2022년 7월 1일

중국주식 Analyst 강효주
02-6114-1688 hj_kang@kbfg.com
연구원 김승민
02-6114-2943 seungmin_kim@kbfg.com

더 많은 리포트 보기

KB China Focus

2차전지 소재 업황 및 기업 업데이트

2차전지 소재 선호도 변화, 이제는 음극재가 전해질보다 낫다

최근 중국의 2차전지 소재 업황에 변화가 나타나고 있다. 지난 2월 <2/22, 2차전지 소재 업황 및 기업 업데이트, 강효주> 자료에서 KB증권은 중국 2차전지 소재 선호도를 전해액/전해질 > 음극재 > 분리막 > 양극재 순으로 제시한 바 있으나, 최근의 업황 변화에 따르면 하반기 선호도는 음극재가 전해액/전해질 대비 우선되어야 한다고 판단한다. 이번 자료에서는 업황 변화가 가장 명확히 관찰되는 음극재와 전해질 시장 현황을 업데이트 해보고자 한다.

음극재, 하반기 이익률 개선 흐름 본격화 기대, 최선호주 푸타이라이신에너지 (603659 CH)

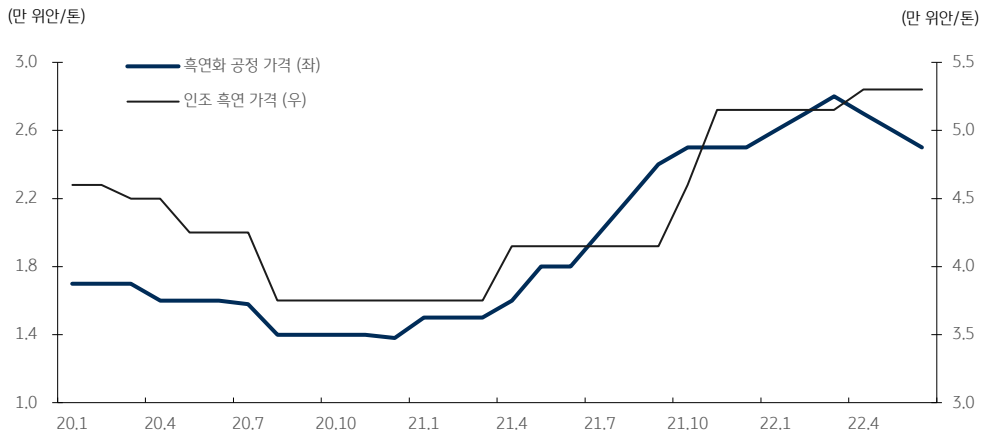
하반기 음극재 기업들의 마진 개선이 기대된다. 지난해 이익률 둔화를 야기했던 '흑연화 공정 가격'이 완만하게 하락할 것으로 예상되기 때문이다. 흑연화 공정은 음극재 (인조 흑연 기준) 제조 비용의 약 50% 이상을 차지하는데, 지난해 전력난으로 흑연화 공정 가동률이 급락해 공급이 부족했다. 이 때문에 흑연화 공정 가격은 2021년 초 톤당 1.4만 위안에서 2022년 초 2.8만 위안까지 2배 이상 상승한 반면, 점유율 경쟁으로 판가에 제조 비용을 모두 전가하지 못한 탓에 음극재 가격 상승폭은 약 30% (중가 제품 기준)에 그쳤다.

가파르게 올랐던 흑연화 공정 가격은 하반기부터 완만하게 하락할 것으로 기대된다. 1) 지난해와 달리 석탄 생산량 확대 및 충분한 강수량으로 전력난 발생 가능성이 낮아진데다 (높은 가동률 유지 가능), 2) 기업들의 흑연화 공장 증설이 가파르게 진행되고 있다 (하반기 매월 1.5만톤 신규 출회 예정). 게다가 3) 대형 음극재 기업들이 흑연화 공정 자립률을 높이면서, 그동안 가격 결정권이 높았던 외주 공정 수요가 줄어들 것으로 예상된다. 실제로 흑연화 공정은 2023년부터 완전한 공급 과잉 시장으로 넘어갈 전망이다 (수요 111.3만톤 vs. 공급 122.5만톤, 가동률 80% 가정).

즉, 하반기부터 흑연화 공정 가격 하락 → 제조 비용 하락 → 마진 개선의 흐름이 나타나면서 음극재 기업들의 실적 개선이 기대된다. 음극재 기업 중에서도 최선호주는 흑연화 공정 자립률이 높은 푸타이라이신에너지 (603659 CH)를 유지한다. 흑연화 공정의 외주 가격은 2021년 기준 톤당 약 2.0만 위안으로 자체 비용 (0.7만 위안/톤) 대비 약 3배 이상 비싸다. 외주 가격이 완만하게 하락한다 해도, 자체 제조 비용 수준만큼 떨어지기는 어렵다는 점에서 자립률이 높은 기업의 이익률 개선 속도가 계속해서 빠를 전망이다. 낮은 제조 단가로 판가 역시 경쟁사 대비 낮게 유지할 수 있다는 점에서 점유율 확대 측면에서도 유리하다.

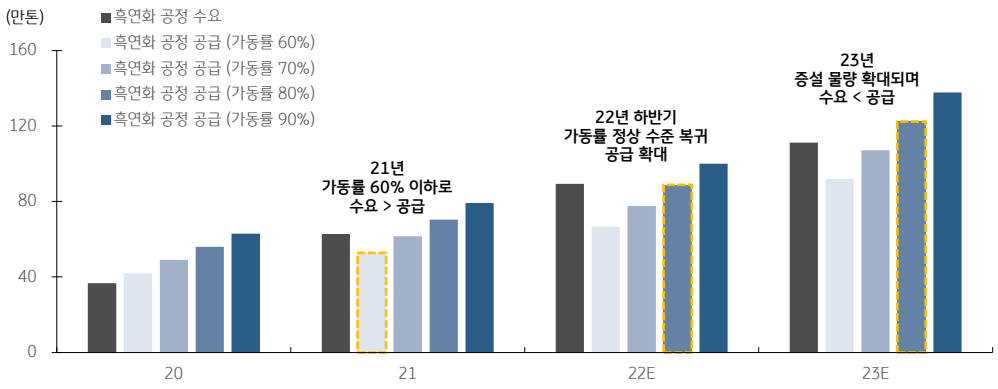
푸타이라이신에너지는 시장점유율 1위 BTR (835185 CH, 북경거래소 상장으로 한국투자자 매매 불가)이 천연 흑연을 위주로 성장해왔던 것과 다르게 인조 흑연을 위주로 성장해 시장에서 가장 높은 흑연화 공정 자립률을 완성했다. 기업의 증설 목표에 따르면 2021년 흑연화 자립률 약 69.2%에서 2022년 80%, 2023년 88% 수준까지 높아질 것으로 예상된다. 흑연화 공정 자립률이 10% 증가할 때마다 이익률이 약 4%p 개선된다는 점을 감안하면 푸타이라이신에너지는 경쟁사 대비 높은 마진을 꾸준히 유지할 것으로 기대된다. 푸타이라이신에너지에 대한 긍정적 의견을 유지한다.

그림 1. 중국 흑연화 공정 및 인조 흑연 가격 추이, 인조 흑연 제조 비용에서 흑연화 공정이 차지하는 비중



자료: Wind, Bai info, KB증권

그림 2. 흑연화 공정 수요-공급 비교



자료: Wind, 주요 기업 공시, BNEF, GGII, KB증권 추정

표 1. 흑연화 공정 자립률에 따른 이익률 변화 추정

구분			21	22E	23E
인조 흑연 가격		(만 위안/톤)	4.42	5.00	5.30
인조 흑연 제조 비용		(만 위안/톤)	1.93	2.13	2.13
원재료비		(만 위안/톤)	1.15	1.35	1.35
인건비		(만 위안/톤)	0.15	0.15	0.15
제조비		(만 위안/톤)	0.60	0.60	0.60
흑연화 운송		(만 위안/톤)	0.03	0.03	0.03
흑연화 공정 가공비용	전체	(만 위안/톤)	1.39	1.43	1.06
흑연화 공정 가공단가	외주	(만 위안/톤)	1.97	2.50	2.00
	자체	(만 위안/톤)	0.66	0.64	0.60
흑연화 공정 가공비율	**외주**	**(%)**	**45.00**	**35.00**	**25.00**
	자체	**(%)**	**55.00**	**65.00**	**75.00**
톤당 이익		(만 위안)	1.10	1.44	2.11
톤당 이익률		**(%)**	**24.92**	**28.71**	**39.90**

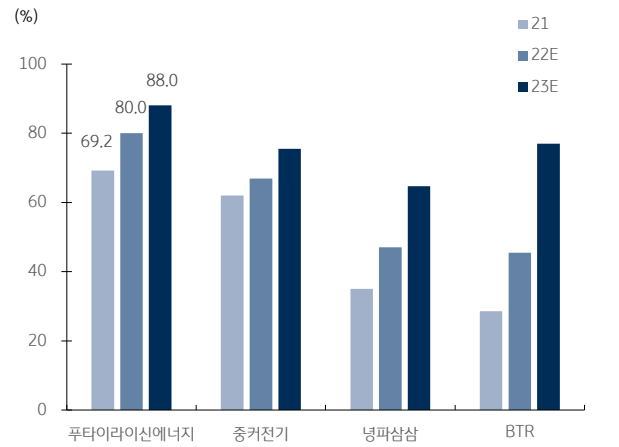
자료: Wind, 주요 기업 공시, GGII, KB증권 추정

표 2. 중국 음극재 기업의 흑연화 자립률 비교

기업명	구분	단위	21	22E	23E
푸타이라이	인조 흑연 Capa	(만톤)	13	15	25
	흑연화 공정 Capa	(만톤)	9.0	12.0	22.0
	흑연화 자립률	(%)	69.2	80.0	88.0
BTR	인조 흑연 Capa	(만톤)	7.0	11.0	13.0
	흑연화 공정 Capa	(만톤)	2.0	5.0	10.0
	흑연화 자립률	(%)	28.6	45.5	76.9
녕파삼삼	인조 흑연 Capa	(만톤)	12.0	20.0	30.0
	흑연화 공정 Capa	(만톤)	4.2	9.4	19.4
	흑연화 자립률	(%)	35.0	47.0	64.7
중커전기	인조 흑연 Capa	(만톤)	9.2	14.2	19.2
	흑연화 공정 Capa	(만톤)	5.7	9.5	14.5
	흑연화 자립률	(%)	62.0	66.9	75.5

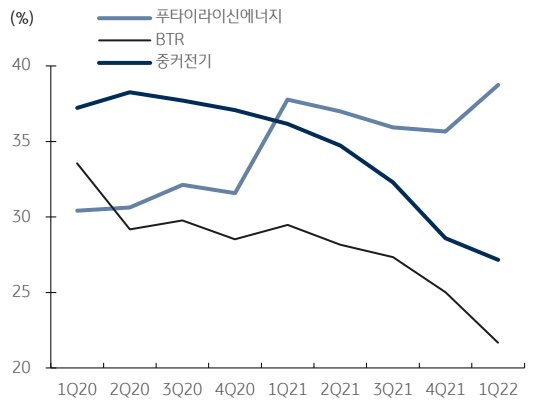
자료: Wind, 주요 기업 공시, Bai info, KB증권

그림 3. 주요 음극재 기업의 흑연화 공정 자립률



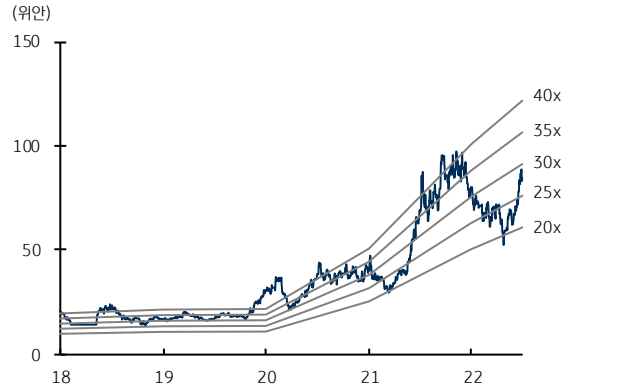
자료: Wind, 주요 기업 공시, Bai info, KB증권

그림 4. 중국 주요 음극재 기업의 이익률 변화 추이



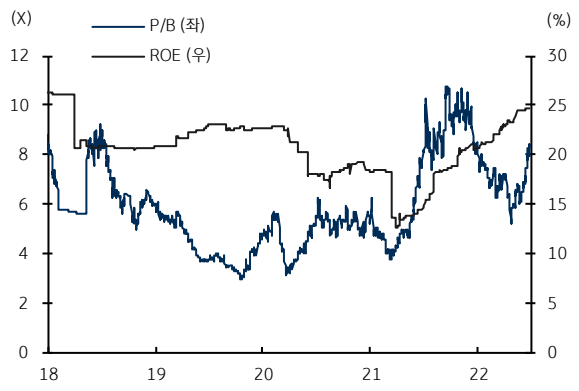
자료: Wind, KB증권

그림 5. 푸타이라이신에너지 12M Fwd P/E 추이



자료: Bloomberg Consensus, KB증권

그림 6. 푸타이라이신에너지 P/B vs. ROE 추이



자료: Bloomberg Consensus, KB증권
주: 12M Fwd 기준

LiPF6 가격 재반등 어려워, F전해질 성과나는 기업에만 선제적 접근. 천사첨단신소재 (002709 CH) 관심

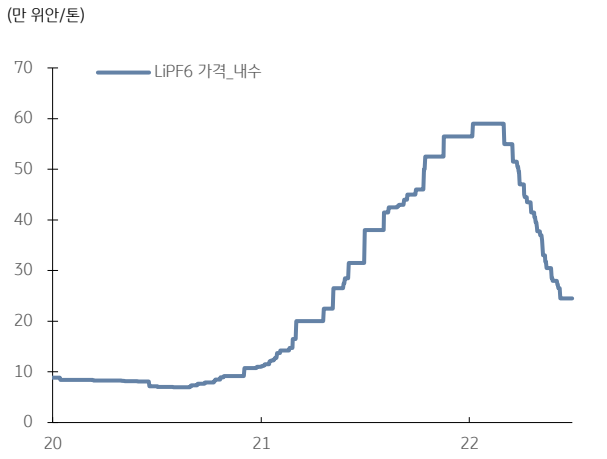
음극재와 달리 전해질 업황은 기업들에게 좋지 않은 방향으로 흘러가고 있다. 연초 LiPF6 (육불화 인산 리튬) 가격을 상반기 강세, 하반기 약세 전환으로 예상했으나, 상해 락다운으로 인한 수요 부족이 생기면서 가격 하락 시기가 당겨졌다. LiPF6 가격은 3월 고점 기록 이후 하락 전환해 3월 초 59.0만톤/위안에서 6월 30일 기준 24.5만톤/위안으로 반토막난 상황이다.

LiPF6 가격의 추세 반등 가능성은 다소 낮다고 판단된다. 연초 대비 기업들의 증설 계획 모두 상향 조정된 가운데, 해당 물량들이 2분기 말부터 순차적으로 출회될 예정이다. 기업별 양산 계획에 따르면 천사첨단신소재 (002709 CH)와 톈지가전 (002759 CH)이 6월 말에 각각 2만톤, 1만톤, 신싱경합금재료 (603978 CH)가 7월에 0.7만톤, 다불다화학 (002407 CH)이 하반기에 4만톤 양산을 계획하고 있다. 2022년 연말 기준 중국 주요 기업의 LiPF6 공급 물량은 총 18만톤 이상 (2021년 8.7만톤)으로 수요 약 11.3만톤 대비 공급 과잉으로 전환되겠다.

지난해 가격 상승을 통해 실적 고성장을 누려왔던 전해질 기업에게는 부정적일 수밖에 없다. 전해질 기업 중 1) 장기구매계약 체결이 많아 LiPF6 가격 급등락으로 인한 실적 영향이 적고, 2) F전해질 등 신규 성장 동력이 마련된 기업에 선제적으로 접근할 시점이다. 2월 자료에서 제시했던 전해질 관심종목 중 천사첨단신소재 (002709 CH)를 제외하고 나머지 기업들은 관심 종목 (다불다화학, 영태과기)에서 제외한다.

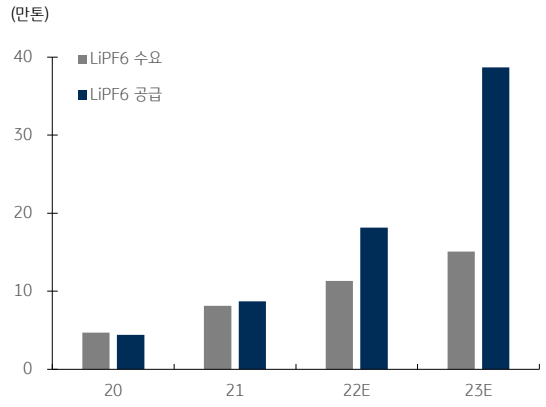
천사첨단신소재는 매출의 약 60% 이상이 CATL, LG에너지솔루션에서 창출되는데 해당 기업들과 2022년, 2023년까지 장기구매계약 체결이 맺어져 있다. 적어도 올해는 실적 고성장 추세에 문제가 없다. 신성장 동력으로는 인산철 전구체와 F전해질을 적극적으로 증설하고 있으며, 회사 목표에 따르면 올해 각각 15만톤, 1만톤의 Capa가 완성될 예정이다. 특히 F전해질의 매출총이익률은 약 60%대 수준으로 LiPF6 30%대 보다 높아 실적 기여도가 높아질수록 오히려 이익률 개선에 긍정적 효과가 기대된다. 인산철 전구체와 F전해질이 올해 목표대로 출고가 진행된다면 전체 이익에서 차지하는 비중은 2021년 한 자릿수에서 2022년 20% 이상으로 확대될 것으로 기대된다. 천사첨단신소재에 대한 긍정적 의견을 유지한다.

그림 7. LiPF6 가격 추이



자료: Wind, KB증권

그림 8. LiPF6 수요 – 공급 비교



자료: Wind, 각 기업 공시, BNEF, GGII, KB증권 추산

주: 표3에 근거, 공급은 중국 주요 기업 합산 수치로 가동률 100% 가정

표 3. LiPF6 수요 – 공급 비교

구분	기업명	기업코드	2020	2021	2022E	2023E
글로벌 수요			47,072	81,405	113,202	150,823
중국 공급 (주요 기업 합산)			44,160	87,220	181,720	386,720
	천사첨단신소재	002709 CH	12,000	32,000	80,000	164,700
	다불다화학	002407 CH	10,000	20,000	45,000	75,000
	텐지가전	002759 CH	-	8,160	18,160	48,160
	옌안비캉제약	002411 CH	5,000	6,400	6,400	6,400
	영태과기	002326 CH	2,000	2,000	8,000	30,300
	스다성화화학	603026 CH	2,000	2,000	2,000	40,000
	녕파삼삼	600884 CH	-	2,000	4,000	4,000
	Hitachi High-Technologies	비상장	8,160	8,160	8,160	8,160
	Sinochem Lantian	비상장	4,000	5,000	5,000	5,000
	Tianjin Niu	비상장	1000	1,500	5,000	5,000

자료: Wind, 각 기업 공시, BNEF, GGII, KB증권 추산

주: 중국 공급 (주요 기업 합산)은 가동률 100%를 가정한 값

표 4. 중국 주요 기업의 F전해질 증설 계획과 진행 상황 업데이트

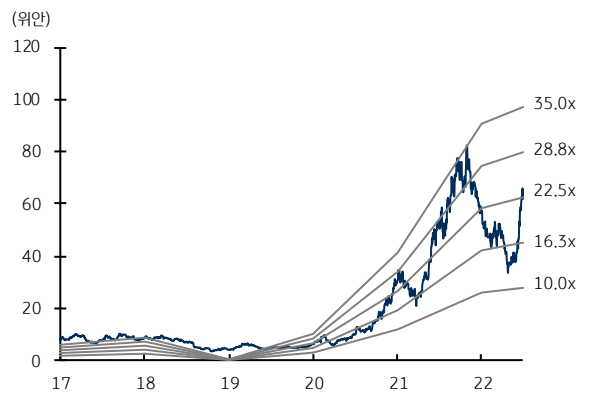
종목	코드	21	22E	23E	24E	25E	진도
천사첨단신소재	002709 CH	6,300	10,300	36,300	66,300	66,300	향후 3년간 6만톤 증설 계획으로 3Q22 이내 4,000톤 양산 계획 충분한 현금 보유해 계획대로 증설 진행 중
영태과기	002326 CH	900	22,900	44,900	67,900	67,900	향후 3년간 6.7만톤 증설 계획이나 증설 자금 모집이 원활하게 되지 않아 계획대로 진행되지 않고 있는 것으로 파악
다불다화학	002407 CH	1,600	11,600	21,600	31,600	41,600	2025년까지 4만톤 증설 계획 비공개자금모집으로 하반기 증설 자금 마련, 5월부터 착공 시작
신조방	300037 CH	500	1,400	2,400	2,400	2,400	2400만톤 증설 진행 중이며 그 중 800톤 1분기 시범 생산 중이나 가동률이 낮은 것으로 파악

자료: 각 기업 공시, 언론 종합, KB증권

주: 1) 공시를 통해 발표된 증설 계획 이후에는 전년도 수준이 그대로 유지된다고 가정

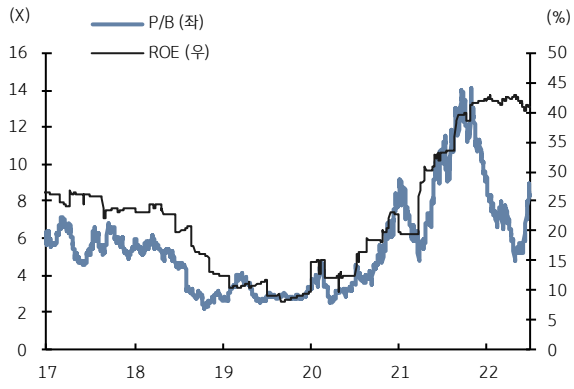
2) 장기 증설 계획의 경우 목표 년도까지 연평균 수치가 증설된다고 가정 (ex, 3년간 6만톤 증설의 경우 매년 2만톤씩 증설된다고 계산)

그림 9. 천사첨단신소재 12M Fwd P/E 추이



자료: Bloomberg Consensus, KB증권

그림 10. 천사첨단신소재 P/B vs. ROE 추이



자료: Bloomberg Consensus, KB증권

주: 12M Fwd 기준

표 5. 중국 2차전지 소재 재무지표 비교

	코드	기업명	시가총액	매출액 증가율 (% YoY)				EPS 증가율 (% YoY)				ROE	P/B	P/E	PEG
			(억 위안)	FY0	FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2	FY3	(%)	(배)	(배)	(배)
음극재	603659 CH	푸타이라이신에너지	1,173.9	70.4	63.4	44.7	28.2	133.0	92.2	41.9	20.7	24.7	8.0	27.7	0.5
	600884 CH	녕파삼삼	642.3	151.9	3.8	19.1	17.7	2,306.5	-33.3	25.1	18.9	15.6	2.8	18.7	-4.1
	300035 CH	중커전기	202.2	125.3	99.2	57.8	38.9	121.3	73.9	62.6	37.3	21.9	4.3	20.6	0.3
	835185 CH	BTR	-	135.7	94.3	36.0	30.9	175.0	59.0	42.8	32.6	24.8	13.0	-	-
전해액/전해질	002709 CH	천사첨단신소재	1,194.5	169.3	103.2	26.9	22.4	307.7	112.4	14.5	16.9	41.0	8.4	22.3	0.4
	300037 CH	신조방	390.2	134.8	41.5	18.0	19.0	146.5	60.6	18.4	25.5	22.7	4.3	16.4	0.5
	002407 CH	다불다화학	374.7	83.9	70.9	9.8	-5.3	2,333.2	14.1	-35.0	-24.1	-	-	29.0	-3.8
	002326 CH	영태과기	288.7	29.5	-	-	-	262.3	-	-	-	-	-	-	-
분리막	002812 CH	창신신소재	2,235.0	86.4	68.2	42.9	34.7	128.4	66.5	43.5	33.4	27.1	10.1	38.9	0.8
	300568 CH	싱위안소재	335.5	92.5	61.7	62.3	36.0	131.0	137.9	70.8	24.4	15.2	4.7	33.3	0.3
양극재	300769 CH	더팡나노	710.1	413.9	285.0	44.0	25.7	-	-	28.2	20.0	34.5	9.4	26.4	0.3
	300073 CH	당승재료기술	457.6	159.4	125.7	29.7	28.4	170.3	24.5	30.9	26.1	16.4	3.8	25.5	1.1

자료: Bloomberg Consensus, KB증권

주: 1) 2022년 6월 30일 기준 2) ROE, P/B, P/E는 12MF 기준, PEG는 3Y CAGR EPSG 기준

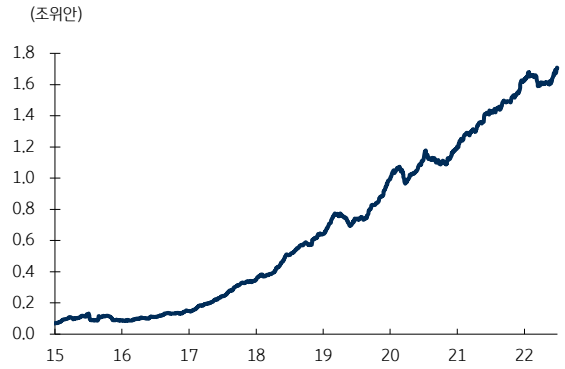
Chart Book

표 6. 중국 주요 지수 수익률 추이

	종가	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1M 추이
상해종합지수	3,398.6	1.1	2.4	6.7	4.0	(6.1)	(2.1)	
심천종합지수	2,224.2	1.4	2.8	10.8	4.0	(11.6)	(4.5)	
CSI300	4,485.0	1.4	3.2	9.6	5.4	(8.9)	(13.9)	
Star50	1,105.7	1.4	2.2	6.8	(0.6)	(19.6)	(20.6)	
ChiNext	3,085.4	1.3	2.0	14.6	1.8	(15.7)	(0.8)	
항셍지수	21,859.8	(0.6)	2.8	2.1	(1.7)	(5.4)	(19.7)	
홍콩H지수	7,666.9	(0.4)	2.7	3.4	0.8	(5.3)	(28.6)	
홍콩테크지수	4,870.3	(1.4)	4.6	8.6	5.4	(11.1)	(42.2)	

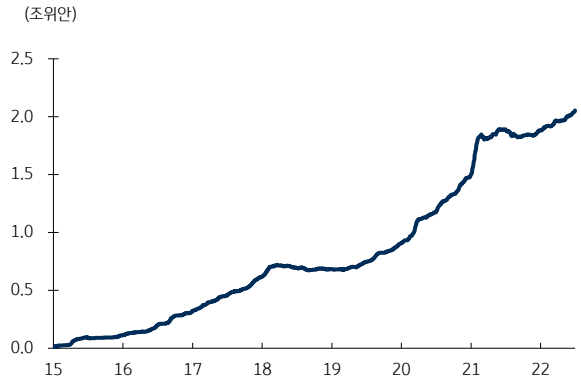
자료: Wind, KB증권 / 주: 2022년 6월 30일 기준

그림 11. 외국인 중국주식 (루구통) 누적 순매수 추이



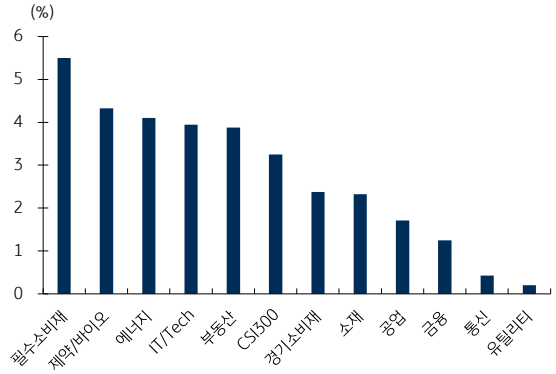
자료: Wind, KB증권

그림 12. 중국인 홍콩주식 (강구통) 누적 순매수 추이



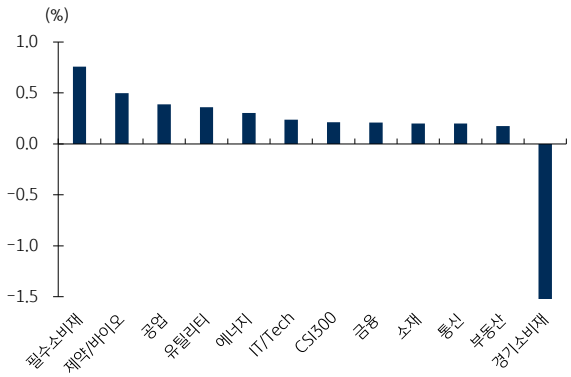
자료: Wind, KB증권

그림 13. 주간 중국증시 섹터별 등락률



자료: Wind, KB증권

그림 14. 주간 중국증시 섹터별 12개월 선행 EPS 변화율



자료: Wind Consensus, KB증권

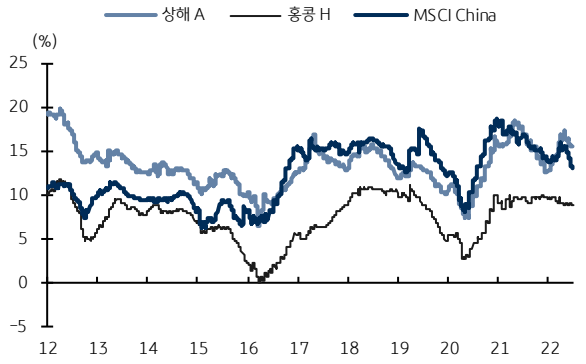
그림 15. 상해종합지수 12개월 선행 P/E 추이

자료: Bloomberg Consensus, KB증권

그림 16. 상해종합지수 12개월 선행 P/B 추이

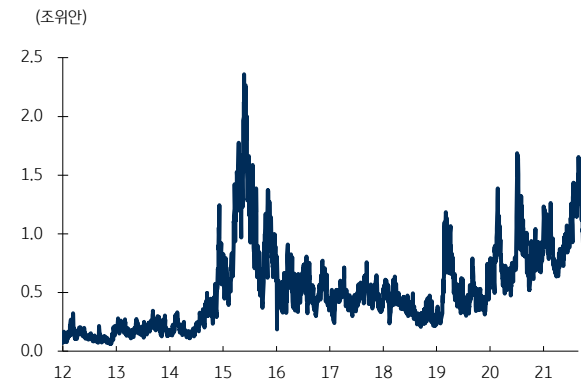
자료: Bloomberg Consensus, KB증권

그림 17. 중국 주요지수 EPS 증가율 추이



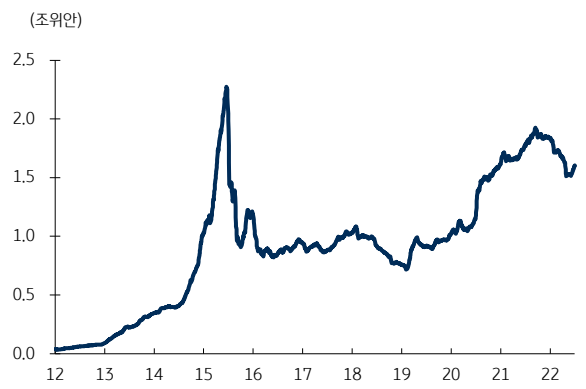
자료: REFINITIV Consensus, KB증권

그림 18. 중국증시 거래대금 추이



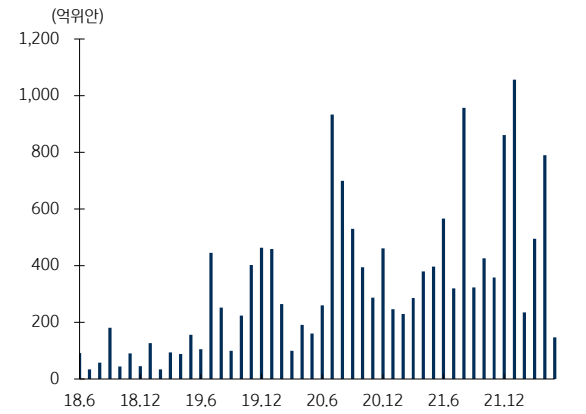
자료: Wind, KB증권

그림 19. 중국 증시 (상해/심천) 신용잔고 추이



자료: Wind, KB증권

그림 20. 중국 증시 (상해/심천) A주 IPO 규모 추이



자료: Wind, KB증권

표 7. 중국 7월 주요 경제지표 발표 일정

27 (월)	28 (화)	29 (수)	30 (목)	7/1 (금)
10:30 5월 공업기업이익			10:30 6월 국가통계국 제조업, 비제조업 PMI	홍콩 증시 휴장 (주권 반환일) 10:45 6월 차이신 제조업 PMI
4 (월)	**5 (화)**	**6 (수)**	**7 (목)**	**8 (금)**
	10:45 6월 차이신 서비스업 PMI		6월 외환보유고	10:30 6월 CPI, PPI (9일)
11 (월)	**12 (화)**	**13 (수)**	**14 (목)**	**15 (금)**
6월 사회융자총액 (9-15일) 6월 신규 위안화 대출 (9-15일) 6월 M1, M2 (9-15일)		6월 무역수지, 수출입		11:00 6월 실물지표 (소매판매, 산업생산, 고정자산투자)
18 (월)	**19 (화)**	**20 (수)**	**21 (목)**	**22 (금)**
25 (월)	**26 (화)**	**27 (수)**	**28 (목)**	**29 (금)**
정치국 회의 (마지막 주중)		10:30 6월 공업기업이익		10:30 6월 국가통계국 제조업, 비제조업 PMI (31일)

자료: Bloomberg, KB증권

주: 7/1 홍콩 증시 휴장으로 선강통, 후강통 거래 정지. 7/4부터 선강통, 후강통 거래 가능

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.