중국 기업의 재무건전성 현황 점검

경제연구실 최석원 책임연구원 sukwonchoi@woorifg.com

중국의 경기부진이 지속되고 있는 가운데 올해 4월에만 3개 기업의 부도가 연이어 발생하여 중국 기업의 신용리스크에 대한 우려가 부각되고 있다. 중국 상장기업의 건전성 지표는 고정자산 투자와 관련된 업종을 중심으로 재무구조 악화가 진행 중이며, 부채상환능력 역시 저하되고 있는 것으로 나타났다. 산업재, 소재 및 부동산개발 업종은 부채비율도 높고 영업활동을 통해 이자비용도 충당하지 못하는 기업 비중이 높아 추가적 부도가 발생할 가능성이 높은 것으로 보인다. 한편, 국유기업인 바오딩티엔웨이의 부도는 국유기업이라도 재무건전성이 떨어지고 과잉공급 산업에 속해 있는 경우에는 부실기업 정리의 대상이 될 수 있음을 시사한다. 이에 따라 국내은행이 중국 현지에서 기업대출 취급 시, 과잉생산 업종에 속하고 재무건전성 악화가 진행되고 있는 업종에 대해서는 국유기업 여부와 관계없이 정량적 분석에 근거한 보수적인 시각으로 접근할 필요가 있다.

■ 최근 중국에서 민간기업 및 국유기업의 부도가 연이어 발생하면서 중국 기업의 신용 리스크에 대한 우려가 부각

- 2015년 4월 들어 중국 3개 기업이 연이어 디폴트를 선언
  - 선전증시에 상장된 클라우드 라이브 테크놀러지는 3년 전 발행한 회사채 4억 위안 중 2억 4천만 위안을 상환하지 못해 4월 7일 디폴트를 선언
  - 홍콩증시에 상장된 부동산 개발업체 카이사그룹은 달러 발행 채권의 이자를 지급하지 못하면서 4월 20일자로 부도 처리
    * 카이사그룹은 3월에 2017~2018년 만기 채권에 대한 5,200만 달러 규모의 이자 상환을 못하면서 4월 20일까지 30일간의 유예 기간을 받았으나 결국 상환에 실패
    * 달러화 표시 채권 부채의 상환 실패로 부도난 최초의 중국 기업으로 기록
  - 또한 중국 최대 변압기 생산업체인 바오딩티엔웨이도 채권에 대한 이자비용 8,550만 위안을 지급하지 못해 4월 21일 부도
    * 바오딩티엔웨이는 중국 남방공업집단 계열사로 중국 국유기업 최초로 부도 처리
- 기업 부도가 연이어 발생하는 가운데 중국 경기 역시 둔화되고 있어 향후 중국 기업의 신용리스크에 대한 우려 제기
  - 중국의 소비 및 투자 증가율 등이 부진함에 따라 GDP 성장률 역시 둔화
    * 중국 소매판매 증가율 (YoY, %): 12.4('14.6) → 11.6('14.9) → 11.9('14.12) → 10.2('15.3)
    * 중국 고정자산투자 증가율 (YoY, %): 17.3('14.6) → 16.1('14.9) → 15.7('14.12) → 13.5('15.3)
    * 중국 GDP 성장률 (YoY, %): 7.5('14.2Q) → 7.3('14.3Q) → 7.3('14.4Q) → 7.0('15.1Q)

- S&P는 중국의 고정자산투자 부진으로 부동산 개발업체들의 수익성 악화됨에 따라 향후 추가적인 부도가 발생할 가능성을 제기[1)]

  * S&P는 중국 부동산 개발업체들의 매출 증가율 둔화 및 레버리지 확대가 향후 12개월간 신용 등급 결정에 부정적으로 작용할 것으로 전망

■ 중국 상장기업[2)]의 건전성 지표를 점검해보면, 고정자산 투자와 관련된 일부 업종을 중심으로 재무구조 악화가 진행 중이며 부채상환능력 역시 저하되고 있는 것으로 나타남

- 중국 기업들의 부채비율(= 부채/자기자본)은 2008년 금융위기 이후 상승추세가 지속되고 있음
  - 전체 비금융 상장사의 부채비율은 2014년(3분기 기준) 149.0%로 우려할만한 수준[3)]은 아니지만 금융위기 이후 수년에 걸쳐 지속적으로 상승한 점은 우려 요인

    * 전체 상장기업의 부채비율은 2008년 이후 35.3%p 상승
- 부동산개발업, 산업재, 소재 업종 등 고정자산투자와 밀접한 관련이 있는 업종의 재무구조가 악화된 상태인데다 추가적인 악화가 진행 중
  - 업종별로는 부동산개발업과 조선, 운송, 기계 산업 등이 포함된 산업재 업종의 부채비율이 200%를 상회하고 있으며 유틸리티(187.8%)와 소재(철강, 화학 등, 159.1%) 업종 등도 부채비율이 높게 형성
  - 부채비율이 높은 업종 중 유틸리티 업종은 2010년 이후 부채비율이 하락하며 재무구조가 개선되고 있는 것으로 보이나, 부동산개발, 산업재, 소재 업종은 부채비율이 상승하며 재무구조 악화

    * 부채비율이 높은 업종의 부채비율 추이

      부동산개발업: 236.7%(2011) → 248.7%(2012) → 300.4%(2013) → 316.1%(2014.3Q)

      산업재: 191.5%(2011) → 202.1%(2012) → 209.6%(2013) → 219.6%(2014.3Q)

      소재: 137.5%(2011) → 146.4%(2012) → 154.1%(2013) → 159.1%(2014.3Q)

      유틸리티: 250.3%(2011) → 230.1%(2012) → 206.6%(2013) → 187.8%(2014.3Q)

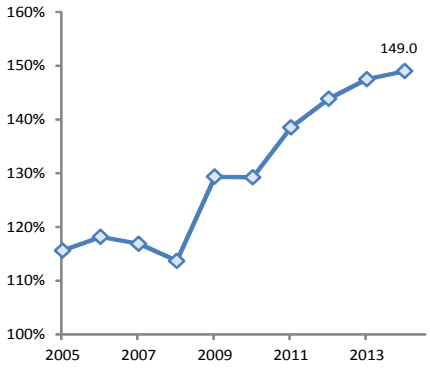
---

1) "S&P sees more defaults likely as Chinese developers 'deteriorate'"(South China Morning Post, 2015.4.17)

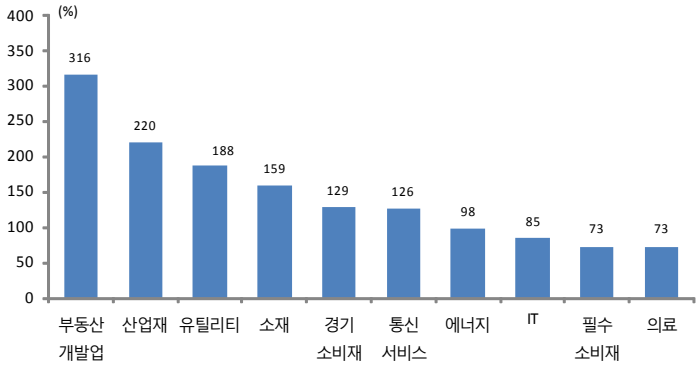
2) 분석대상 기업은 상해 및 선전 증시에 상장된 비금융 기업으로 2014년 3분기 기준 총 2,321개社. 주요 이슈가 되고 있는 부동산개발업체들은 일반산업분류(GICS)상 금융업종으로 분류되어 있기 때문에 금융업종 중 부동산개발업은 분석 대상에 포함

3) 업종별로 차이가 있으나 일반적으로 부채비율 200%를 재무구조 건전성 여부의 판단 기준으로 사용

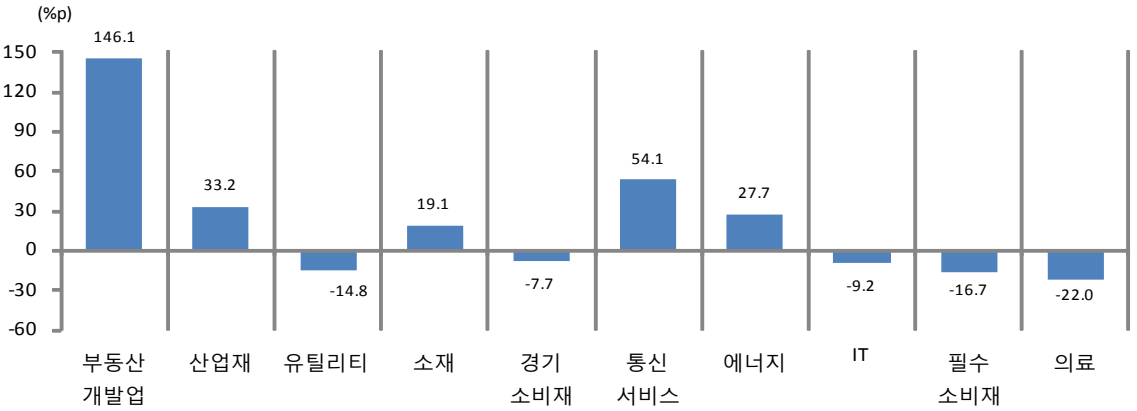
중국 상장기업의 부채비율 추이



주요 업종별 부채비율(2014.3Q 기준)



2010년 이후 업종별 부채비율 변화



주: 산업재는 조선, 건설, 운송 산업, 소재에는 철강, 화학 등이 포함되며 경기소비재에는 자동차, 유통업 등이 포함

자료: Quantiwise, FactSet, 우리금융경영연구소

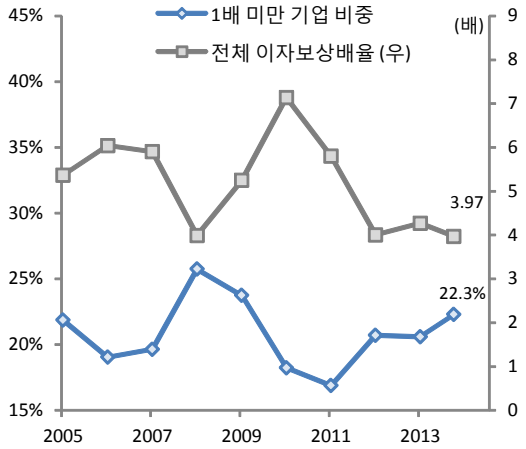
- 부채상환능력 측면에서 이자보상배율(= 영업이익/이자비용)을 살펴보면, 전체적으로는 양호하나 영업활동을 통해 창출한 이익으로 이자비용을 충당하지 못하는 기업의 비중은 높은 수준인 것으로 나타남
  - 전체 상장사의 이자보상배율은 2014년 3분기[4] 기준 3.97배로 양호해 보이지만, 2011년 이후 크게 악화되었고 금융위기 당시 저점(2008년 3.99배)보다 저조한 수준에 머무름
  - 이자보상배율 1배 미만 기업은 507개로 2012년 이후 지속적으로 증가해 분석대상 기업의 22.3%에 이르러 2010년 이후 가장 높은 수준

4) 분기별 영업이익의 변동성 및 계절성 등으로 인해 분기별 이자보상배율 수치가 부채상환능력을 왜곡할 수 있기 때문에 영업이익 및 이자비용의 최근 4개 분기 합을 이용해 계산 (이하 동일)

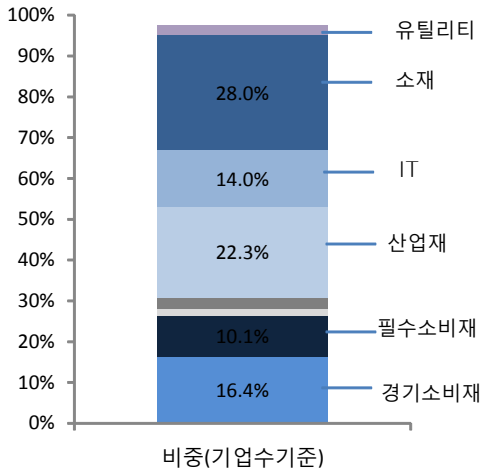
- 업종별로는 소재, 산업재, 경기소비재 업종의 비중이 높은 것으로 나타남

  * 이자보상배율 1배 미만 기업 중 50% 이상을 소재(28.0%) 및 산업재(22.3%)가 차지하며, 경기소비재(16.4%) 역시 높은 비중

전체 이자보상배율 및 1배 미만 기업 비중



이자보상배율 1배 미만 기업의 업종 구성



주: 업종별 비중은 2014년 3분기 기준
자료: Quantiwise, FactSet, 우리금융경영연구소

- 재무구조 및 부채상환능력을 모두 고려했을 때 산업재, 소재 및 부동산개발 업종에 속하는 기업에서 추가적 부도가 발생할 가능성이 높은 것으로 판단
  - 부채상환능력 저하가 추가적인 재무구조 악화를 가져오는 기업이 부실 가능성이 높다고 볼 때 산업재, 소재 업종에 해당 기업이 많은 것으로 나타남
  - ① 부채비율이 200%를 상회하고, ② 부채비율이 최근 상승세를 보이면서 ③ 이자보상배율이 1.0 이하인 기업을 부실 기업으로 정의할 경우, 전체기업의 6.0%에 해당하는 139개 기업이 이에 해당되며 소재, 산업재가 61.2%를 차지
  - 부동산개발 기업의 경우 전체 부실 기업에서 차지하는 비중(1.4%)은 낮지만, 부채비율 상승 속도가 매우 빠른데다 업종 내에서의 부실 기업 비중은 8.3%로 10개 업종 중 두 번째로 높은 수준

    * 업종내 부실기업 비중: 소재(11.5%), 부동산개발(8.3%), 필수소비재(7.7%), 에너지(6.8%), 경기소비재(5.9%), 산업재(5.4%), 유틸리티(2.7%), IT(2.2%), 의료(0.6%), 통신(0.0%)
- 단, 상장기업 중심의 분석으로 전체 중국기업의 재무건전성을 판단하기에는 일정부분 한계가 존재

■ **향후에는 국유기업이라도 재무건전성이 떨어지고 과잉공급 산업에 속할 경우에는 부실기업 정리의 대상이 될 가능성**

- 중국 국무원은 2013년 10월 과잉생산 업종에 대한 지도의견을 통해 생산 관리를 통한 공급과잉 해소 계획을 발표한 바 있음
  - 2012년 기준 산업 가동률이 70%대 초반으로 매우 저조한 철강, 시멘트, 알루미늄, 판유리, 태양광, 풍력, 조선, 신소재 등을 8대 과잉생산 업종으로 지정 (8개 업종 모두 소재와 산업재로 구성)
- 바오딩티엔웨이그룹이 국유기업 최초의 부도 사례가 된 점은 과잉 생산 업종에 포함되어 있는 경우에는 국유기업이라 하더라도 구조조정의 대상이 될 수 있음을 시사
  - 바오딩티엔웨이는 과잉생산 업종으로 지정된 태양광 산업에 무리한 투자를 한 후 2012년 이후 지속적으로 적자를 기록
- 리커창 총리도 3월 내외신 기자회견에서 개별 기업의 금융 위험을 시장원리에 따라 처리할 것임을 언급

■ **국내은행이 중국 현지에서 기업 대출 취급 시 과잉생산 업종에 속하고 재무건전성 악화가 진행되고 있는 업종에 대해서는 국유기업 여부와 관계없이 정량적 분석에 근거한 보수적인 시각으로 접근할 필요**