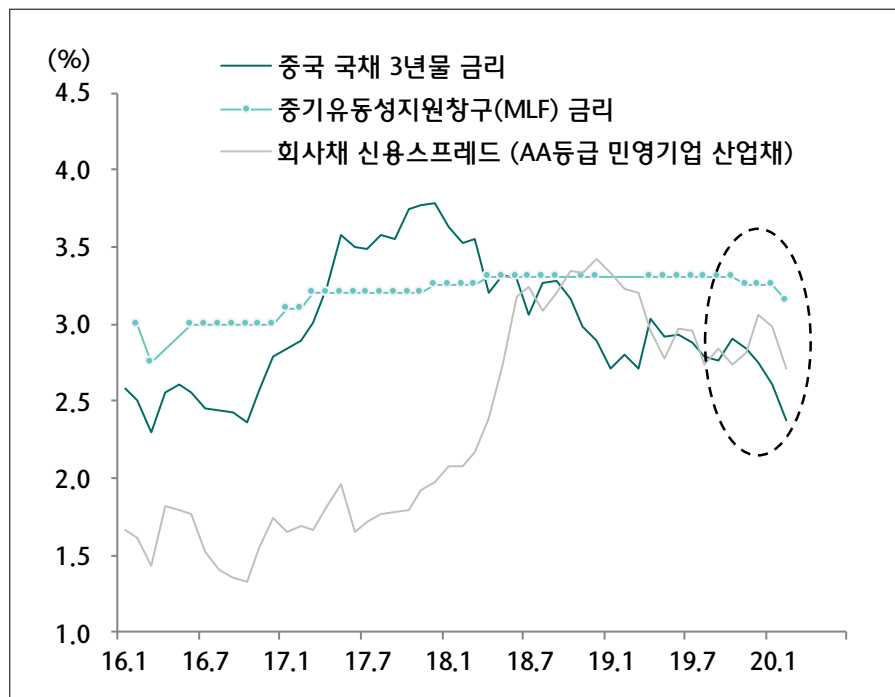
주: 2월 28일 기준

자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

[코로나 19 이후] 중국정부의 정책 강도는 예상 상회

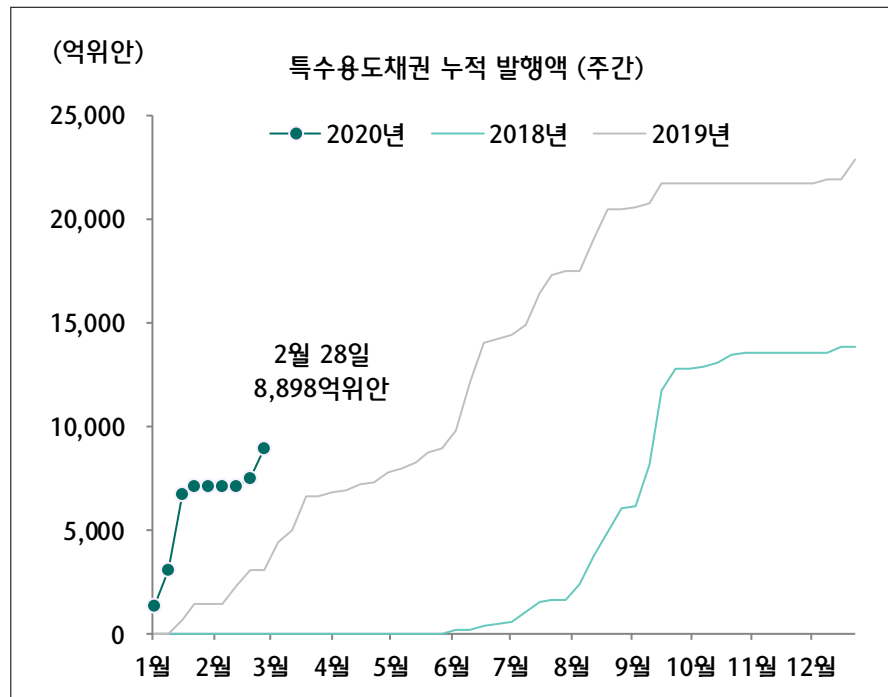
- ‘코로나 19’ 확산 이후 중국정부의 경기부양책 강도와 속도는 당초 예상을 상회
- 이례적으로 당 최고 권위 ‘중앙정치국 상무회의’를 총 5회 개최(1월 25일~) : 초기 회의 방역 집중, 최근 경제/사회안정으로 이동
- 통화정책 : 지급준비율, OMO/MLF/LPR금리(1년/5년) 동반 인하, 산업지원 재대출(0.3%/GDP) 시행
- 재정정책 : 1-2월 특수채 발행 급증(0.9%/GDP) 19년 대비 5개월 빠른 속도, 사회보험료 감면(0.5%/GDP)

통화정책 : 예상보다 빠른 금리인하로 정책효과 확산



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

재정정책 : 1-2월 특수채 발행 급증, 5개월 이상 빠른 속도

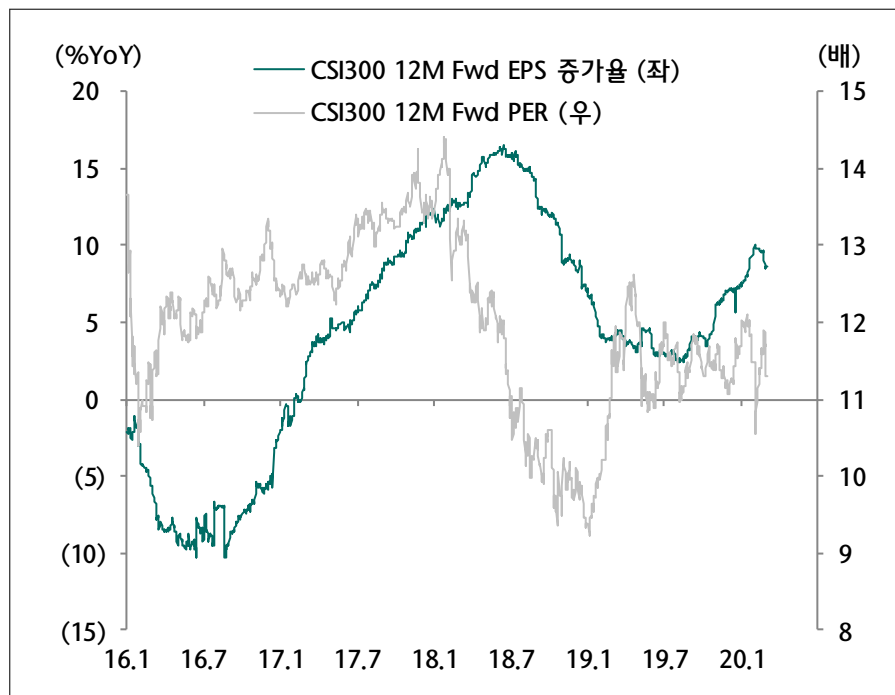


자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

[코로나 19 이후] 중국증시, 2월 유동성 ‘선반영’과 3월 ‘현실자각’

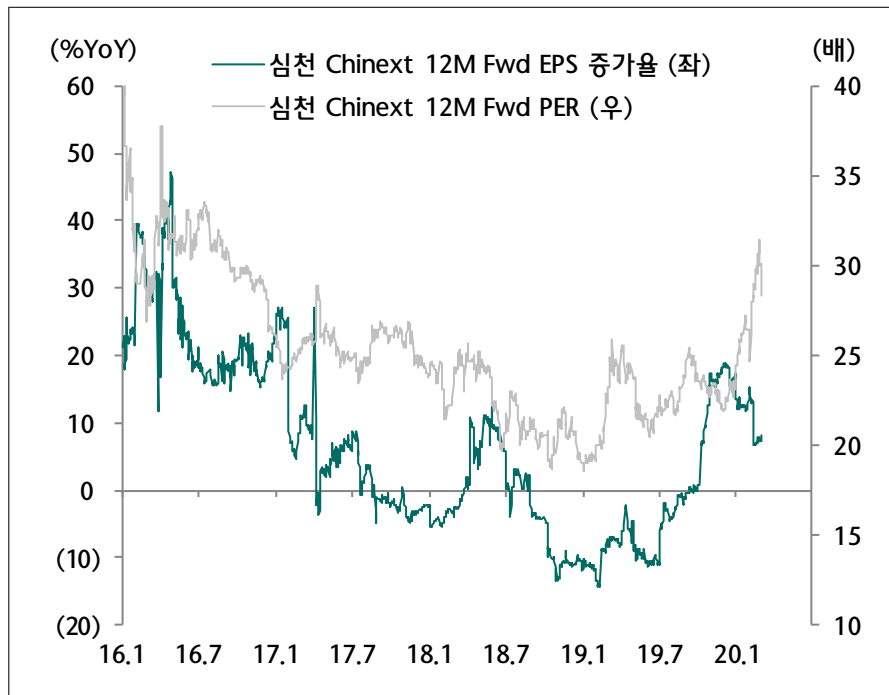
- 2월 A주 시장은 ‘코로나 19’ 확산세 진정과 함께 통화정책과 유동성 공급 기대를 선반영하며 빠르게 반등
- 춘절 연휴 연장 직후 개장한 2월 3일~25일 구간 CSI300 3%, 심천종합지수 11%, 심천 Chinext지수 18.7% 상승
- 다만, 3월 글로벌 ‘팬데믹’ 우려 확산과 경제 및 실적 하향조정에 따라 단기 변동성 확대 예상

CSI300지수 EPS와 PER 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

심천 Chinext지수 EPS와 PER 추이

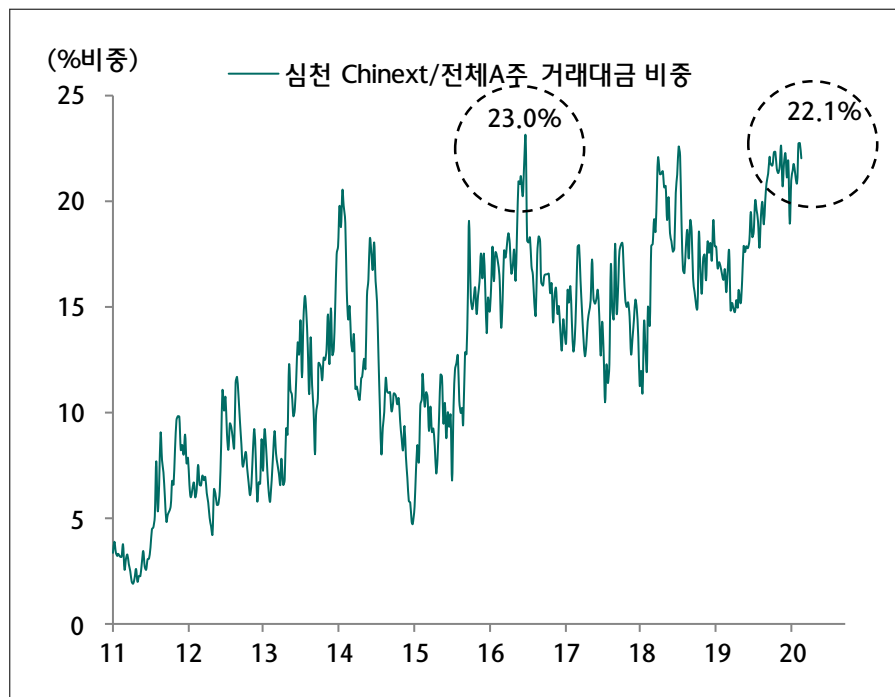


자료: Bloomberg, 하나금융투자

[코로나 19 이후] 심천 Chinext 방향성이 금리/재고사이클 바로미터

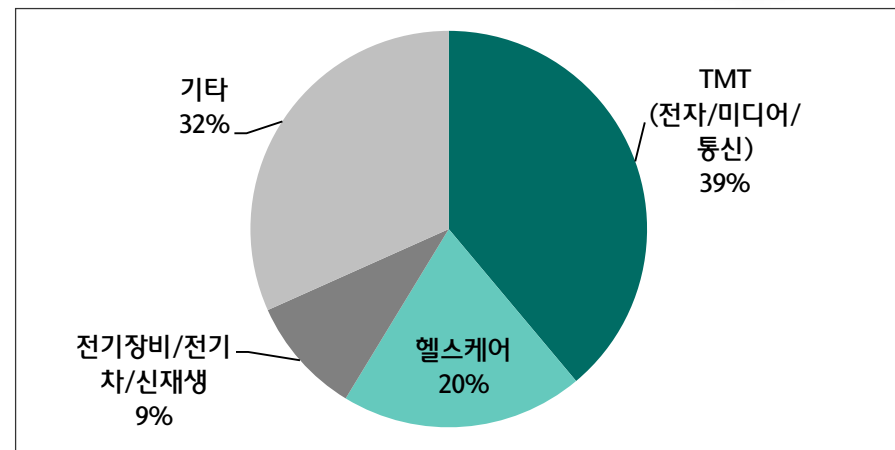
- 2월 이후 심천 Chinext지수 급등하며, 일부 과열 양상 뚜렷
- 11월 이후 강세는 ①3년 만의 실적 반등, ②경기와 금리 하락 세 연장, ③성장주 강세에 유리한 시총 구조 등 복합적 원인
- Chinext지수가 대형주/전통산업과 역행한다는 점에서 2/4분기 방향성이 시중금리와 재고사이클 변화의 바로미터

심천 Chinext 거래대금 비중 과열구간 진입 (개인투자자 유입)

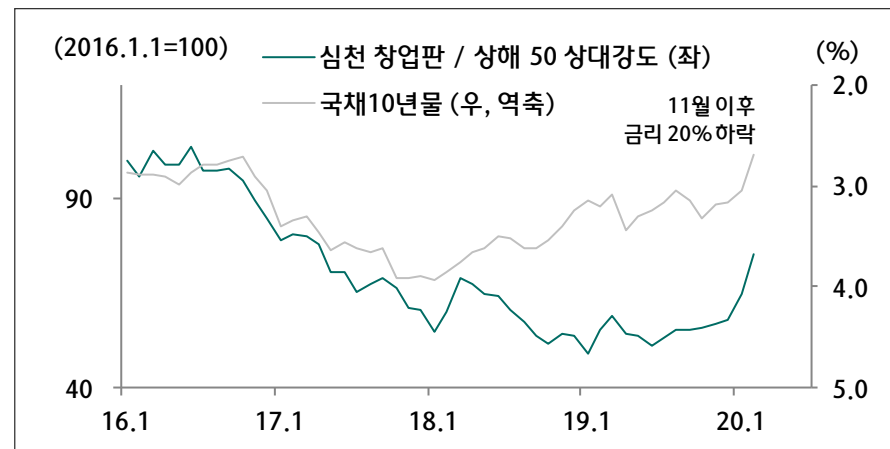


자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

심천 Chinext 업종별 시가총액 비중 : 높은 성장주/테마 비중



Chinext 상대강도 상승 변수 : 금리 하단과 재고사이클 상승



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

[결자해지] 1/4분기 성장률과 실적은 얼마나 낮춰야 하나?

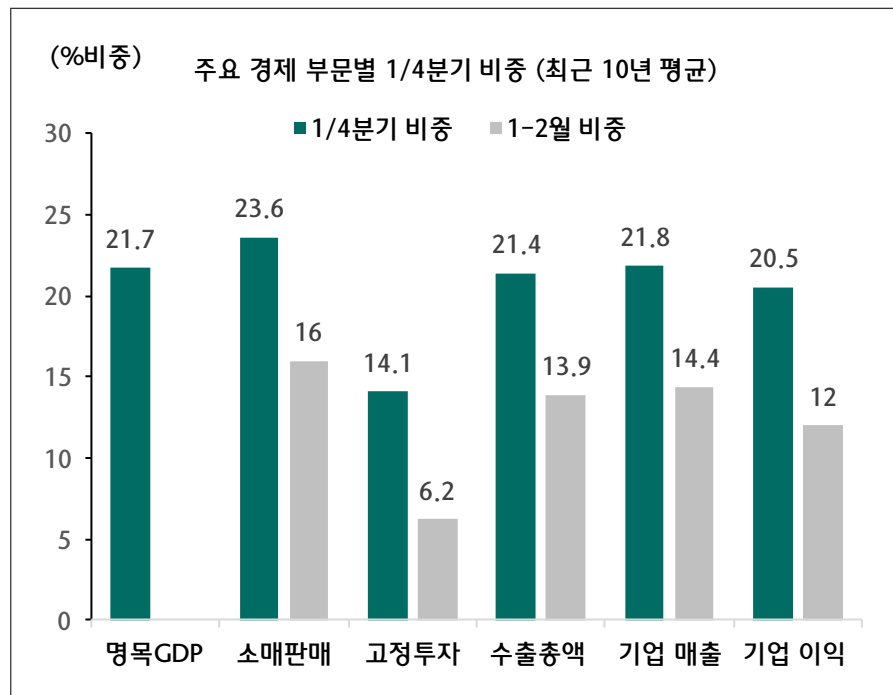
- 1/4분기 성장률 4.1% 전망 (2차 수정) : 경제 활동 11일 감소 [일평균 0.25조*11일= 2.9조(2.8%/명목GDP)= **실질GDP 1.9%p**]
- SARS 경험과 금번 조업 복귀 패턴을 볼 때 1/4분기는 소매판매 > 수출입 > 고정투자 순으로 충격 클 것, 유관 산업도 유사할 것
- 연간 성장률 전망은 5.7%로 1차 수정 전망(6.1%→5.7%) 유지 : 정책강도 예상상회, 역대 1/4분기 GDP가 평균 22%로 가장 낮음
- A주 상장기업 실적도 1/4분기 비중 낮아 연간으로 상당부분 만회할 것 : A주 역대 1/4분기 매출 평균 22%, 순이익 21% 비중

2020년 중국 주요 경제지표 수정 전망

(%YoY)	2019년 연간	2020년 1/4분기	2020년 2/4분기	2020년 3/4분기	2020년 4/4분기
실질GDP	6.1	4.1	6.1	6.4	6.3
산업생산	5.7	0.4	7.7	6.5	6.0
소매판매	8.0	(0.5)	6.0	10.3	9.0
고정투자	5.4	4.5	6.4	6.3	6.1
수출	0.5	(14.0)	(4.0)	3.5	5.0
수입	(2.8)	(13.0)	(-5.5)	4.9	7.2

자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

1/4분기 경제 지표와 실적의 연간 비중 상대적으로 낮은 편



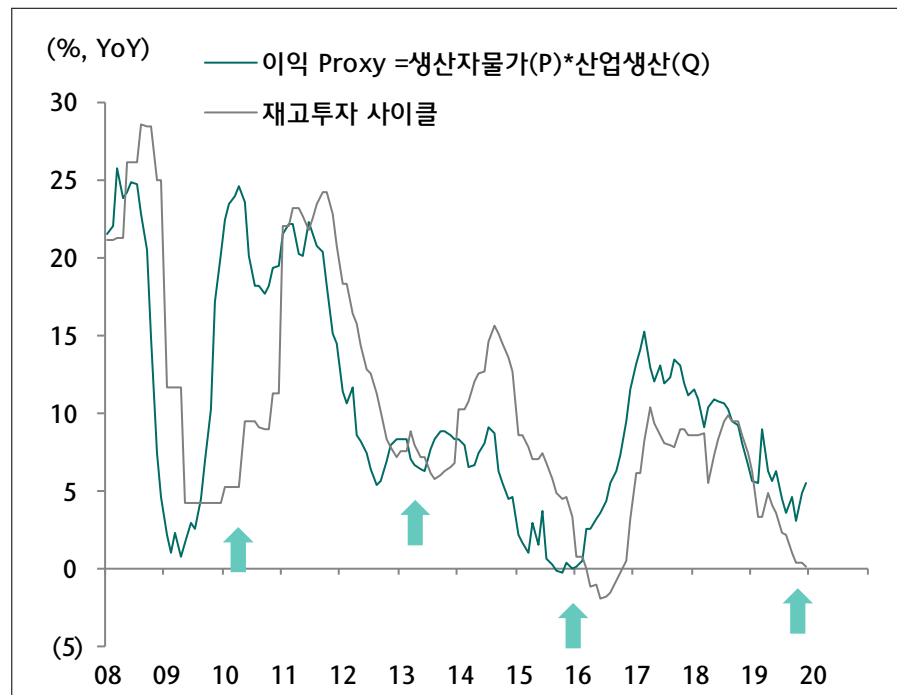
주 : 기업매출과 기업이익은 A주 상장기업 기준

자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

[결자해지] 중국경제, 2/4분기부터 V자 반등 전망

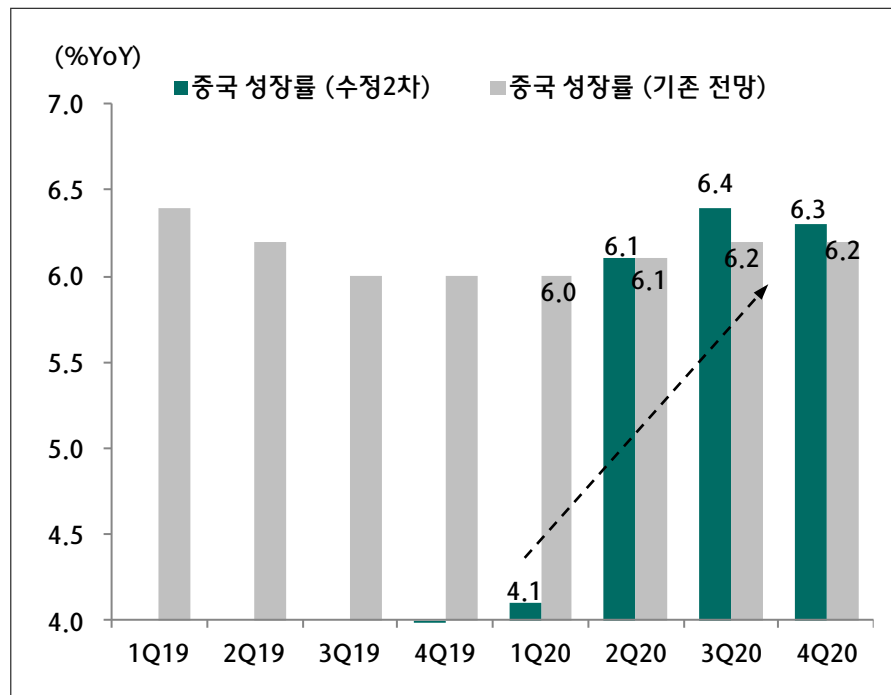
- 중국경제는 2/4분기부터 V자형으로 강하게 반등할 전망 : 1Q20 4.1% ▶ 2Q20 6.1% ▶ 3Q20 6.4% ▶ 4Q20 6.3%
- 1/4분기 경기부양을 위한 압축 대응 예상 상회 : 3월 하순 경제활동 완전 정상화와 1/4분기 이연 수요 2/4분기 집중 반영
- 2/4분기 고정투자(인프라/부동산), 수출입, 자동차/음식료 등 전통 제조업 회복, 재고사이클 강력한 반등
- 당초 재고사이클 역대 평균 36개월 초과한 45개월 통과하며 반등 임박, 1/4분기 U자형 반등 예상에서 2/4분기 V자형 반등 전환

재고사이클 Rock-Bottom, 2/4분기부터 V자형 반등



자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

2/4분기 성장률 6%대 즉각 회복, 4/4분기까지 우상향 추세

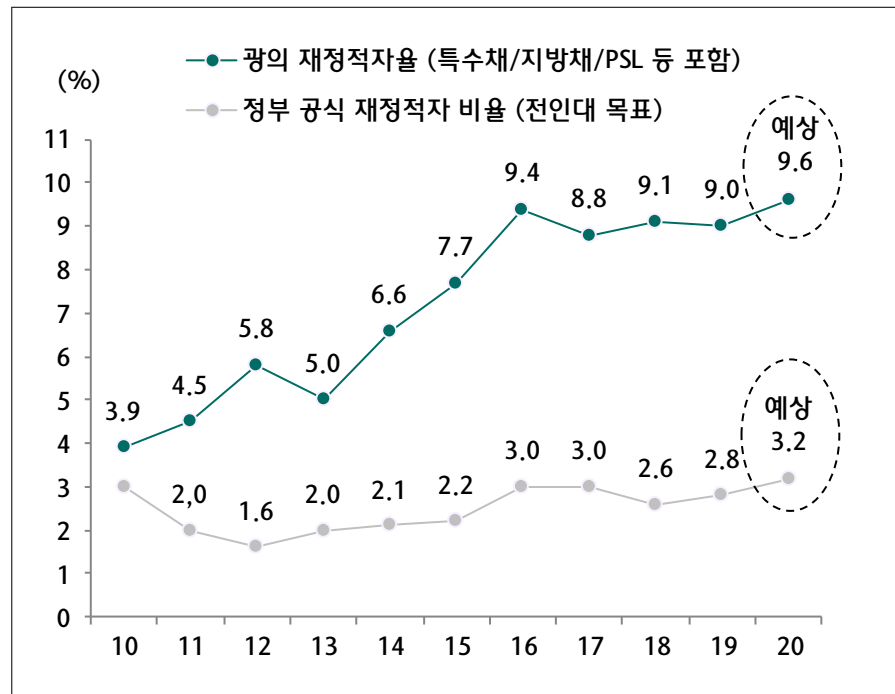


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

[결자해지] 정책효과 낙관하는 이유 : 명분과 상대적인 강도

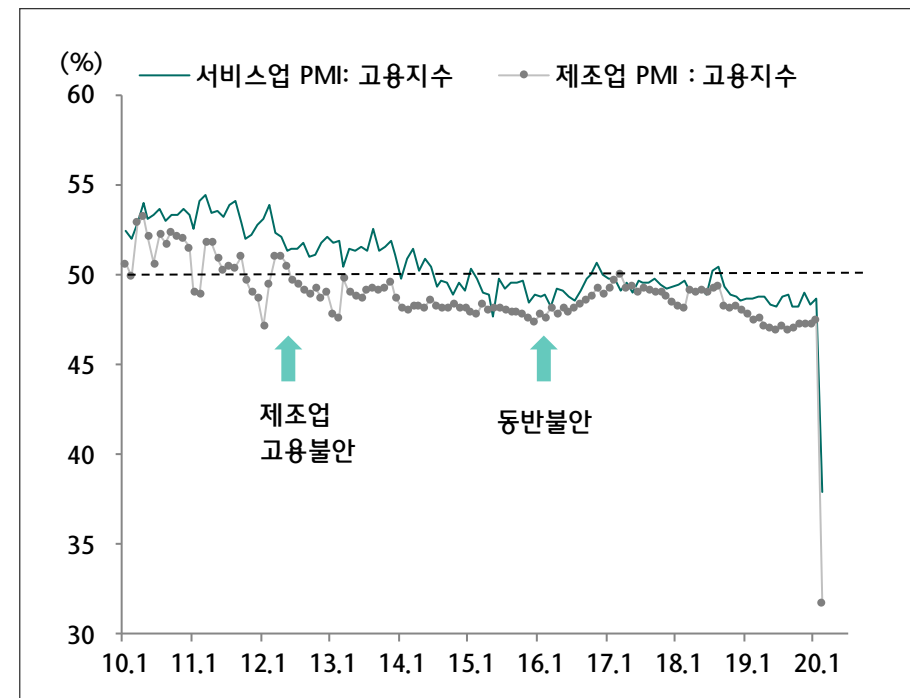
- 중국 수뇌부는 2016년부터 정책 프레임을 ‘리스크관리/디레버리징/공급개혁’으로 전환. 이로 인해 ‘경기부양책 효과’는 상대적인 강도와 경기/부채 사이클의 위치 등을 고려해서 판단 : 당초 2020년은 지난 4년 대비 확장적인 정책 스탠스로 설정
- 사태 이전 연말 회의에서 ‘샤오캉’원년과 ‘13차 5개년 계획’ 말년의 명분을 고려해 ‘디레버리징’과 ‘지방정부 부채’ 문구 삭제
- 사태 이후 심각한 성장을 둔화와 고용 악화를 고려할 때 상반기 정책 역량 집중 : 양회에서 상징적인 ‘3%’대 재정적자 설정 주목

2020년 목표 재정적자 3% 상회, 실제 적자 비율 9% 상회



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

2월 제조업과 서비스업 PMI 고용지수 역대급 하락

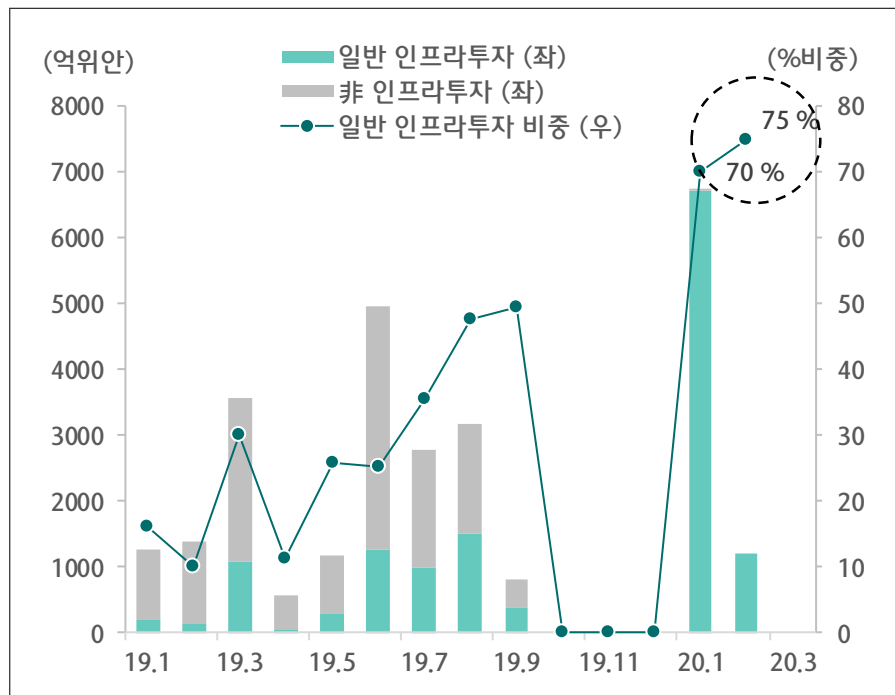


자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

[결자해지] 정책효과 낙관하는 이유 : 실효성 높은 인프라투자와 내수부양책

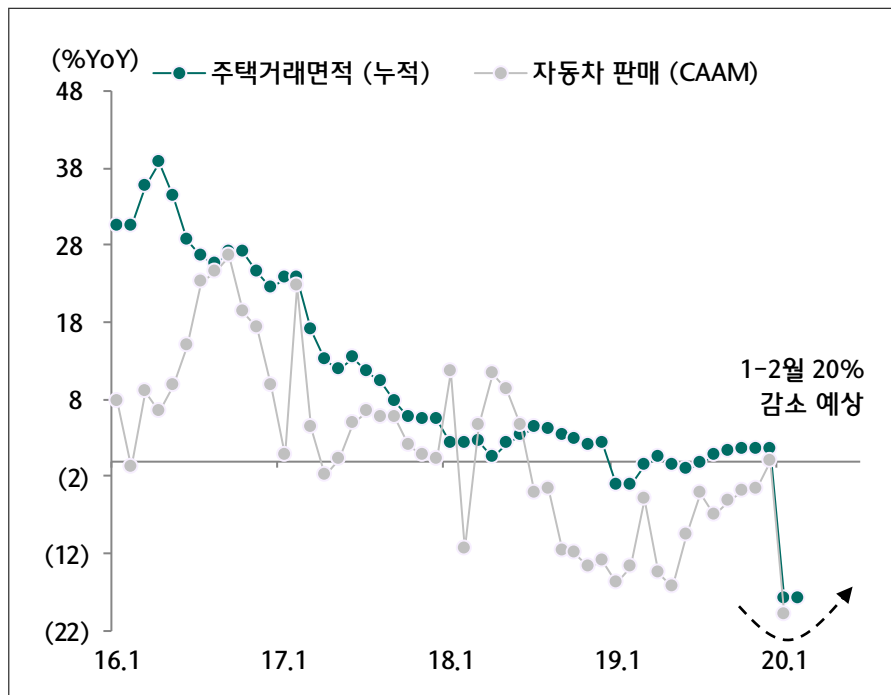
- 재정정책 효과는 2/4분기부터 인프라투자, 부동산, 자동차, 신항산업(5G/환경) 투자 등 영역에 집중될 것
- 2020년 지방정부 '압박'에서 '격려'기조 전환, 채권 발행액 대폭 확대와 자금 70%를 인프라 영역 집중 : 인프라투자 연간 9% 증가
- 실제로 2월까지 특수채 발행액 8,900억위안(YoY+510%), 인프라 영역 투입 비중 75% (2019년 30%) : 4월 인프라투자 급반등 전망
- 또한, 부동산과 자동차 산업 급랭에 따라 중앙정부 용인 하에 지방정부의 '각자도생'형 정책완화 강화될 전망

2020년 특수채 발행과 자금 용도 : 75%가 인프라 영역 예정



자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

자동차와 주택거래 급랭에 따라 2/4분기부터 정책 완화 예상

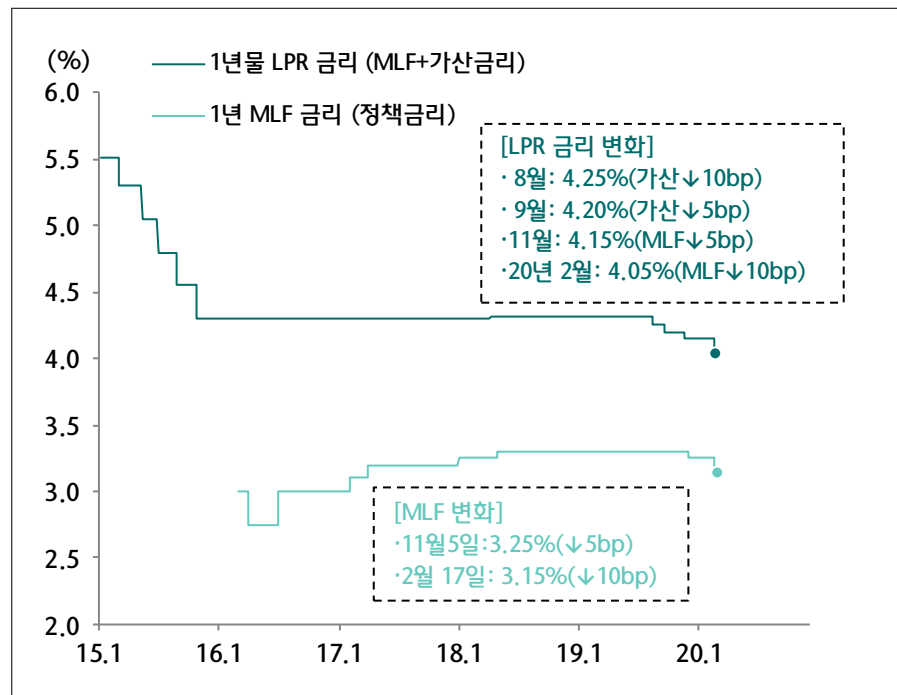


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

[결자해지] 정책효과 낙관하는 이유 : 가장 강력한 통화정책 카드 사용

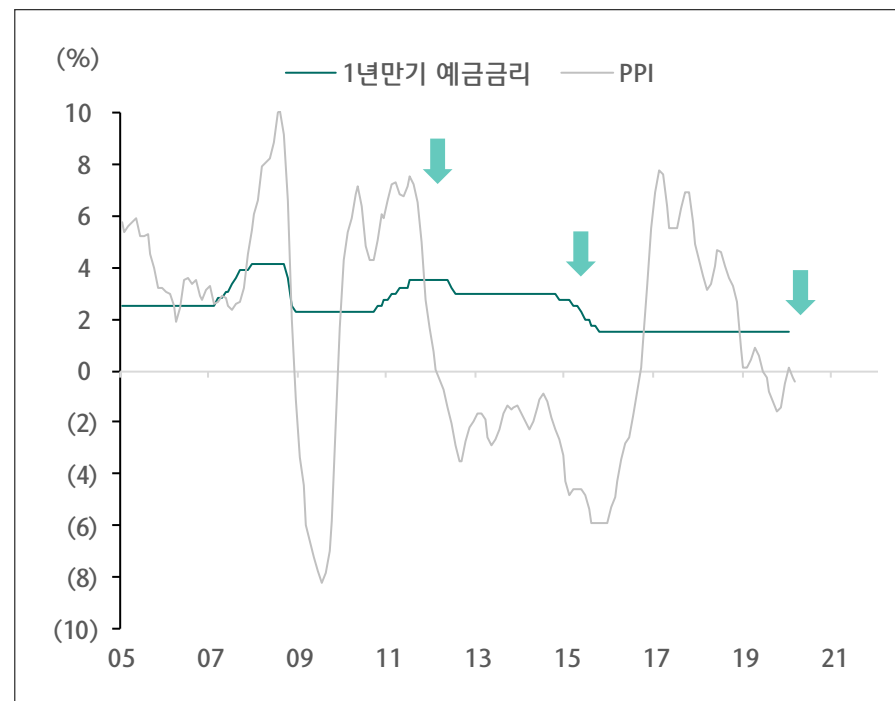
- 2/4분기 수신 기준금리(1년만기 예금금리) 5년 만에 인하 예상 : PLS공급 ▶ 기준율 ▶ LPR금리 ▶ OMO/MLF금리 ▶ 수신금리 순 강도
- 인민은행은 과거 PPI 하강 사이클(실질금리 상승)의 끝자락에 수신금리를 인하 : 금번 CPI상승은 Cost-push형으로 제약요인 아님
- LPR금리(MLF+은행권 가산금리)의 하락을 유도하기 위해 2/4분기부터 고려 : 4년간 고정된 수신금리를 낮춰야 LPR 인하 효과 확대
- 우리는 2020년 LPR금리 최대 35bp 인하, 지급준비율 100bp 인하 (사회용자충액 반등)를 전망

LPR금리의 빠른 하락을 위해서는 은행권 가산금리 인하 필요



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

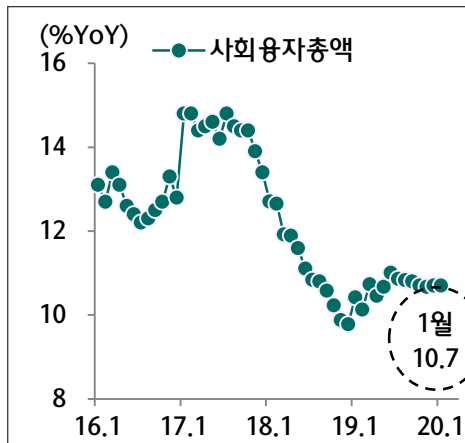
인민은행은 PPI 하강 사이클(디플레 압력)에 수신금리 인하



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

[결자해지] 정책효과 낙관하는 이유 : 선행지표 3월부터 반등 재개

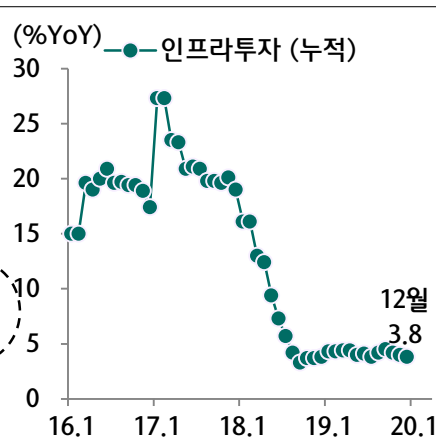
① 사회용자총액 [1월 정보]



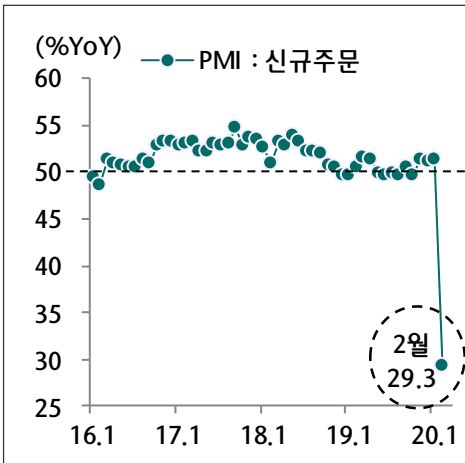
② 은행권 대출 [1월 하락]



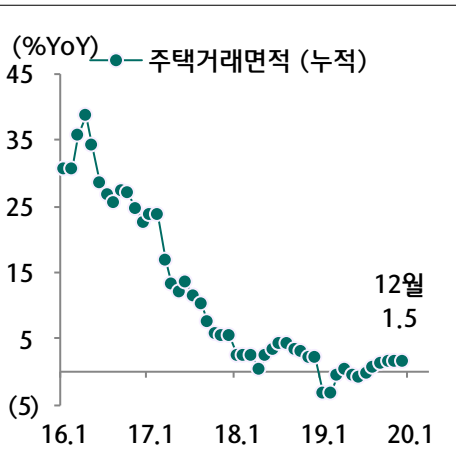
③ 인프라투자 [12월 하락]



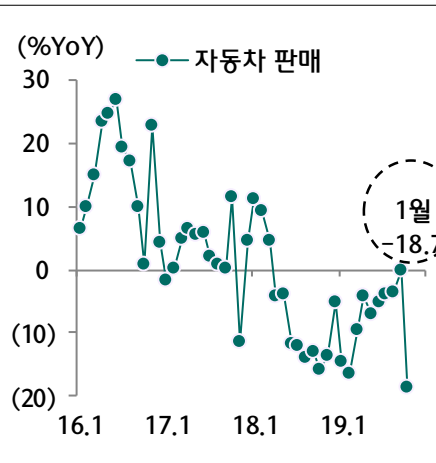
④ PMI 신규주문 [2월 하락]



⑤ 주택거래면적 [12월 하락]



⑥ 자동차 판매 [1월 하락]



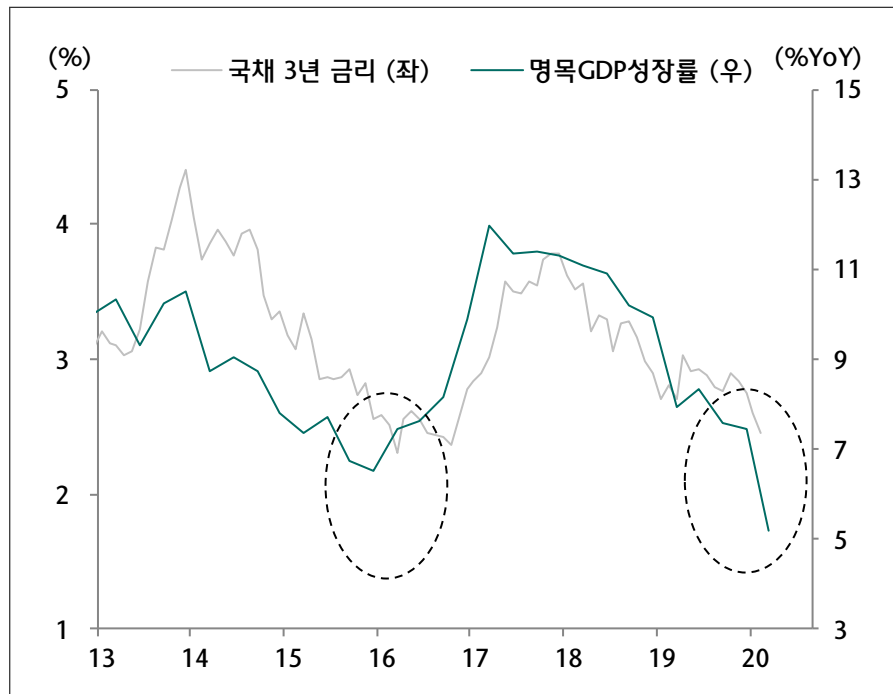
- 4/4분기부터 바닥권 반등에 성공했던 6대 선행지표는 1-2월 재하락 불가피
- 1월 은행권 대출 0.2%p↓, 자동차판매 18.6%p↓. 코로나 19 피해 반영된 2월 PMI 신규주문은 29.3으로 급락
- 다만, 3월부터 정부 정책효과에 민감한 ①사회용자총액, ②은행권 대출, ③인프라투자 반등을 통해 W형 패턴 반등
- 주택거래와 자동차 판매 등 내수 핵심지표는 3월 이후 각 지방정부 정책 강도가 관건

자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

[전망과 전략] 3월 국채금리 하단과 심천 Chinext 상대강도 주목

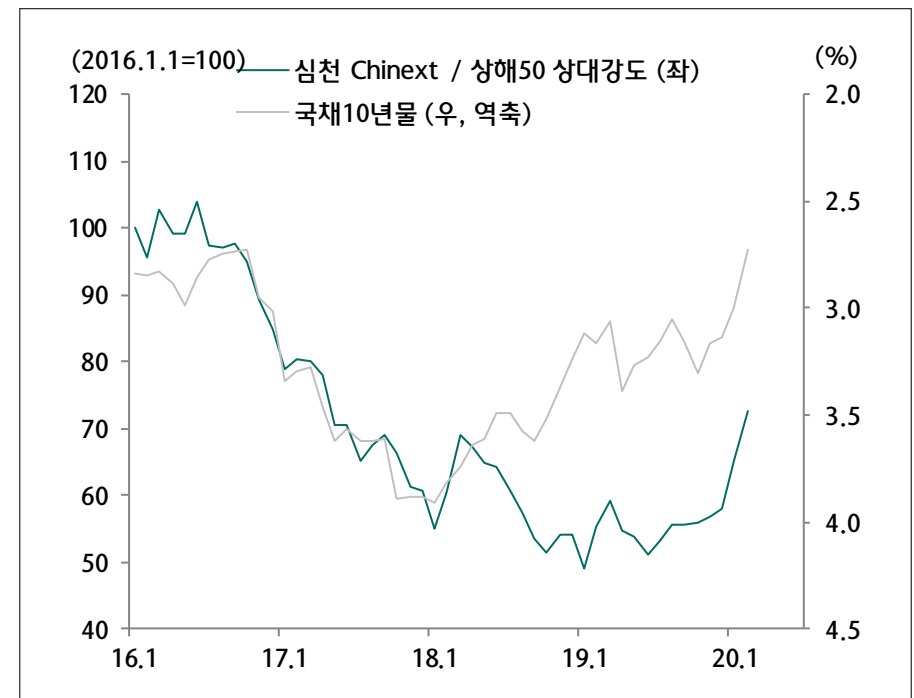
- 국내 시장은 3-4월 ‘중국 국채금리의 단기 하단’과 ‘A주 시장 반응(심천 Chinext 방향성)’을 예의주시할 필요
- 2월 이후 통화정책과 유동성 공급은 선제적으로 금융시장(국채금리)과 주식시장(성장주/중소형주)에 반영
- 향후 재정정책 강화(채권발행/재정지출)와 함께 유동성 효과 정점 도달(금리 하단), 실물경제 반전 시그널 발생(대형주 강세)
- 국내 중국 모멘텀은 4월 국채금리와 위안화 가치 반전 및 A주 대형주의 상대강도 회복(재고/이익사이클)시점에 강화될 전망

국채금리와 명목GDP : 3-4월 금리 2016년 하단 하회 예상



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

국채금리 하단과 함께 A주 대형주 상대강도 회복 주목

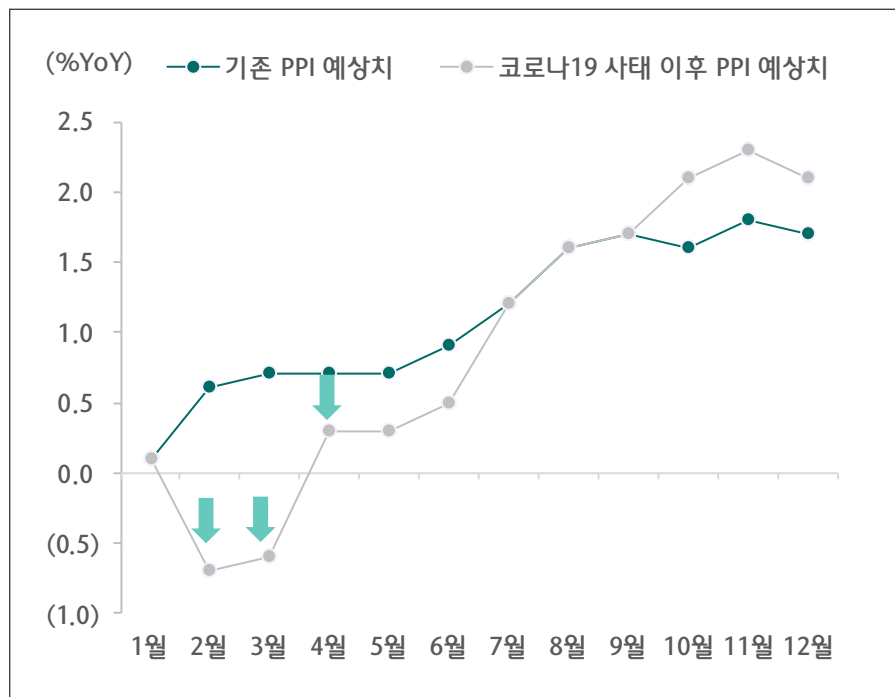


자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

[전망과 전략] 중국 PPI 반전이 2/4분기 주도주 변화 신호탄

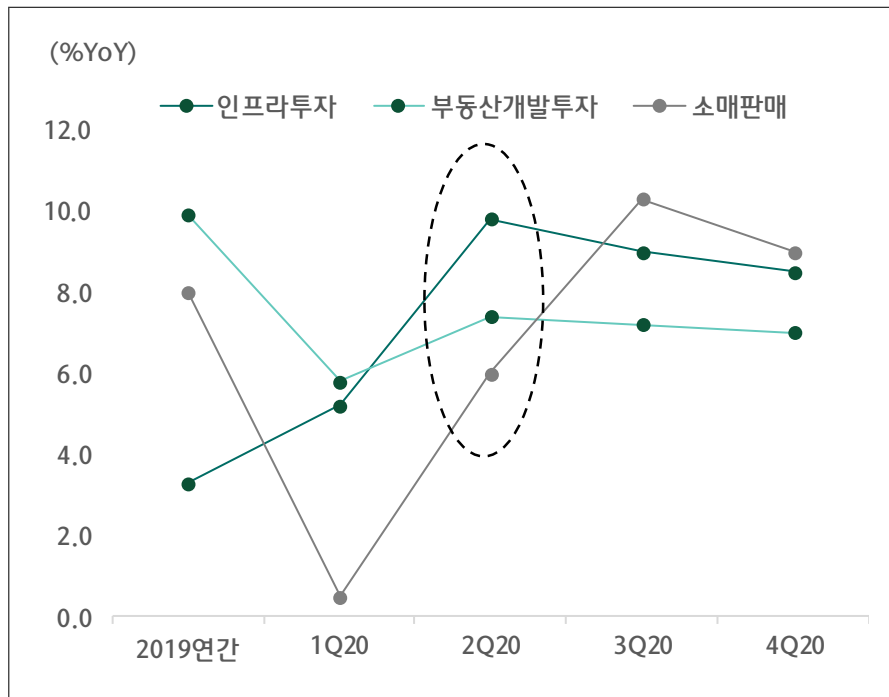
- 4월 PPI 플러스 전환과 반전이 중국 재고사이클의 본격 회복과 단기 주도 업종 변화(금융/시클리컬)의 신호탄
- 당초 1/4분기 최종수요(고정투자/수출)와 재고사이클 회복으로 반전을 기대했던 PPI는 두 달 늦은 4월부터 반등 추세 복귀
- 우리는 당초 연간 전망에서 2020년 중국 주도 업종으로 '전자'와 '증권' 제시, 상반기 '금융/부동산 및 시클리컬' 조합을 추천
- 2/4분기 ①고PER 소비주에서 투자/수출주로, ②CPI에서 PPI 관련주로, ③구조적 안전지대(전자/전기차/5G/온라인)로 전환

CPI에서 PPI 플레이로 전환 : 4월 PPI 재차 반전 전망



자료 : Wind, 하나금융투자

2/4분기 인프라/부동산/자동차 반등이 PPI 상승 견인

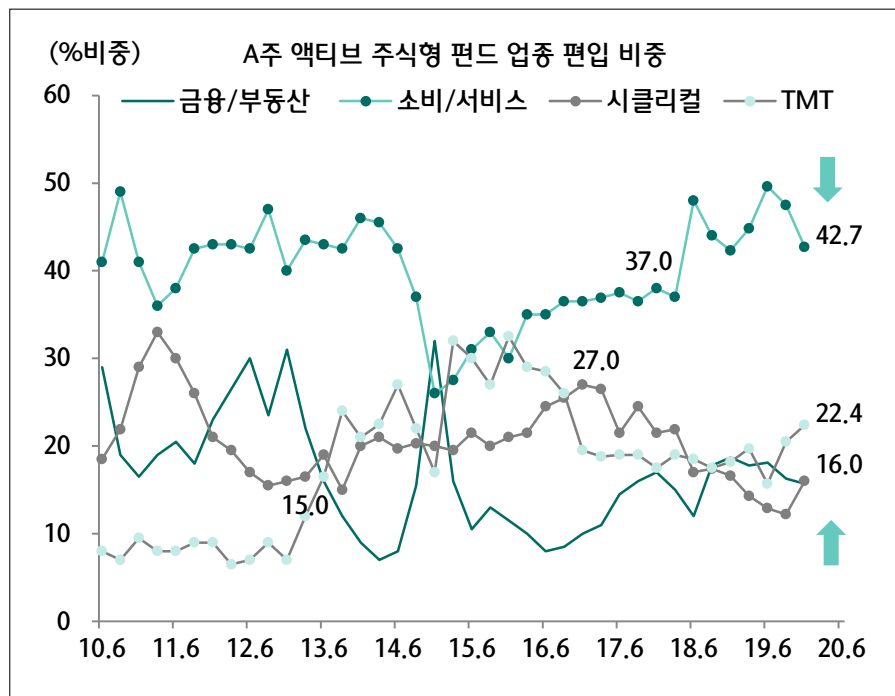


자료 : Wind, 하나금융투자

[주도주의 변화] '소비주' 독주 종료, 2020년 'TMT'로 전환

- 지난 4/4분기부터 중국증시의 주도주 변화 이미 시작 : 액티브 펀드 '소비/서비스' 편입 비중 급락, 'TMT'와 '시클리컬' 급상승
- 1/4분기 경기와 금리 하락세 연장에 따라 TMT 쓸림현상 심화, 시클리컬 전환은 중단된 상태. 장기적으로 TMT에 대한 매력도 불변이나 2/4분기 금리 변동에 따라 높은 변동성 경계

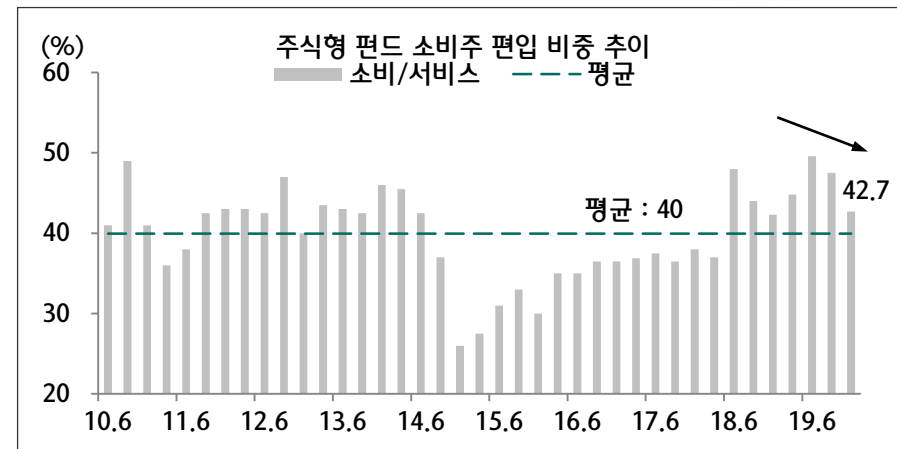
4/4분기 이후 소비주 독주 종료, TMT/시클리컬 비중 상승



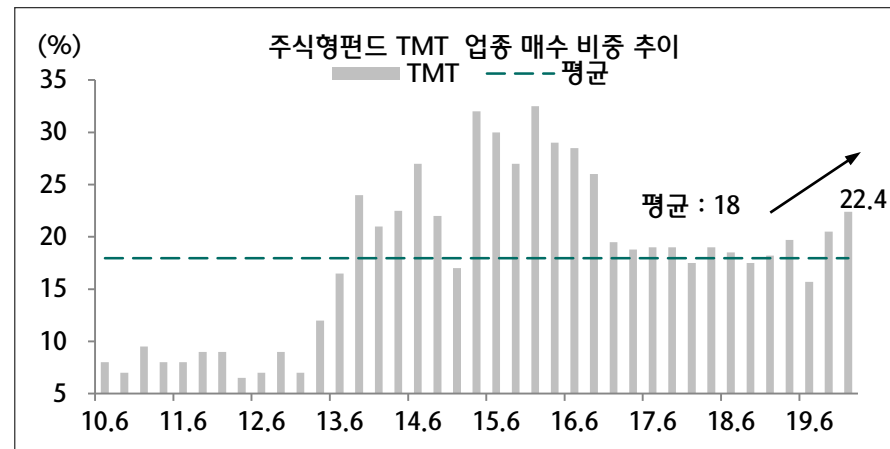
주 : 2019년 4/4분기 기준

자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

A주 펀드 소비서비스 편입 비중 : 48%→43% (4/4분기)



A주 펀드 TMT 편입 비중 : 20%→22% (4/4분기)



주 : 소비/서비스=자동차/가전/음식료/섬유유품/유통/외식/여행/농림어업/제약주 :
TMT(테크/미디어/통신) =통신/미디어/전자/SW/반도체 등 포함

[전망과 전략] 2/4분기 '금융과 시클리컬' 단기 반등 주목

- 2/4분기 재고사이클과 PPI 반등과 함께 금융 및 시클리컬 업종의 단기 반등도 주목할 필요. '저PBR/고ROE'이자 포트폴리오 '빈집' 매력도 높은 부동산(정책완화), 증권(구조개혁/거래대금), 화학/철강/운송/건자재(저PB/고ROE), 자동차(구매제한과 배기가스 규제완화) 업종 및 관련 1등 기업 추천

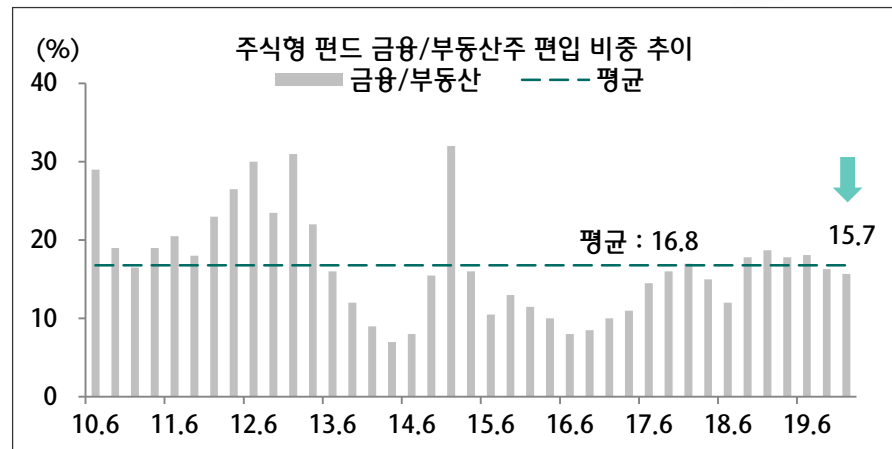
A주 금융/시클리컬 업종 PB/ROE/초과 편입비중 레벨

	2005년 이후 현재 ROE 레벨 (1~100%)	2005년 이후 현재 PB 레벨 (1~100%)	2019년 4/4분기 주식 초과 편입비율 (괄호는 적정비율)
보험	100	26.8	3.8(3.6)
부동산	83.1	1.3	6.0(4.5)
화학	71.2	27.5	2.8(4.1)
철강	62.7	12.3	0.1(0.3)
군수	39	38.3	0.7(1.9)
건설	33.9	0.3	0.3(1.7)
석탄	30.5	0.3	0.3(0.3)
증권	25	22.7	1.3(1.3)
정유	20.3	0.1	0.3(0.9)
전기장비	20.3	32.3	4.2(3.8)
비철금속	18.6	26.1	2.2(1.8)
기계	17	34	3.1(3.8)
건자재	17	41.6	1.8(1.2)
은행	1.7	0.3	5.3(5.4)

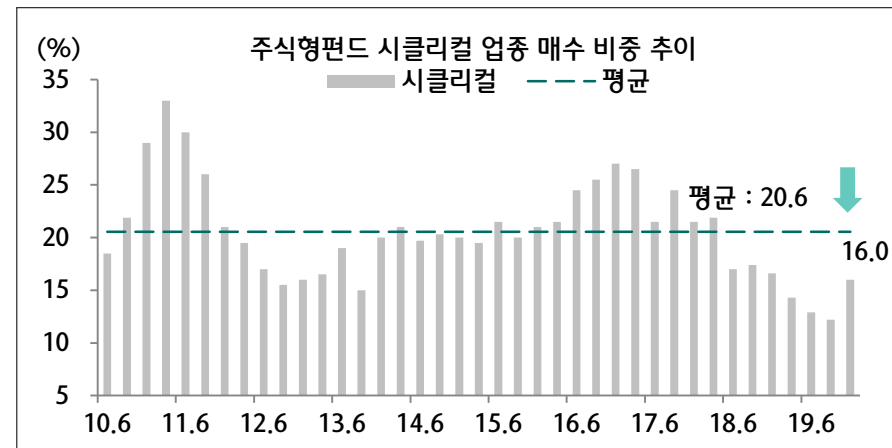
주 : PB와 ROE 2020년 2월 TTM 기준.

자료 : Wind, 하나금융투자

A주 펀드 금융/부동산 편입 비중 : 16%→15% (4/4분기)



A주 펀드 시클리컬 편입 비중 : 12%→16% (4/4분기)



주 : 금융/부동산 = 은행/증권/보험/부동산

주 : 시클리컬 = 정유/석탄/비철금속/철강/화학/건설/기계/군수/전력설비

[전망과 전략] '소비주' 회복 지연 예상, 구조적인 수혜 업종 집중

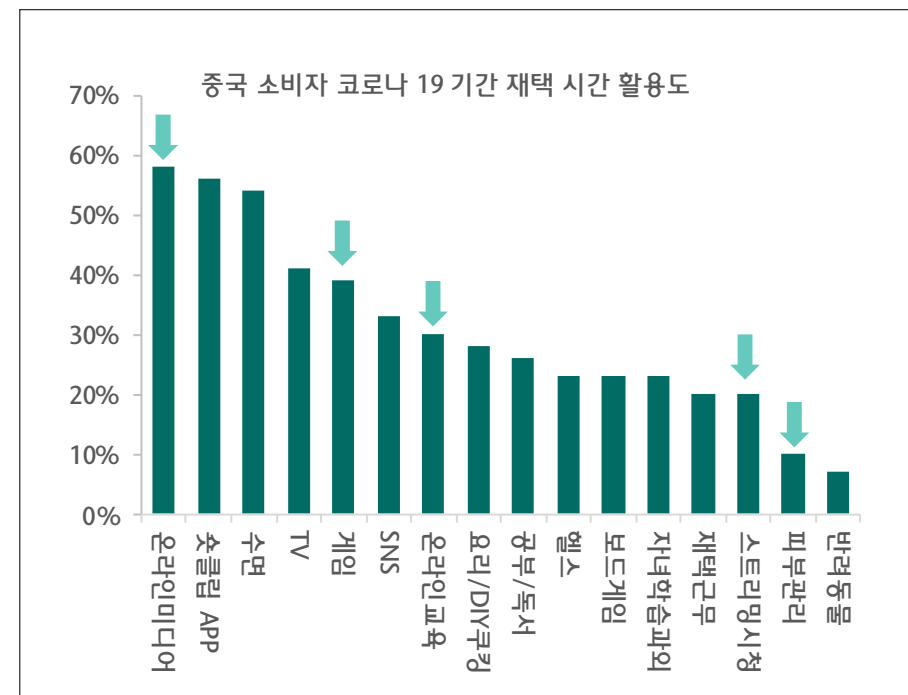
- 2003년 SARS 사태 경험을 볼 때 2020년 중국 소비/서비스업의 완전 회복에는 약 6개월 이상 소요
- 상반기 중국정부의 산업 지원책과 감세/사회보험료 감면에도 불구하고 상반기 실적 급락 불가피
- '코로나 19' 계기로 고착화될 '宅經濟'(재택경제) 산업에 계속 집중 : 게임, 온라인미디어/스트리밍, 콘텐츠, 교육, 헬스케어

2003년 SARS 사태 : 서비스업 회복에 6개월 소요

(%YoY,%p)	2003년 1/4분기	2003년 2/4분기 (확진자 확산)	2003년 3/4분기	2003년 4/4분기	2/4분기 평균하락폭
국내총생산 GDP	11.1	9.1	10.0	10.0	(2.0)
1차산업	2.6	1.7	3.3	1.9	(0.9)
2차산업	13.2	11.3	13.2	13	(1.9)
3차산업	10.5	8.7	8.8	10.1	(1.8)
3차:운수	7.7	2.3	7.1	7.6	(5.4)
3차:호텔/외식	11	7.4	16.9	14.3	(3.6)

자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

'코로나 19' 사태 이후 구조적인 변화와 수혜 산업 주목

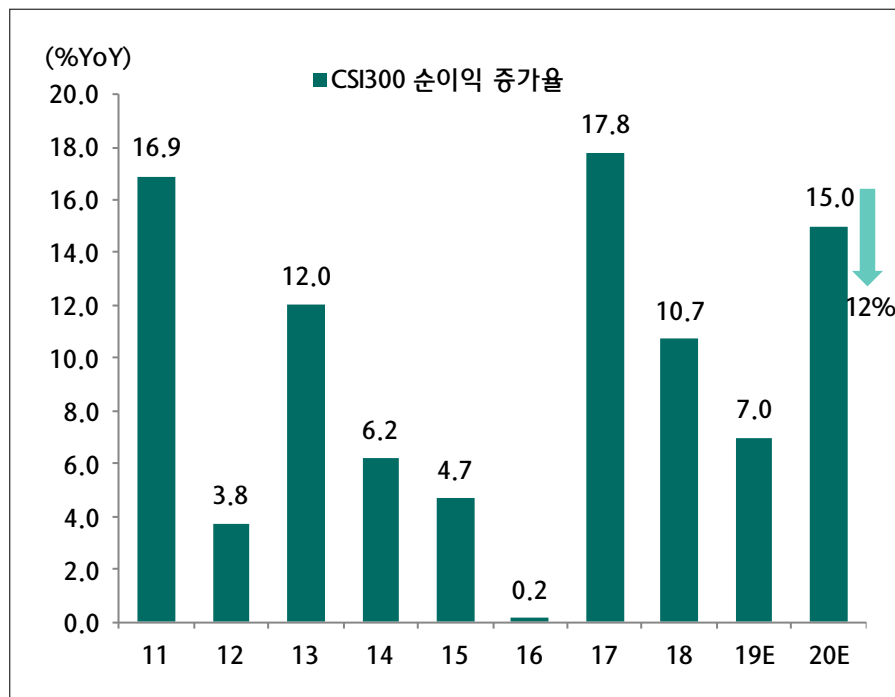


자료 : KANTA, 하나금융투자

[중국 증시] 상반기 수정 밴드 : 상해 3,380p~2,910p / 홍콩H 12,300~9,500p

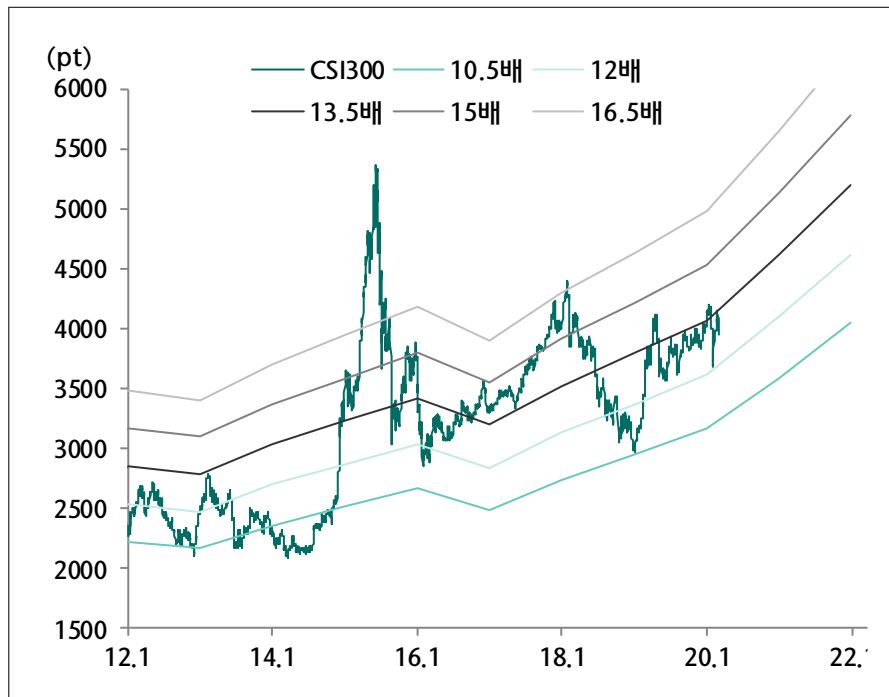
- ‘코로나 19’ 실적 충격은 1/4분기에 국한, 연간으로는 완충될 것 : A주 순이익 연간 15% 증가에서 10~12% 증가로 하향조정
- 2020년 2/4분기부터 경기와 이익 턴어라운드 관점 유지, 상반기 정책과 하반기 서비스업 실적회복이 연간 실적 완충
- 2/4분기 밸류에이션 부담 낮고, 실적 증가세 안정적인 CSI300과 홍콩H지수 상대강도 회복 예상
- 상해종합지수 상반기 예상밴드 3,380p~2,910p로 소폭 하향조정. 홍콩H지수 12,300~9,500p 전망은 유지

CSI300지수 순이익 : 2020년 연간 15%증가에서 소폭 하향



주 : 2019년과 2020년 전망치는 하나금융투자 추정
자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

CSI300 밸류에이션 밴드 : 2012년 이후 평균 수준

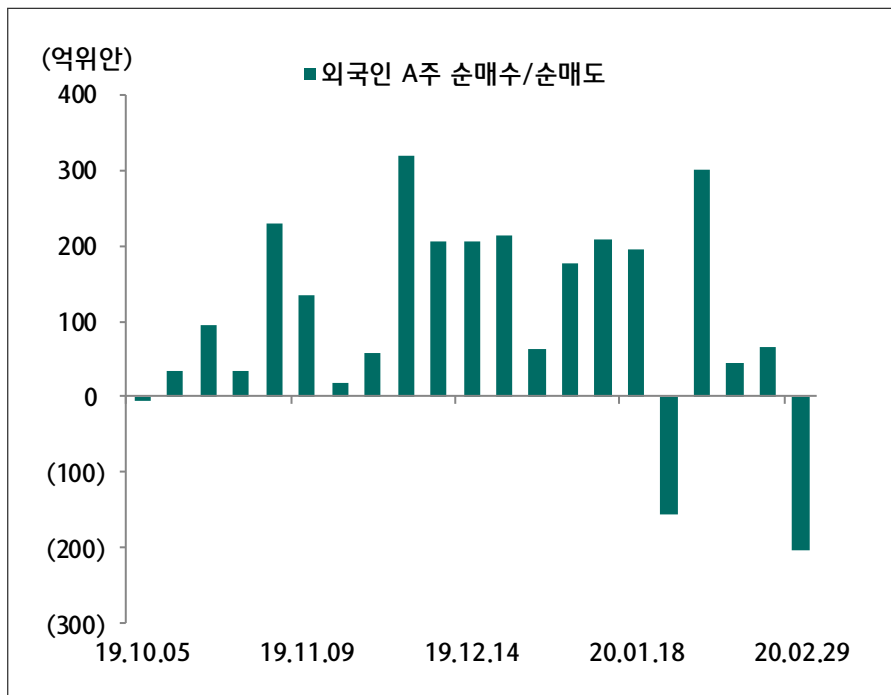


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

[중국 증시] 외국인 수급 : 3-4월 순매수 강도 약화, 외인 비중 상위 업종 경계

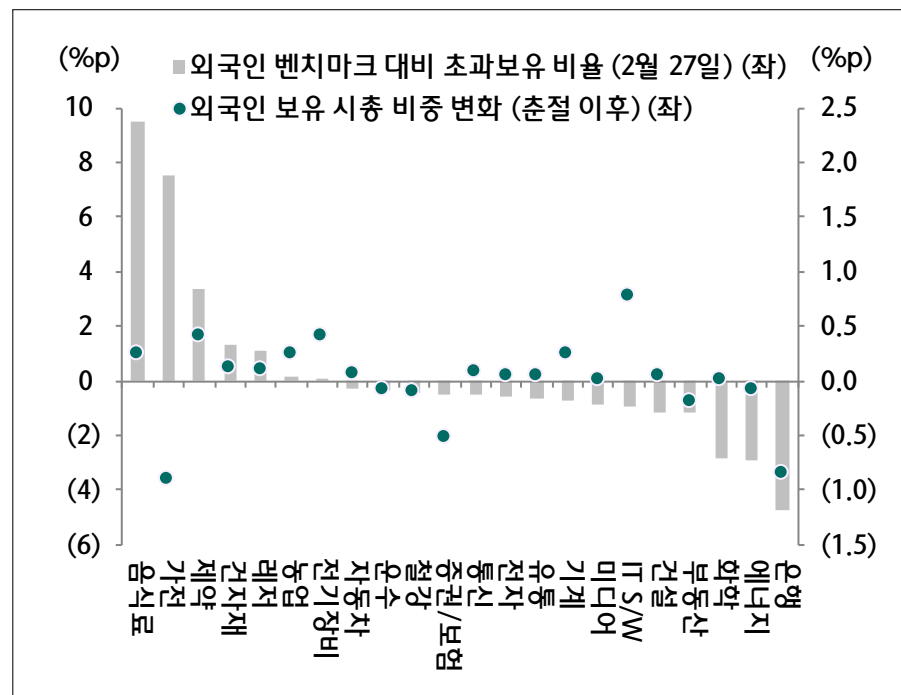
- A주 시장 외국인 수급 4월까지 순매수 강도 약화될 전망 : MSCI지수 3차 편입 이후 대거 유입된 액티브 자금 유출 경계
- 2월 이후 벤치마크 대비 초과 편입 비중이 높았던 가전/보험/부동산 비중 축소, IT SW/전기차/제약/농업/기계 확대
- 3월 이후 펀더멘털 바닥확인 신호와 위안화 흐름이 유입 강도를 좌우할 전망
- 3월 외국인 보유 비중 상위 가전, 음식료, 레저, 농업, 제약 업종 높은 변동성 경계

4/4분기 이후 A주 시장 외국인 순매수 추이 (주간)



주 : 2020년 2월 28일 기준
자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

외국인 업종별 초과보유 비중과 시가총액 변동



주 : 2020년 2월 27일 기준
자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

추천 종목

중신증권 (600030.CH)

완커 (000002.CH)

BYD (002594.CH)

상해자동차 (600104.CH)

텐센트 (0700.HK)

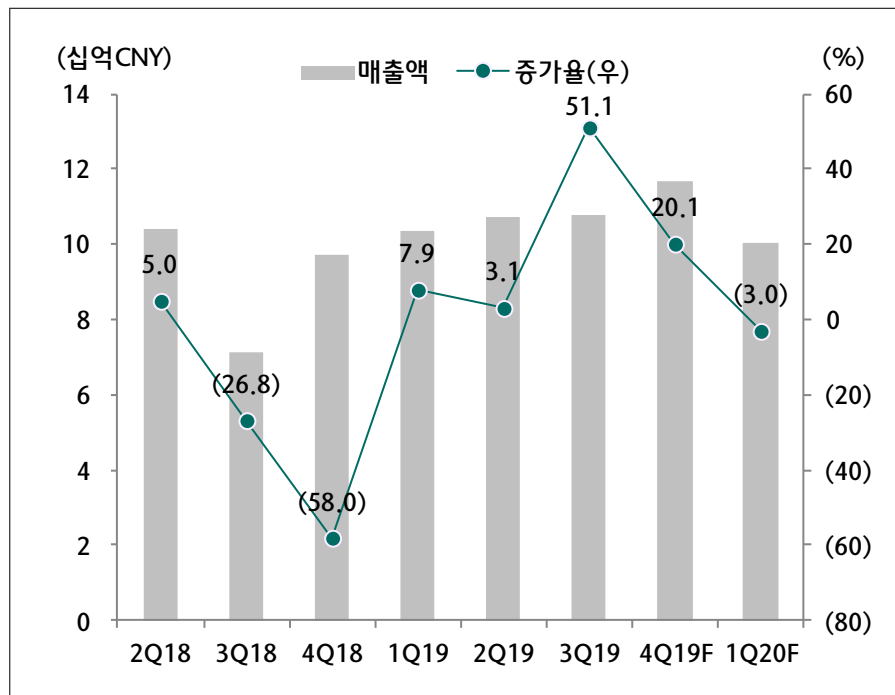
신동방 (EDU.US)



[추천 종목] 중신증권(600030.CH) : IB 부문 호실적과 투자손익 고성장 기대

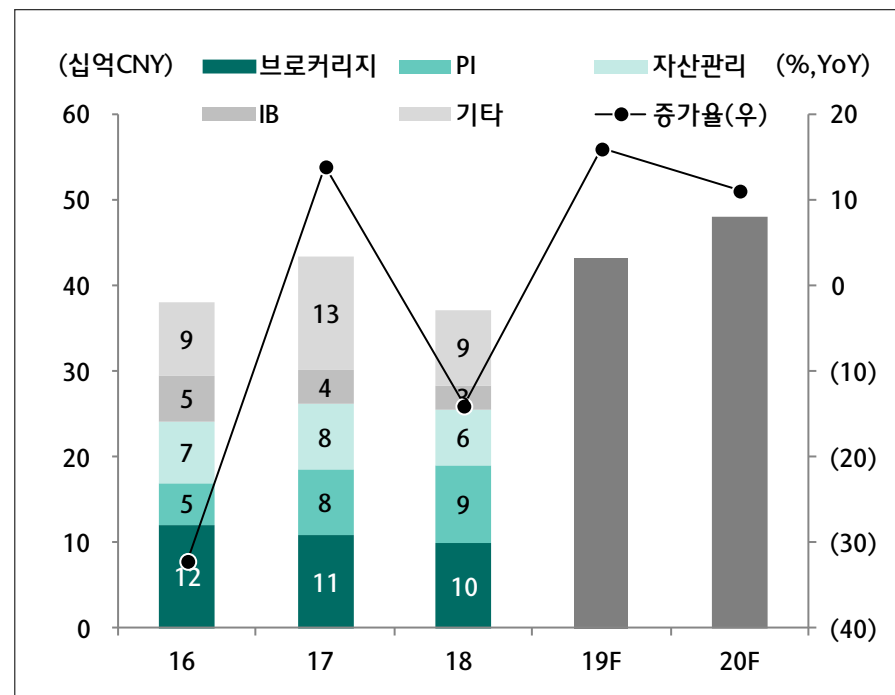
- 2019년 7월 개장한 커황반 영향으로 하반기 IB와 PI(자기자본투자) 부문 실적 호조 전망
- 2019년 IPO/인수금융(리파이낸싱)/채권인수 주선 규모 YoY +255%/+47%/+19%, 1~3분기 상장기업수 YoY +48%
- 1~3분기 누적 투자손익(공정가치변동손익 포함)은 YoY 73% 증가 전망: 2019 YTD 상해종합지수 +22.3%, 중정채권지수 +4.96%

분기별 매출액 & 성장 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연간 매출액 & 성장 추이

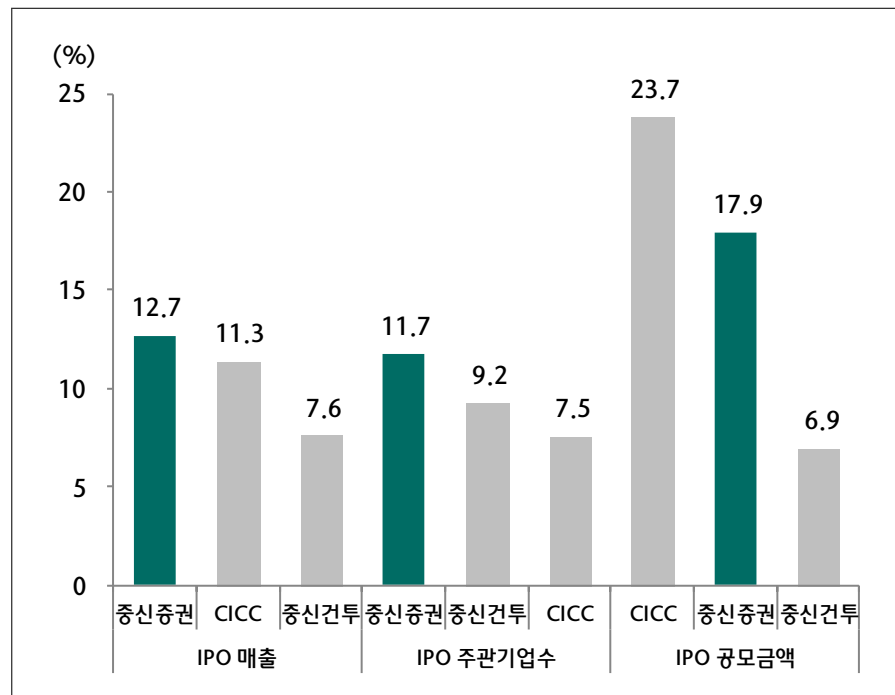


자료: Bloomberg, 하나금융투자

[추천 종목] 중신증권(600030.CH): 주식등록제 도입으로 IB 1위 중신증권 수혜

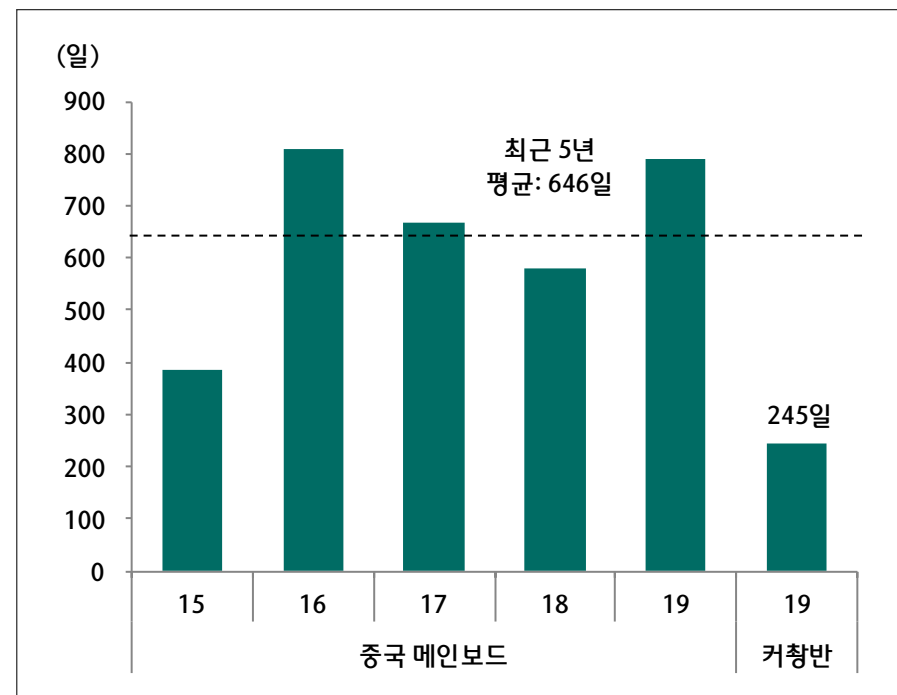
- 2019년 IB 부문 주선 금액 1.2조위안으로 YoY 28.4% 성장, 세부 부문별 시장점유율 1위 유지
- IPO 17.8%(YoY 8.5%p 상승), 인수금융 14.9%, 채권인수 13.1%로 모두 1위
- 2020년 3월 <증권법> 개정안 발효로 심천창업판에 이어 커창반에 “주식등록제” 도입 예정, 기업 상장 활성화 기대

2019년 중국 IPO 시장점유율 Top 3



자료: Wind, 하나금융투자

중국 메인보드 및 커창반 상장 소요기간 비교



주1: 상장 소요기간은 IPO 신청서 제출부터 최종 상장까지 소요 시간

주2: 중국 메인보드는 상해 메인보드, 심천 메인보드, 중소판, 창업판을 포함

자료: Wind, 하나금융투자

[추천 종목] 중신증권(600030.CH) : 중국 중시 리레이팅과 함께 반등 기대

- 현 주가는 2020년 12MF PER 20.2배에서 거래 중, 과거 5년 평균 수준으로 적정 밸류에이션으로 판단
- 주가는 2015~2019년 5년 동안 25% 하락, 2019년에는 58% 상승, 2020년 YTD로는 9.2% 하락
- IB 부문 실적 호조에 기인하여 2020년에도 전년도 못지않은 견조한 실적 기대, 중국중시 반등 시 주가 리레이팅 가능할 전망

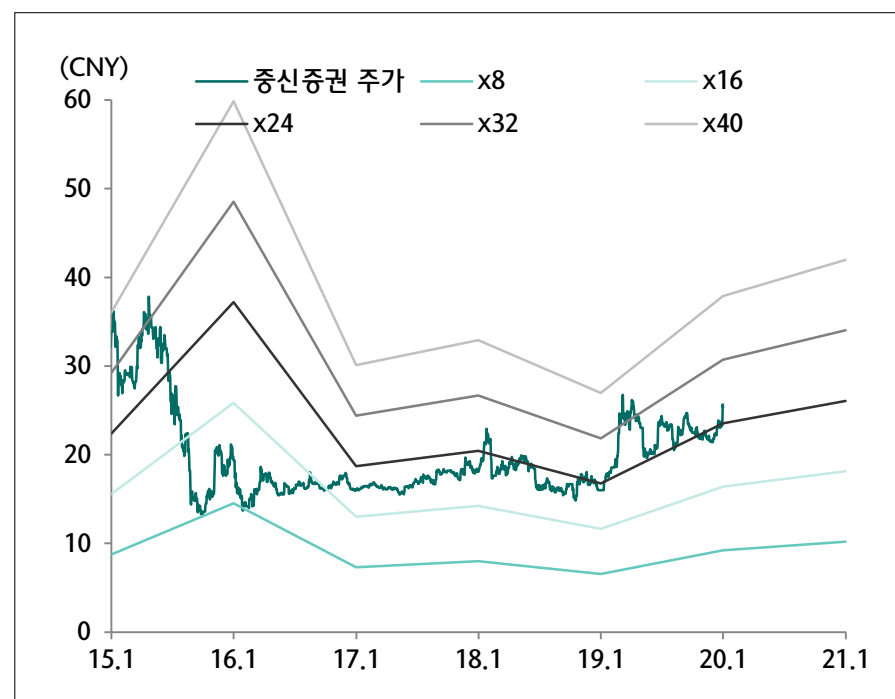
실적 주요 지표

(단위: 백만 CNY)

	2017	2018	2019F	2020F
매출	55,882	51,061	44,616	48,323
영업이익	15,644	12,702	17,614	19,091
순이익	11,433	9,390	13,208	14,644
EPS(CNY)	0.9	0.8	1.1	1.2
EPS(YOY, %)	9.3	(18.1)	40.6	9.9
ROE(%)	7.8	6.2	8.2	8.8
PER(배)	19.3	20.8	22.1	20.2
PBR(배)	1.5	1.3	1.8	1.7
배당률(%)	2.2	2.2	1.9	2.1

자료: 중신증권, Bloomberg 시장 전망치, 하나금융투자

12M FWD PER

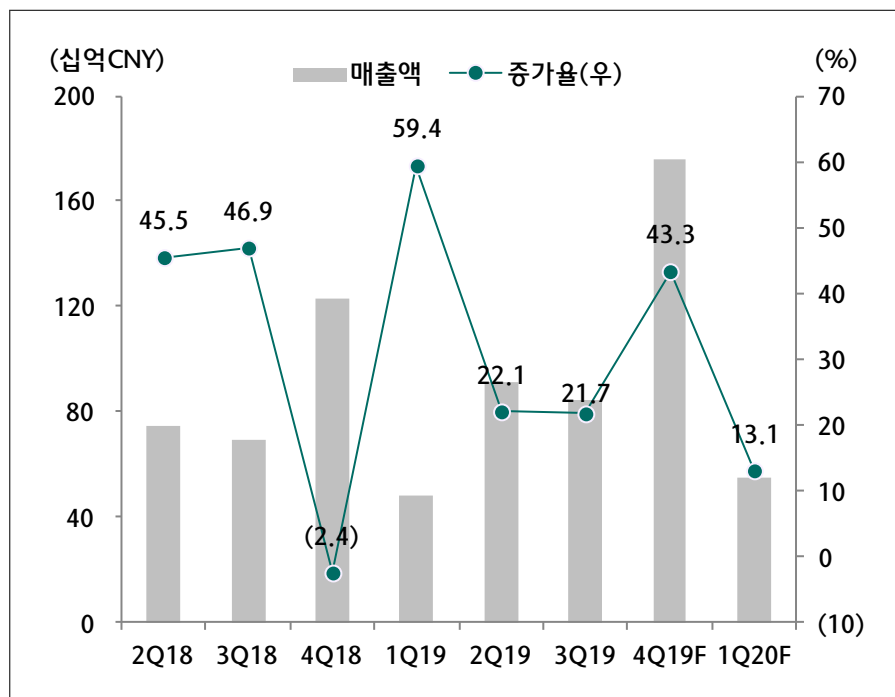


자료: 중신증권, Bloomberg 시장 전망치, 하나금융투자

[추천 종목] 완커(000002.CH) : 여전히 견고한 펀더멘탈

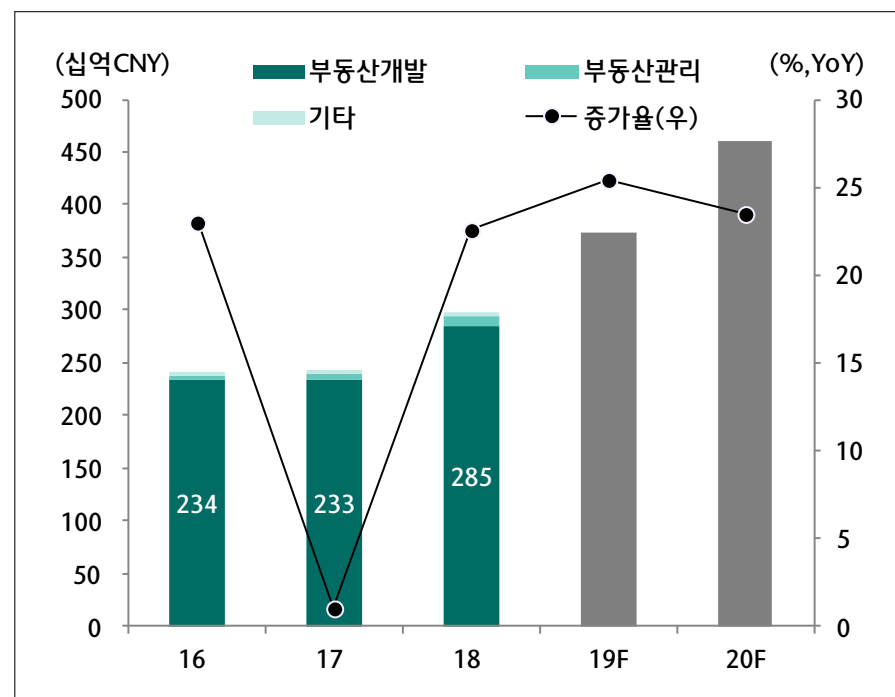
- 3분기 매출액 846억위안(YoY +21%)으로 시장 컨센서스(561억위안) 대비 51% 상회
- 결산 분양면적은 YoY 5% 증가, 결산 매출액은 796억위안으로 YoY 19% 증가하며 이번 분기 실적을 견인
- 미결산 분양액은 2019년 연간 매출 추정치(Bloomberg) 1.6배 수준, 향후 실적 반영 통해 안정적인 탑라인 성장에 기여할 전망

분기별 매출액 & 성장 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연간 매출액 & 성장 추이

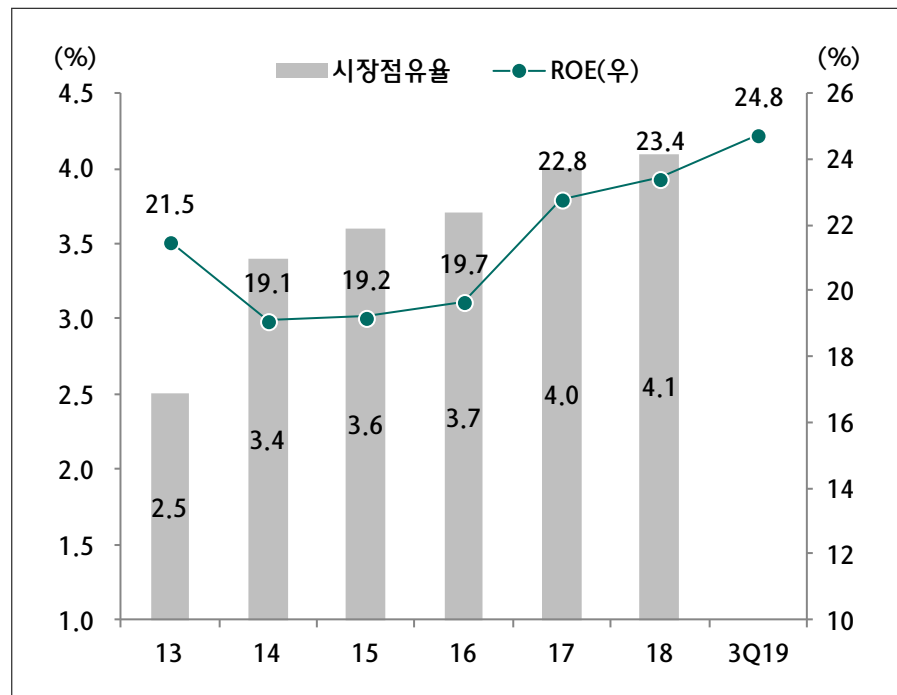


자료: Bloomberg, 하나금융투자

[추천 종목] 완커(000002.CH) : 대형사 경쟁우위를 기반으로 시장지배력 확대 중

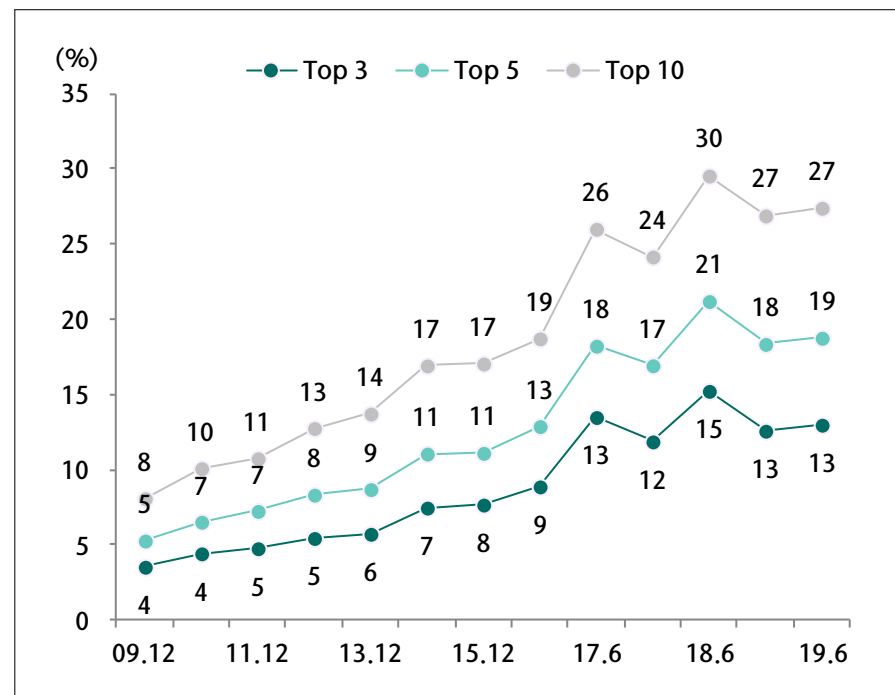
- 2019년 1~3분기 116개 신규 프로젝트를 개발, 그 중 1~2선 중대형 도시의 개발면적 비중은 81%
- 중국정부의 부동산 규제 강화로 인해 전반적인 부동산 업황은 위축되고 있으나, 중소형 도시 대비 상대적으로 안정적인 대도시 부동산 가격과 수요 기반에 기인하여 완커는 전체 시장을 상회하는 양호한 실적을 시현 중
- 풍부한 현금자산, 높은 수익성, 자금조달 우위를 기반으로 업계 1위 기업인 완커의 시장지배력 꾸준히 확대 중

완커 시장지배력과 수익성 꾸준히 확대 중



자료: 완커, 하나금융투자

부동산 개발업체, 상위 기업 중심으로 구조조정 진행 중



주: 분양금액 기준 시장점유율
 자료: Wind, 하나금융투자

[추천 종목] 완커(000002.CH) : 견조한 펀더멘탈 대비 못오른 주가, 상승여력 높다

- 현 주가 2020년 12MF PER 6.8배에서 거래 중(2018년 고점 시 PER 16배), 역사적 밴드 하단 수준
- 주가는 2015~2019년 5년 동안 132% 상승(+26% CAGR), 2019년에는 35%, 2020년 YTD로는 6.3% 상승
- 감염병 사태로 인해 1분기 실적 타격 예상되나, 안정적인 ROE와 순부채비율, 높은 배당수익률 감안한 중장기 투자매력 높음

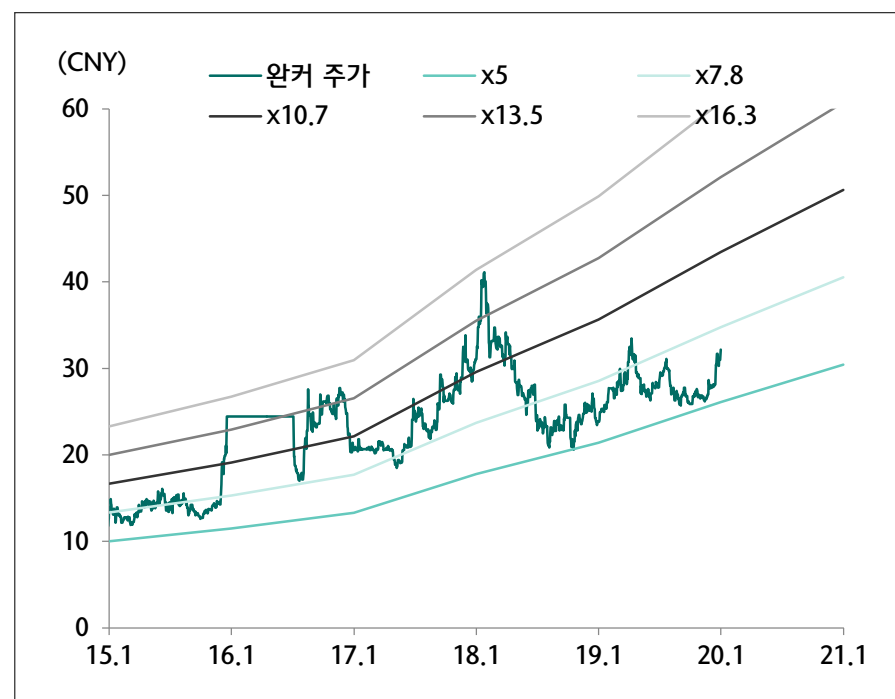
실적 주요 지표

(단위: 백만 CNY)

	2017	2018	2019F	2020F
매출	242,897	297,083	376,497	457,904
영업이익	46,644	86,411	85,871	100,683
순이익	28,052	33,773	41,659	48,976
EPS(CNY)	-	3.0	3.7	4.3
EPS(YOY, %)	-	-	22.9	16.7
ROE(%)	22.8	23.4	22.7	22.1
PER(배)	10.2	7.6	8.0	6.8
PBR(배)	2.2	1.7	1.8	1.5
배당률(%)	3.5	4.6	4.3	4.9

자료: 완커, Bloomberg 시장 전망치, 하나금융투자

12M FWD PER

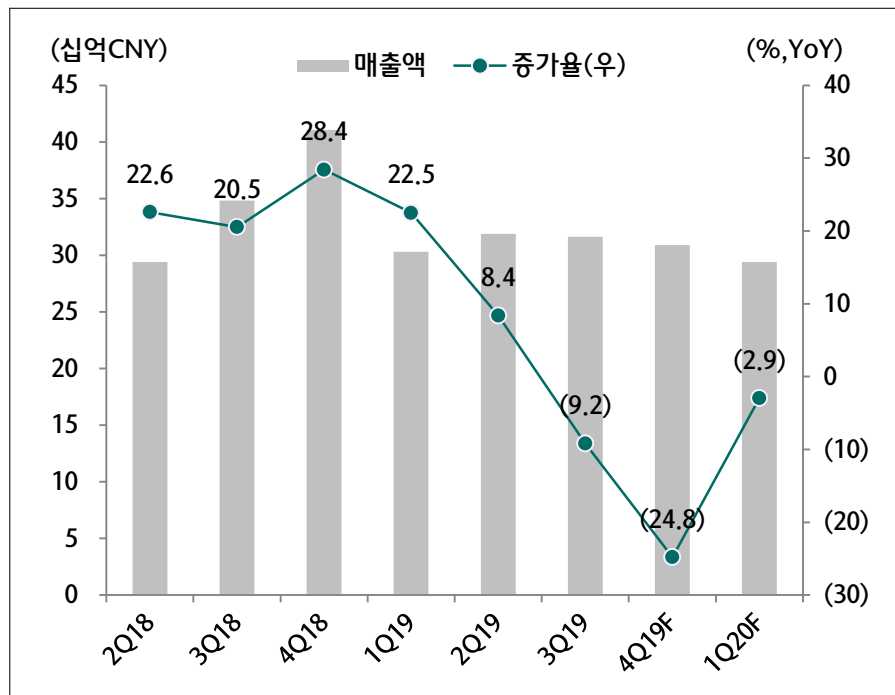


자료: 완커, Bloomberg 시장 전망치, 하나금융투자

[추천 종목] BYD(1211.HK) : 4분기 판매량 급감에 따른 매출 부진 예상

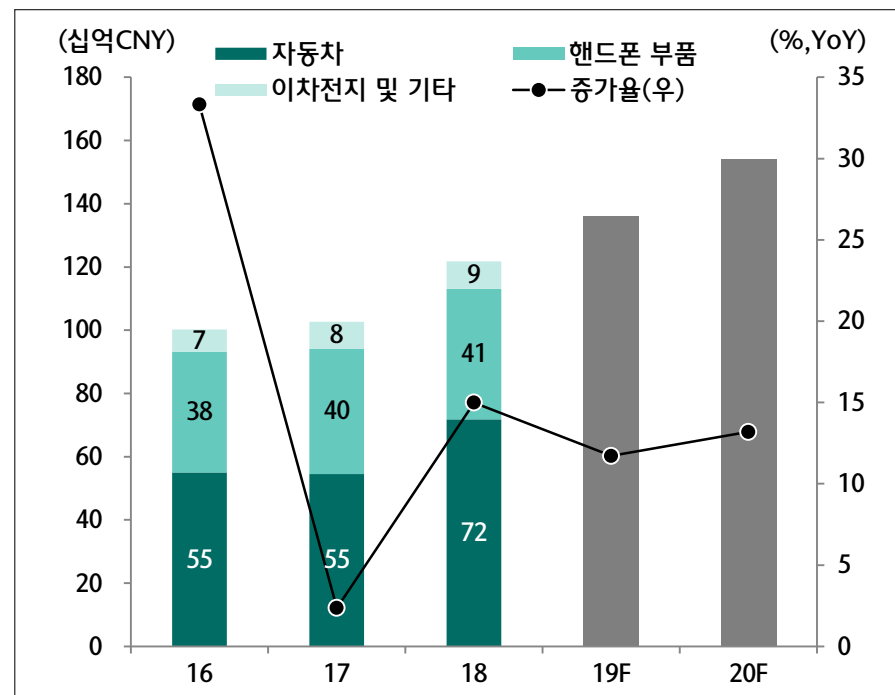
- 4분기 BYD 자동차 판매량은 보조금 축소에 따른 전기차 수요 둔화로 YoY 65% 감소, 매출액 YoY -25% 예상
- 2019년 전기차 보조금은 전년 동기 대비 50% 축소되며 수요 급감, 처음으로 연간 전기차 판매량은 역성장(YoY -4%) 기록
- 2021년 보조금 정책 완전 폐지 앞두고 2020년 중국 전기차 판매량 전년 대비 회복 기대
- BYD 2019년 시장점유율은 21%(1위)로 2018년(22%) 수준의 점유율 유지

분기별 매출액 & 성장 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연간 매출액 & 성장 추이

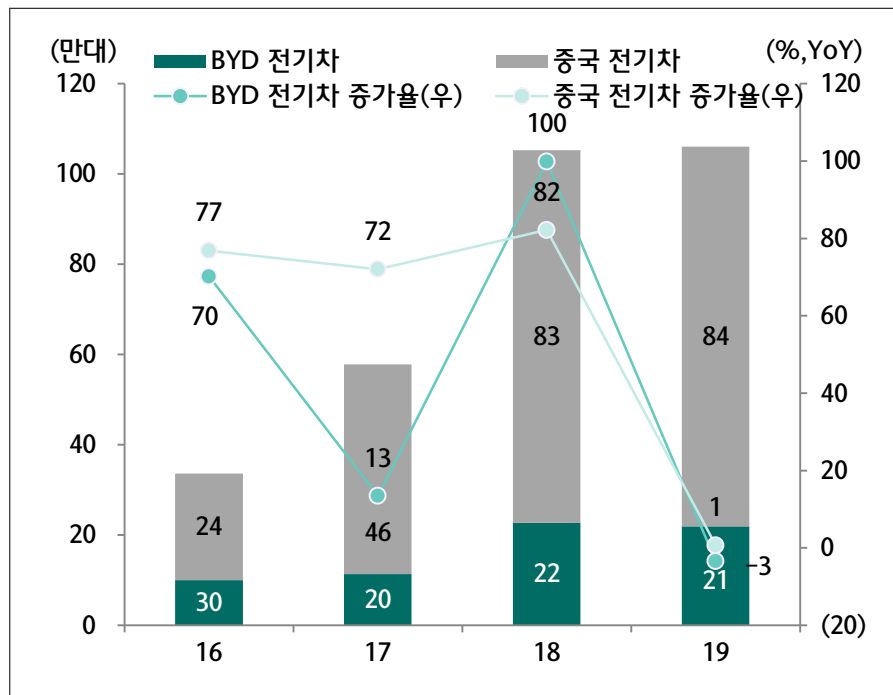


자료: Bloomberg, 하나금융투자

[추천 종목] BYD(1211.HK) : 2020년 우호적인 전기차 정책 기대

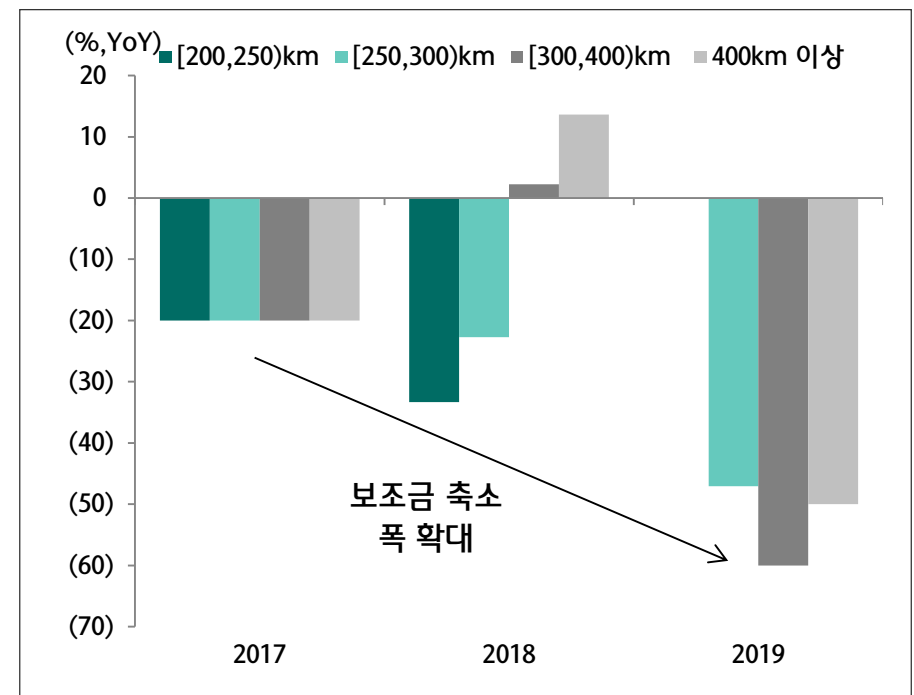
- 중국 전기차 시장의 위축이 심각해지면서 중국정부 적극적인 대응 전망, 2020년 우호적인 전기차 정책 기대
- 2019년 보조금 규모 YoY 50% 큰 폭 축소, 2020년 보조금 축소폭은 이보다 완화될 전망
- 2020년까지 시행 예정이던 전기차 취득세(10%) 면제 혜택도 5년 연장 기대

중국 및 BYD 전기차 판매량 추이



자료: 중국자동차공업협회, 하나금융투자

중국 전기차 보조금 축소 추이



자료: 공신부, 하나금융투자

[추천 종목] BYD(1211.HK) : 전기차 판매량 회복, 테슬라 모멘텀 유효

- 2020년 12M FWD PER 45배에서 거래 중으로 역사적 밴드 상단 수준
- 주가는 2015~2019년 5년 동안 31% 상승(+6% CAGR), 2019년에는 -22%, 2020년 YTD로는 16% 상승
- 다만, 2020년 완화된 정책 기반한 전기차 판매량 회복과 테슬라 모멘텀 기인해 양호한 주가흐름 전망

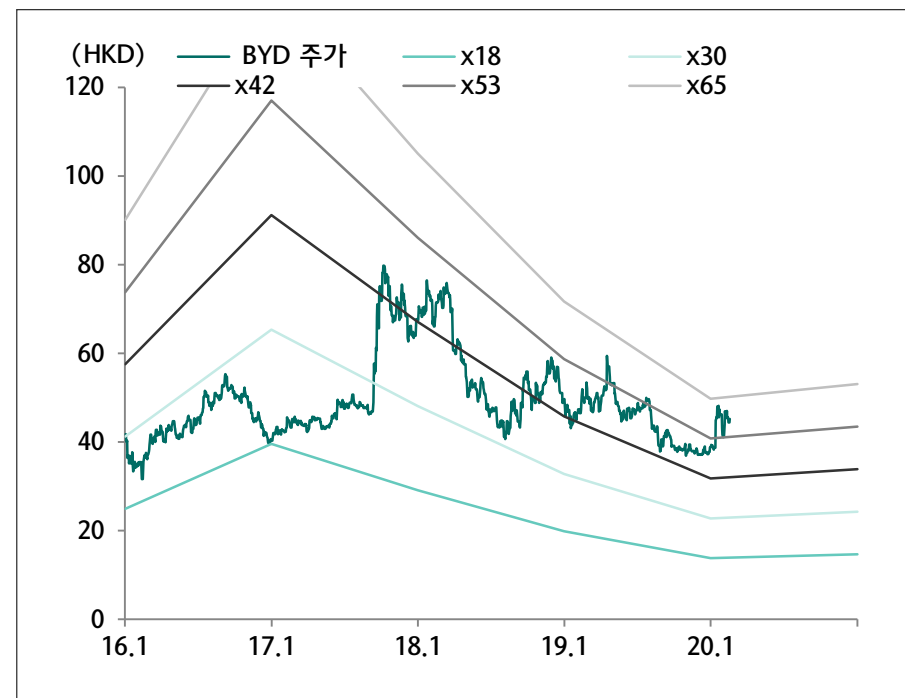
실적 주요 지표

(단위: 백만 CNY)

	2017	2018	2019F	2020F
매출	105,915	121,791	128,667	145,715
영업이익	7,931	7,656	5,087	5,389
순이익	4,066	2,780	1,963	2,484
EPS(CNY)	1.4	0.9	0.7	0.9
EPS(YOY, %)	(25.5)	(33.6)	(28.9)	36.8
ROE(%)	7.8	5.0	3.6	4.1
PER(배)	40.5	47.2	61.4	44.9
PBR(배)	3.0	2.3	2.0	1.9
배당률(%)	0.2	0.5	0.3	0.4

자료: Bloomberg, 하나금융투자

12M FWD PER

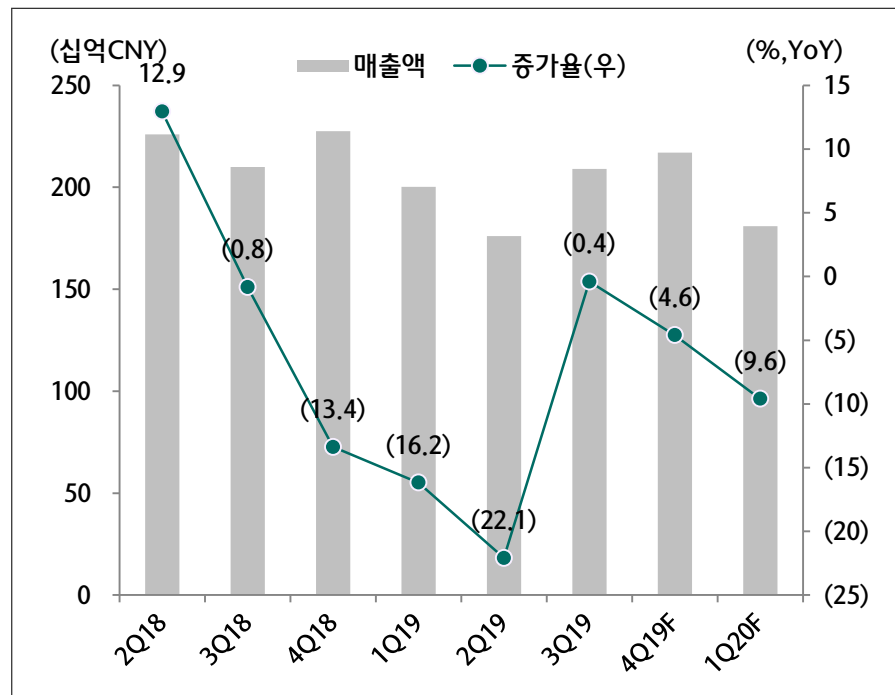


자료: Bloomberg, 하나금융투자

[추천 종목] 상해자동차(600104.CH) : 코로나 영향으로 판매량 회복 지연 중

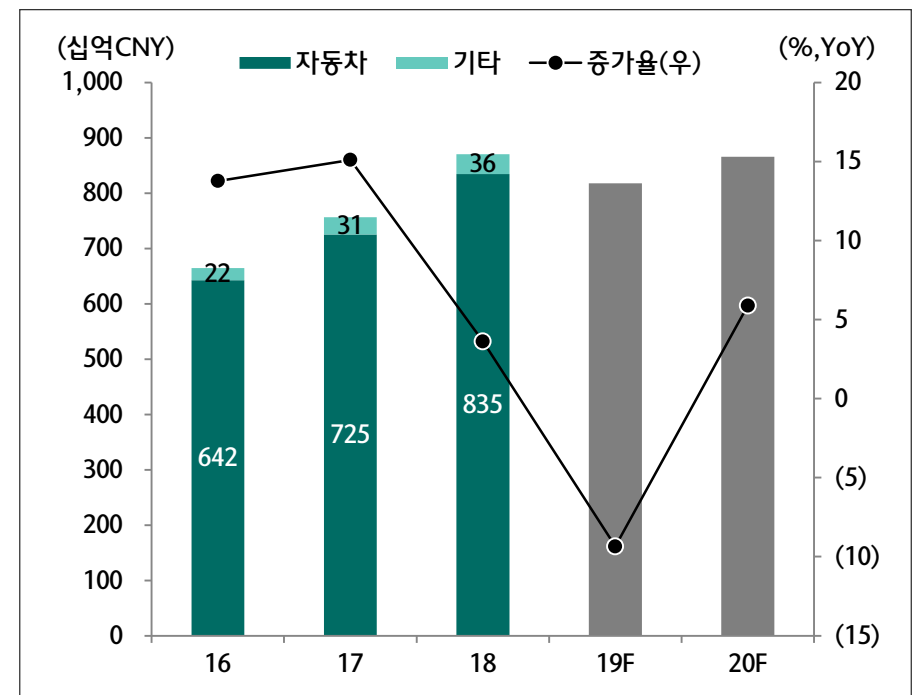
- 2018년부터 자동차 취득세 혜택 종료, 미중 무역분쟁에 따른 소비 둔화로 2018-2019년 자동차 판매량 부진
- 4Q19 상해차 판매량은 중국시장 부진으로 YoY 4% 감소, 매출액은 YoY -5% 예상
- 2019년 중국 전체 자동차 판매량은 1Q19 YoY -10%에서 4Q19 YoY -5%를 기록하며 마이너스 폭 축소. 중국 자동차 시장 저점을 통과하는 모습을 보였으나 코로나19 확산으로 시장 회복 지연될 것으로 예상

분기별 매출액 & 성장 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연간 매출액 & 성장 추이

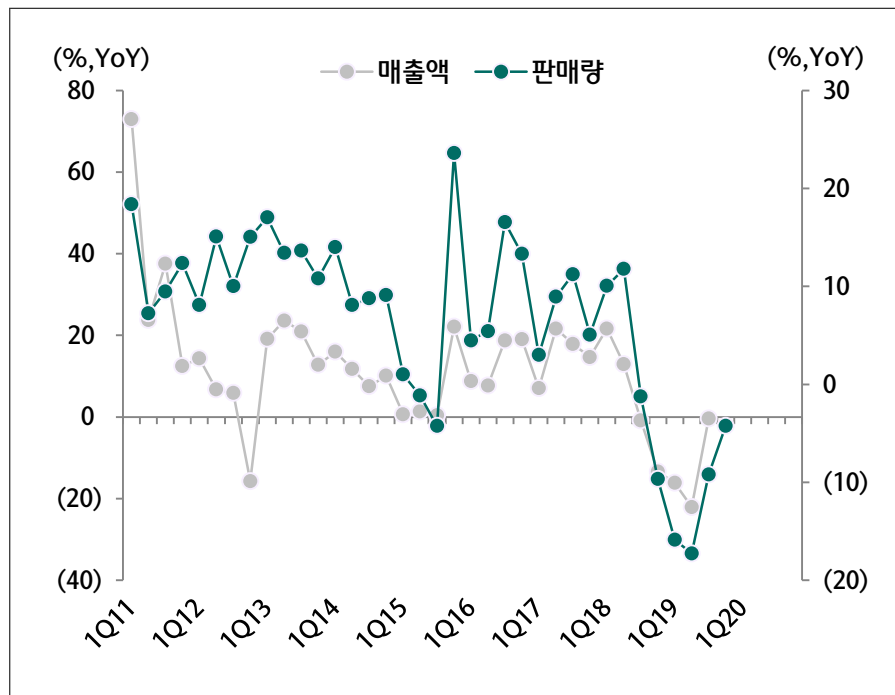


자료: Bloomberg, 하나금융투자

[추천 종목] 상해자동차(600104.CH) : 신차 효과 및 정책 모멘텀 기대

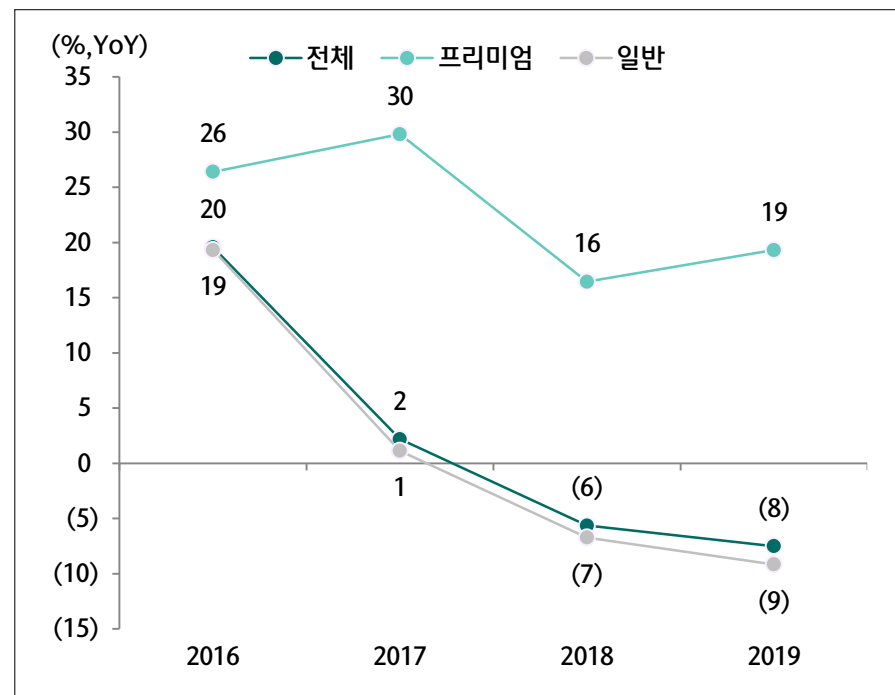
- 2020년 하반기 상해아우디 신규 모델 출시 전망. 중국 프리미엄 자동차 시장 최근 3년간 중국 자동차 시장의 역성장에도 불구하고 연간 15% 이상 성장. 상해폭스바겐도 4Q20 전기차 양산 예정으로 프리미엄 자동차 및 전기차 신차효과 기대
- 중국 자동차 시장의 극심한 부진으로 2020년 자동차 관련 부양정책 기대. 시진핑 주석은 올해 2월 3일 중앙정치국 상무국 회의에서 자동차 번호판 제한 정책 완화를 통한 자동차 소비 활성화를 장려해야 한다고 발언

상해자동차 분기별 매출액 및 판매량 추이



자료: 상해자동차, 하나금융투자

중국 프리미엄 및 일반 자동차 판매량 증가율 추이



주: 프리미엄은 30만원 이상 차량을 뜻함
자료: CPCA, 하나금융투자

[추천 종목] 상해자동차(600104.CH) : 매력적인 밸류에이션

- 2020년 12M FWD PER 8.4배에서 거래 중. 글로벌 업종 평균(9배) 대비 할인 거래 중, 역사적 밴드 중상단 수준
- 주가는 2015~2019년 5년 동안 47% 상승(+9% CAGR), 2019년에는 -6%, 2020년 YTD로는 5% 하락
- 안정적인 5%대 배당수익률이 지속될 것으로 기대되는 점도 중장기 관점에서 투자매력 유효하다는 판단

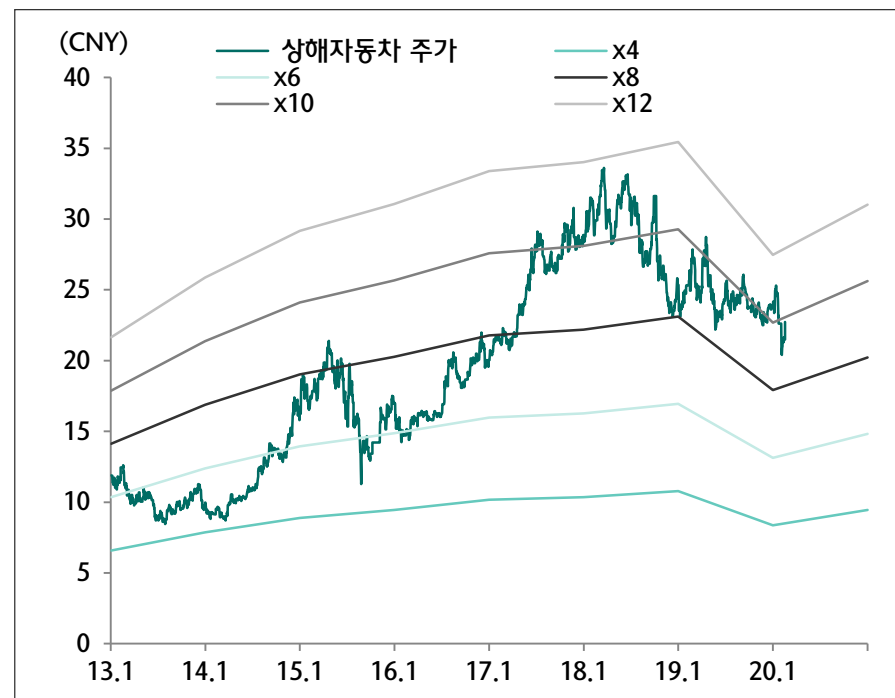
실적 주요 지표

(단위: 백만 CNY)

	2017	2018	2019F	2020F
매출	870,639	902,194	817,525	865,208
영업이익	23,426	20,715	40,036	45,977
순이익	34,410	36,009	27,918	31,437
EPS(CNY)	3.0	3.1	2.4	2.7
EPS(YOY, %)	1.9	4.2	(22.5)	12.9
ROE(%)	16.5	15.7	11.5	12.0
PER(배)	10.8	8.7	9.5	8.4
PBR(배)	1.7	1.3	1.1	1.0
배당률(%)	5.7	4.7	5.0	5.3

자료: Bloomberg, 하나금융투자

12M FWD PER

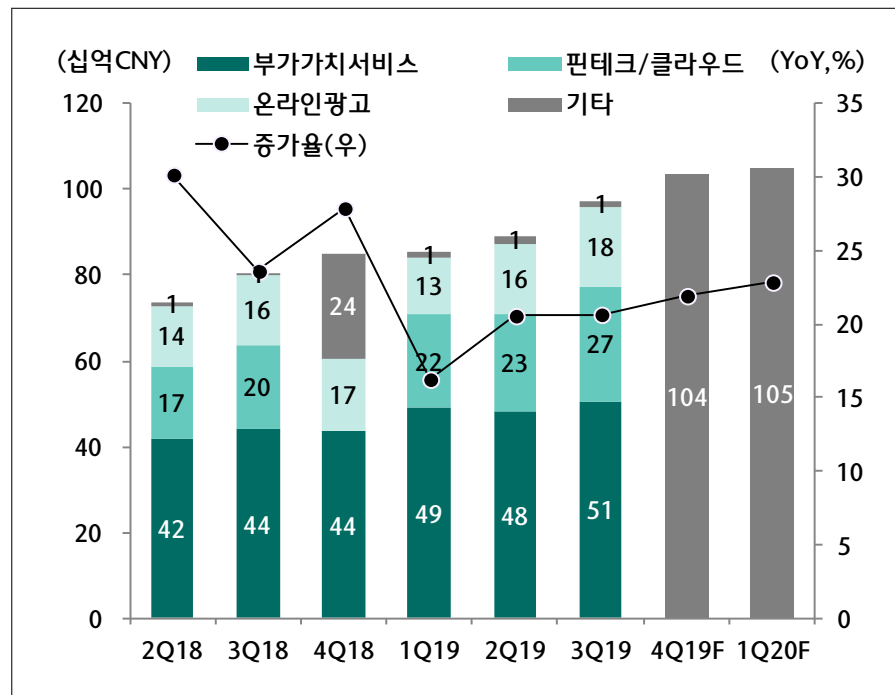


자료: Bloomberg, 하나금융투자

[추천 종목] 텐센트(0700.HK) : 광고 부진, 게임 매출 이연으로 컨센서스 소폭 하회

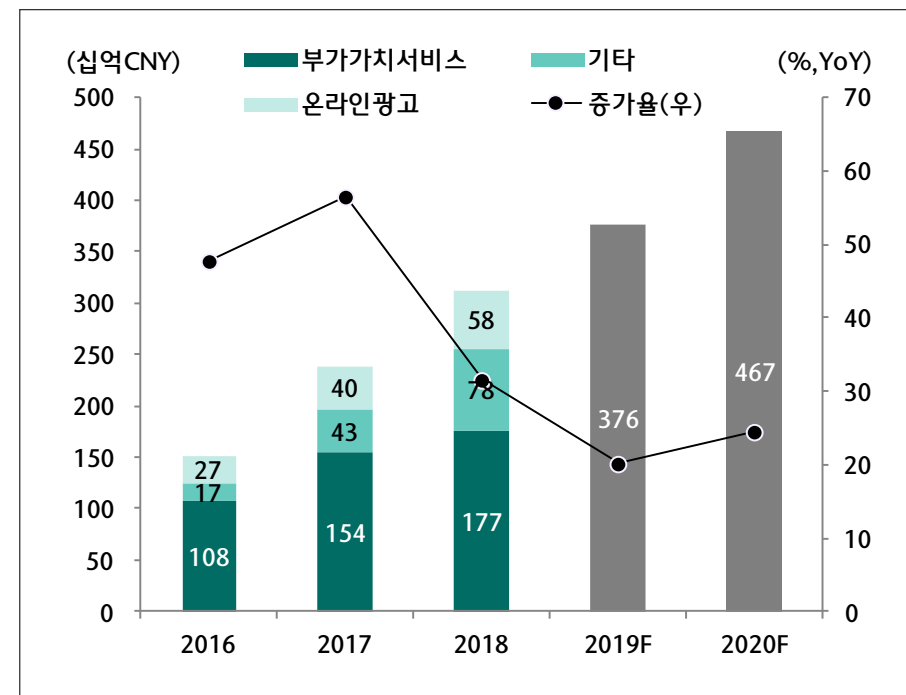
- 광고 성장을 둔화, 게임 매출 인식 이연(화평정영)에 기인해 3Q19 매출액(972억위안)은 컨센서스를 2% 하회
- 광고 매출(19%) YoY 13% 성장, 1Q(25%), 2Q(16%) 대비 둔화. 특히 미디어 광고(YoY -28%) 정부 콘텐츠 규제로 크게 둔화
- 모바일게임 매출(25%)은 라인업 강화로 YoY 25%, QoQ 10%의 양호한 성장 시현 (게임매출 1Q/2Q/3Q -1%/+8%/+11%)
- 유료가입자수는 텐센트비디오 YoY 22%, 텐센트뮤직 YoY 42% 고성장, SNS 매출 YoY 21%, QoQ 6%의 견조한 성장 시현

분기별 매출액 & 성장 추이



자료: 텐센트, Bloomberg, 하나금융투자

연간 매출액 & 성장 추이

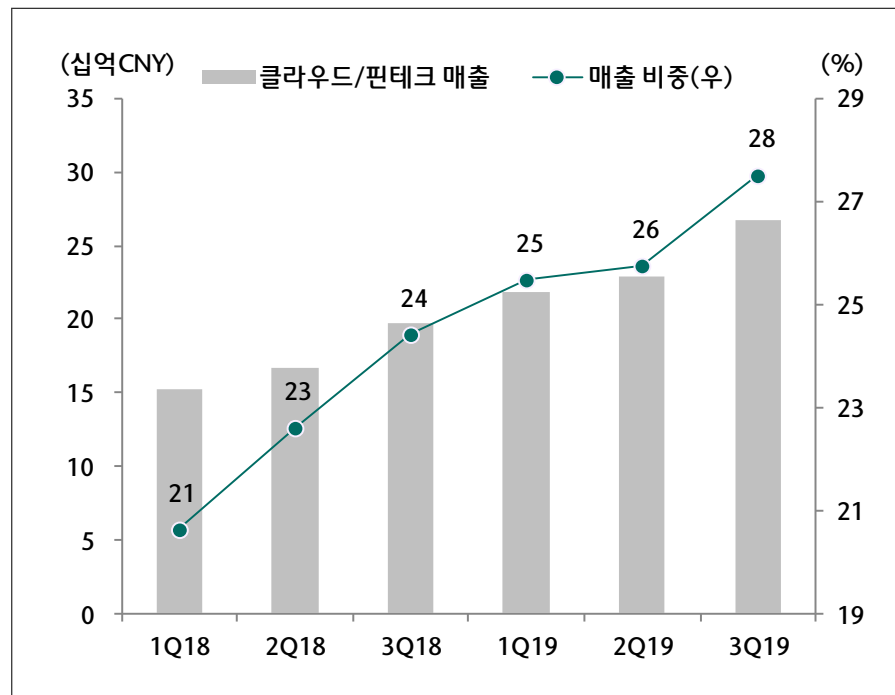


자료: 텐센트, Bloomberg, 하나금융투자

[추천 종목] 텐센트(0700.HK) : 급성장하는 클라우드 시장의 메인 플레이어 기대

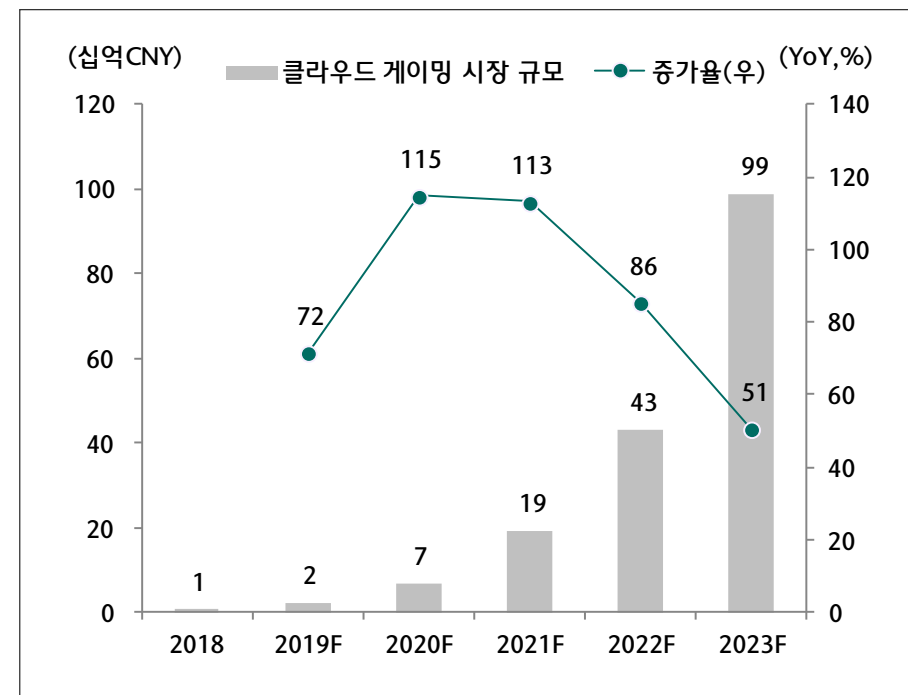
- 최근 클라우드 컴퓨팅 분야에 적극적으로 투자함에 따라 게임/SNS 중심 사업구조 탈피 중
- 3Q19 클라우드 매출 YoY 80% 고성장에 따라 클라우드/핀테크 부문 매출 비중 28%로 1Q18 대비 7%p 빠르게 상승
- 2019년 11월 중국 5G를 상용화, 텐센트의 클라우드 게이밍 서비스 "START" 출시로 중국 클라우드 게이밍 성장 본격화 전망
- 클라우드 게이밍 영역에서 엔비디아와 협력 관계 체결, 중국 클라우드 게이밍 이용자수 2023년까지 6배 증가 전망

클라우드/핀테크 분기 매출 & 비중 추이



자료: 텐센트, Bloomberg, 하나금융투자

중국 클라우드 게이밍 시장 2023년까지 6배 증가 전망



주: 시장 전망치는 iiMedia Research 추정치

자료: iiMedia Research, 하나금융투자

[추천 종목] 텐센트(0700.HK) : 2020년 모바일게임이 견인할 양호한 주가흐름 기대

- 현재 2020년 12M FWD PER 30.3배에서 거래 중, 2018년 고점 시 PER 60배 수준이었던 점 감안 시 밸류에이션 매력적
- 주가는 2015~2019년 5년 동안 334% 상승(+67% CAGR), 2019년에는 20%, 2020년 YTD로는 11% 상승
- 1)화평정영, LoL모바일, 콜오브듀티 모바일, DnF모바일 수익화로 2020년 모바일게임 고성장 전망, 2)광고실적 전년비 회복 가능성, 3)핀테크/클라우드 높은 탑라인 성장 기대, 4)밸류에이션 매력에 기인한 양호한 주가흐름 기대

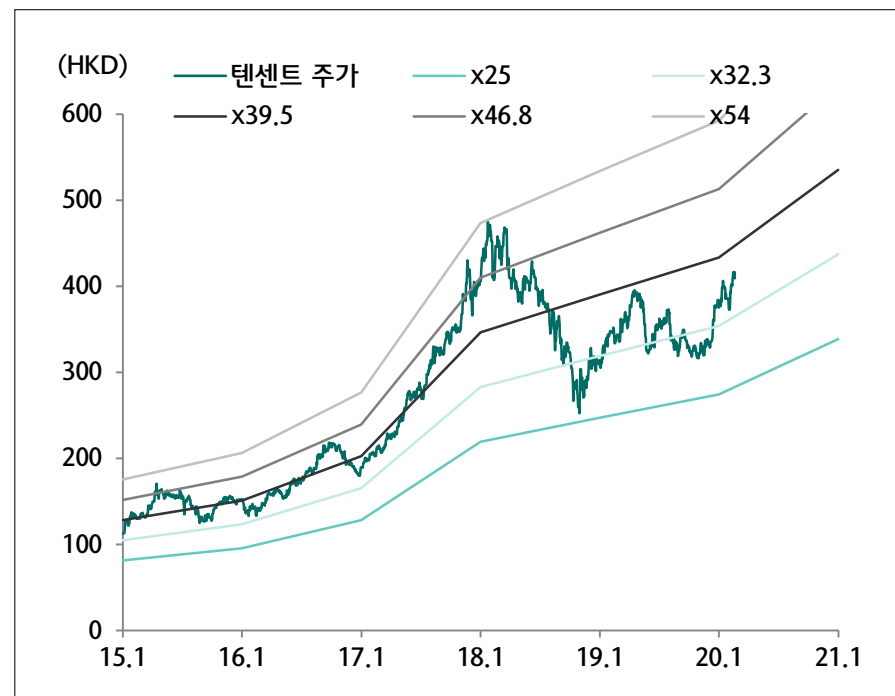
실적 주요 지표

(단위: 백만 CNY)

	2017	2018	2019F	2020F
매출	237,760	312,694	375,427	466,207
영업이익	84,649	92,393	117,322	136,951
순이익	71,510	78,719	94,485	116,417
EPS(CNY)	6.9	8.1	9.9	12.2
EPS(YOY, %)	42.9	17.0	21.9	23.5
ROE(%)	33.2	27.2	24.7	23.4
PER(배)	44.5	33.1	37.4	30.3
PBR(배)	12.5	8.1	8.3	6.7
배당률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3

자료: 텐센트, Bloomberg 시장 전망치, 하나금융투자

12M FWD PER

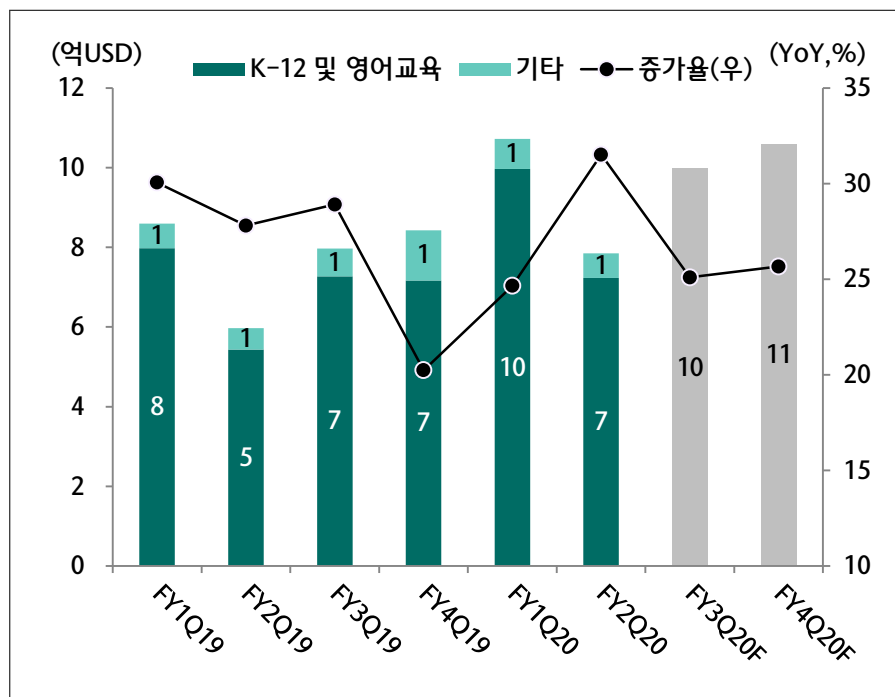


자료: 텐센트, Bloomberg 시장 전망치, 하나금융투자

[추천 종목] 신동방(EDU.US) : 신규 학생 수 증가로 FY2Q20 실적 가이던스 상회

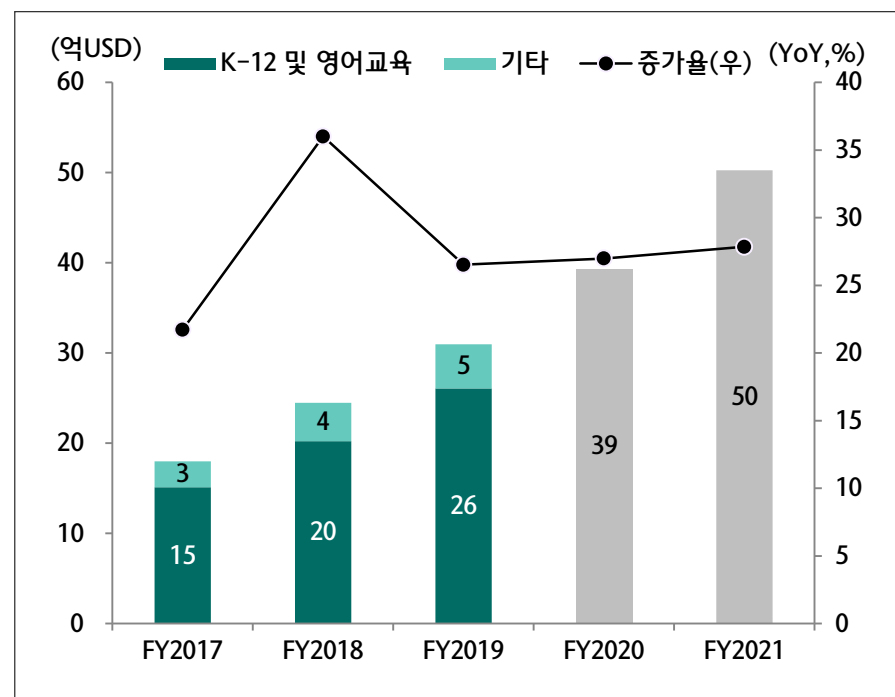
- FY2Q20(2019년 9월~11월) 매출액은 7.9억달러(YoY +32%)로 가이던스 상회, 순이익(5,340만달러)도 컨센서스 크게 상회
- 어닝 서프라이즈는 중소형도시 진출 가속화에 따른 신규 학생 유입(379만명 YoY +63%)에 기인
- 핵심사업 부문인 K-12 매출은 YoY 46% 성장, 그 중 U-Can/POP Kids 매출 모두 YoY 43%/YoY 51% 고성장
- FY3Q20 매출 가이던스는 9.8억~10.1억달러(YoY +23~26%)로 시장 예상치에 부합하는 수준

분기별 매출액 & 성장 추이



주: 전망치는 Bloomberg 시장 평균 예상치
자료: 신동방, Bloomberg, 하나금융투자

연간 매출액 & 성장 추이

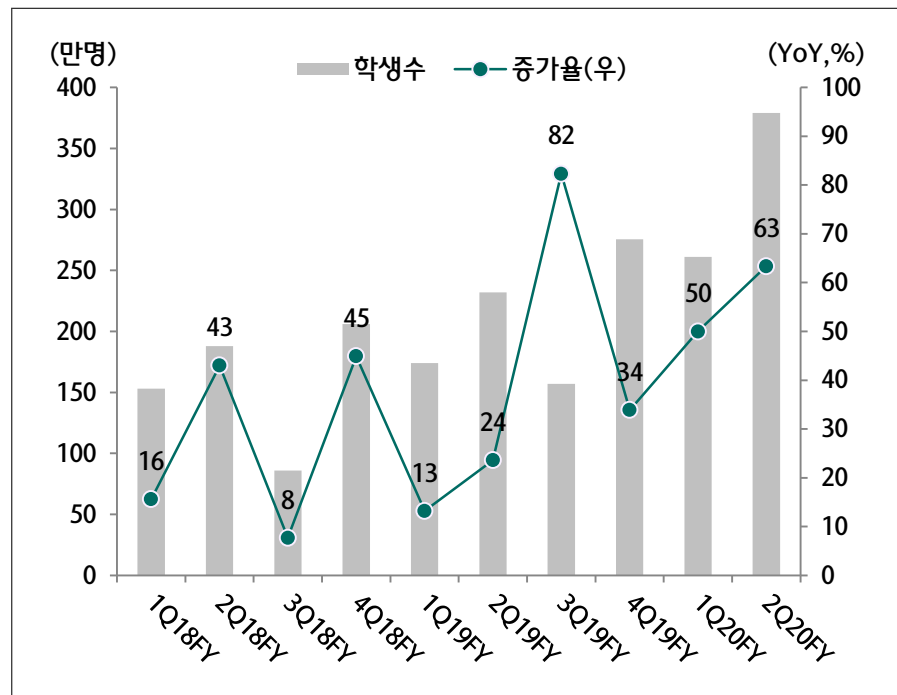


주: 전망치는 Bloomberg 시장 평균 예상치
자료: 신동방, Bloomberg, 하나금융투자

[추천 종목] 신동방(EDU.US) : 견조한 사교육 수요로 학생/학원수 성장세 지속

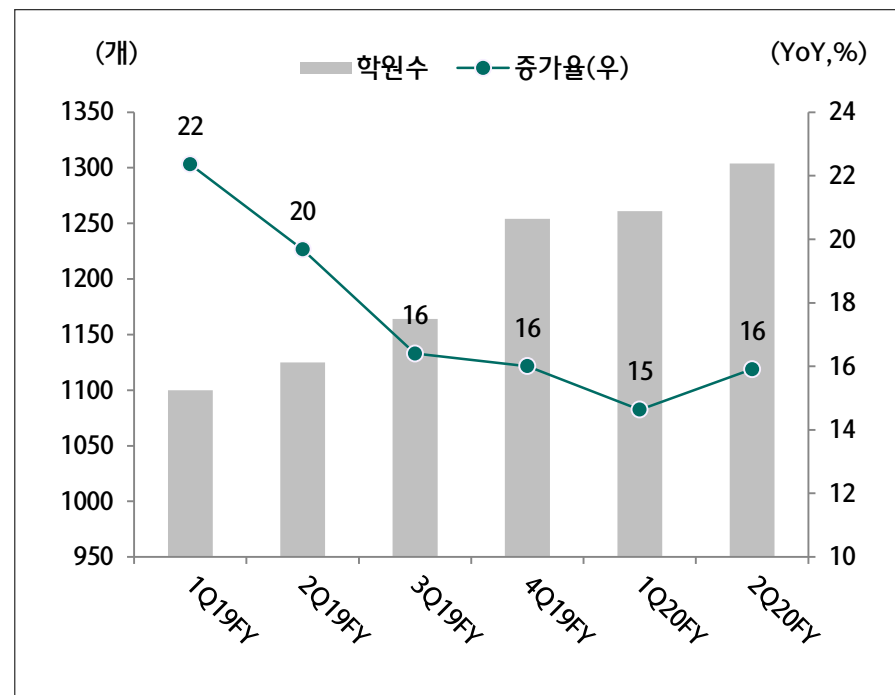
- FY2Q20 기준 학생 수는 379만명으로 최근 3개 분기 연속 YoY 34%/50%/63% 고성장
- 최근 10년 간 중국의 1인 평균 교육비 지출액과 유학생 수는 2배/4배씩 고성장했으며 중국 사교육 수요는 여전히 견조
- 특히 지역 간 교육 인프라 차이가 큰 편으로 K-12(중고등학생 대상 방과후 수업) 시장 잠재력 크다는 판단
- K-12 시장은 향후 3년 간 CAGR 13%대 성장이 예상되며 신동방 학생/학원수도 견조한 성장세 기록 전망

신동방 학생수 및 증가율 추이



자료: 신동방, 하나금융투자

신동방 학원수 및 증가율 추이



자료: 신동방, 하나금융투자

[추천 종목] 신동방(EDU.US) : 높은 이익성장 통한 밸류에이션 매력 상승 기대

- 신동방 주가는 FY2020년 예상 PER 38.2배에서 거래 중으로 역사적 밴드 중단 수준
- 주가는 2015~2019년 5년 동안 494% 상승(+99% CAGR), 2019년에는 119%, 2020년 YTD로는 11.2% 상승
- 중국 최대 교육 기업으로 이익성장(FY2020 순익 YoY +147% 예상) 본격화에 따라 밸류에이션 매력 상승 예상

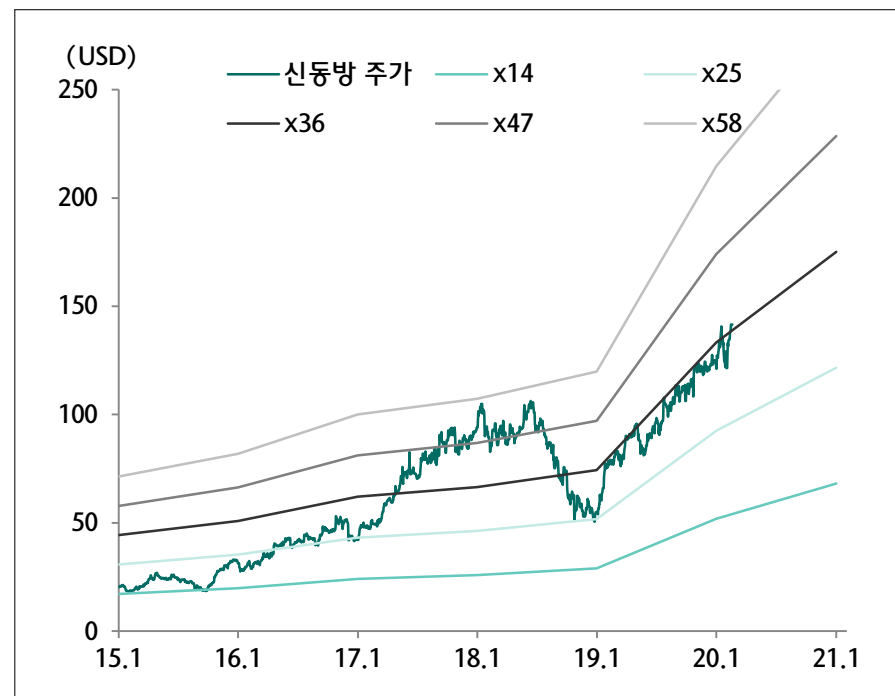
실적 주요 지표

(단위: 백만 CNY)

	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
매출	2,447	3,096	3,932	5,027
영업이익	263	306	550	780
순이익	296	238	589	785
EPS(USD)	1.9	2.1	3.7	4.9
EPS(YOY, %)	7.5	14.5	73.2	31.4
ROE(%)	16.1	10.9	19.8	20.6
PER(배)	53.8	41.4	38.2	29.1
PBR(배)	7.9	5.7	7.7	6.1
배당률(%)	0.0	0.0	0.1	0.2

자료: 신동방, Bloomberg 시장 전망치, 하나금융투자

12M FWD PER



자료: 신동방, Bloomberg 시장 전망치, 하나금융투자