



Overweight (Maintain)

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

중국 라이신 Spot 가격 추이



중국 돈육가격 추이



- 당사는 11월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

음식료

중국 라이신 가격, 저점에서 72% 상승



라이신 산업의 수익성이 회복 국면에 진입하고 있는 것으로 판단된다. 중국 라이신 Spot 가격이 전저점에서 72% 상승하였고(Wind 기준, 전체적인 가격 밴드가 우상향 하고 있기 때문이다(균형가격 상승). 중국 양돈업자들의 수익성이 크게 개선되었기 때문에, 모든 수 회복 기대감이 커지고 있으며, 중국 배합사료와 라이신 수요가 고성장으로 회귀할 가능성이 높다. CJ제일제당, 대상에 대한 비중확대가 필요하다.

>>> 중국 라이신 Spot 가격 상승세 확대

Wind 기준 중국 라이신 Spot 가격이 상승세를 지속 확대하고 있다(10/18 7.86위안/kg에서 11/17 13.5위안/kg으로 전저점 대비 72% 상승, 하루 동안 14% 상승). 최근 라이신 Spot 가격 상승은, 과거 3년 동안의 시세 움직임 대비 굉장히 큰 폭으로 움직였으며, 라이신 수급도 점점 타이트해지고 있는 것으로 추산된다. 수요 측면에서는 돼지사육두수 감소세가 완화되면서, 라이신 침투율 상승 효과가 나타나고 있다. 또한, 공급 측면에서는 3년여간의 가격 하락으로, 몇몇 업체들이 퇴출되었고, 재무 상태의 어려움으로 중간중간에 가동률 관리에 어려움을 겪고 있는 업체도 나오고 있는 것으로 추산된다.

>>> 라이신 산업, 수익성 회복의 초입 국면

당사는 라이신 산업의 수익성이 회복 국면에 진입하고 있는 것으로 판단한다.

주요 원재료인 중국 옥수수 가격 하락 속에, 라이신 판가가 상승하면서 스프레드가 벌어지기 시작하였고, 라이신 Spot 가격 밴드가 고점과 저점을 높여가며 상승하고 있기 때문이다.

또한, 약 3년간의 수익성 악화로 Capa 증가가 제한적인 가운데, 중국 돼지사육두수 감소세가 일단락 되면서, 라이신 수요 증가율이 고성장으로 회귀하고 있는 것으로 추산된다. 중국 돼지사육두수 감소세에 가려져 있던, 중국 축산업 대형화, 사료사육 및 배합사료 생산 확대, 라이신 함량 비중 확대 효과가 다시 나타날 것으로 예상되기 때문이다(중국 축산업 현대화의 영향).

>>> CJ제일제당, 대상에 호재

라이신 가격 상승에 따라, CJ제일제당(목표주가 55만원), 대상(목표주가 4만원)에 대한 관심 확대가 필요하다. 향후 추가적인 Catalyst는 1) 중국 돈육가격 추가 상승, 2) 중국 모든 수 상승 반전이 될 것으로 판단된다. 또한, 중국 라이신 시장 회복은 글로벌 라이신 시장 회복에도 긍정적으로 작용하기 때문에, 공급과잉 기간을 견뎌낸 글로벌 라이신 생산 업체들의 전반적인 수익성 상승이 기대된다.

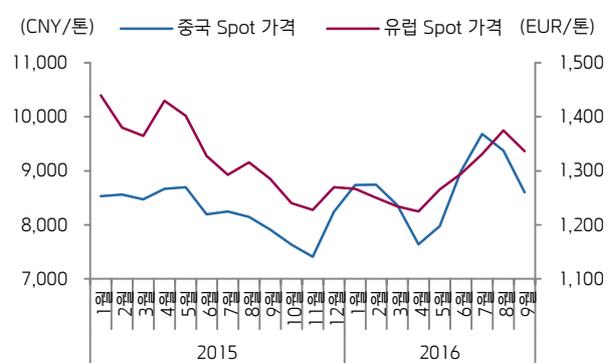
중국 라이신 Spot 가격 추이



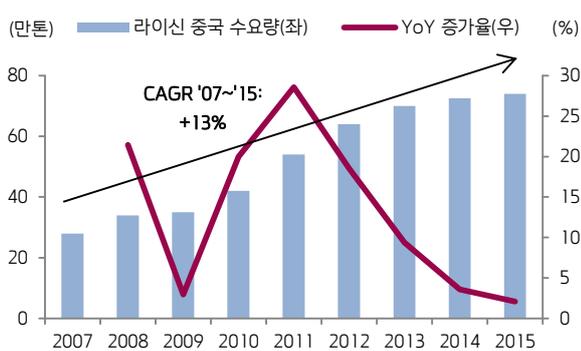
글로벌 라이신 평균가격 추이



라이신 Spot 가격: 중국과 유럽의 강한 동행성



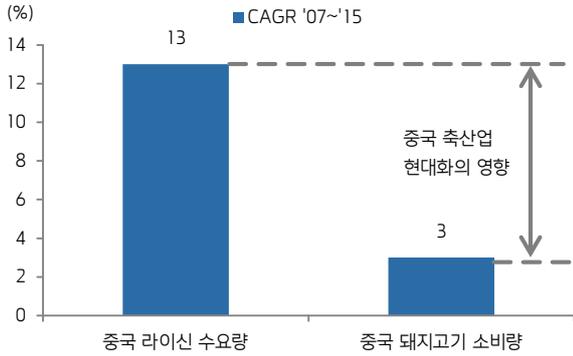
중국 라이신 수요량 추이



중국 돼지고기 소비량 추이



중국 라이신 수요량 vs 돼지고기 소비량 CAGR



자료: C제일제당, 중국사료공업협회, USDA, Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 라이신 제조업체 수는 감소 추세



자료: Feedtrade, 키움증권 리서치

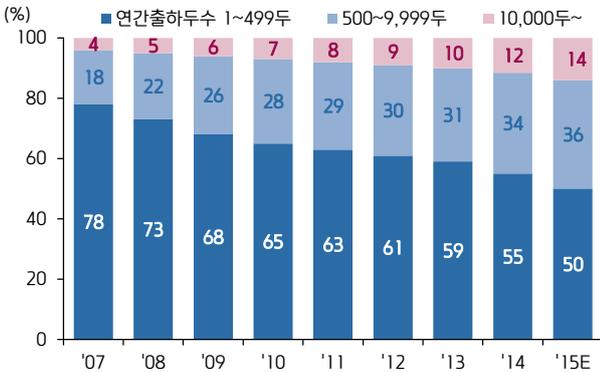
국가별 축산업 현대화 지표 비교: 중국 라이신 수요 성장 여력 높음 (단위: 백만톤, 백만두, %)

지역	2012년			2013년			2014년			3년 평균		
	미국	EU	중국									
라이신 수요량 (A) (천톤)	370	580	640	390	610	700	410	630	725	390	607	688
양돈사료 생산량 (B)	24	50	77	25	49	84	26	49	80	25	49	80
연평균 돼지사육두수 (C)	66	148	472	65	147	475	66	147	470	66	147	472
연간 돼지도축두수 (D)	113	253	698	112	251	720	107	253	735	111	252	718
(E) = (A) / (B) (%)	1.57	1.16	0.83	1.55	1.24	0.83	1.60	1.30	0.90	1.57	1.23	0.86
(F) = (B) / (C) (Kg/두)	356	338	163	384	336	177	387	330	171	376	335	170
(G) = (A) / (C) (Kg/두)	0.56	0.39	0.14	0.60	0.42	0.15	0.62	0.43	0.15	0.59	0.41	0.15
(H) = (D) / (C) (%)	171	170	148	171	171	151	161	172	156	168	171	152

자료: C제일제당, IFF, USDA, Eurostat, FEAC, 중국 국가통계국, 중국사료공업협회, 키움증권 리서치

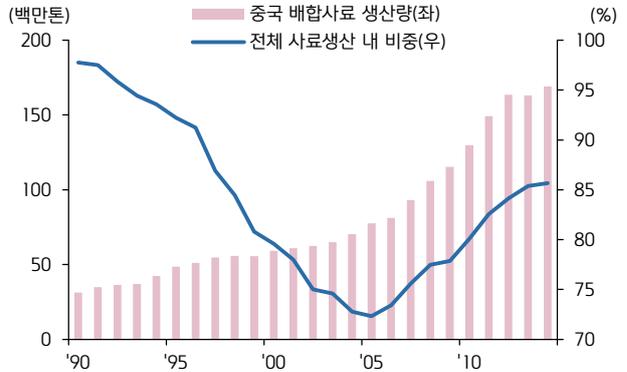
주: 1) 연평균 돼지사육두수는 "(연초 사육두수 + 연말 사육두수) / 2" 로 산출

중국 농가 규모별 돼지 출하두수 비중: 대형화 추세



자료: Bloomberg

배합사료 생산비중 ↗: 라이신이 배합사료 품질의 Key



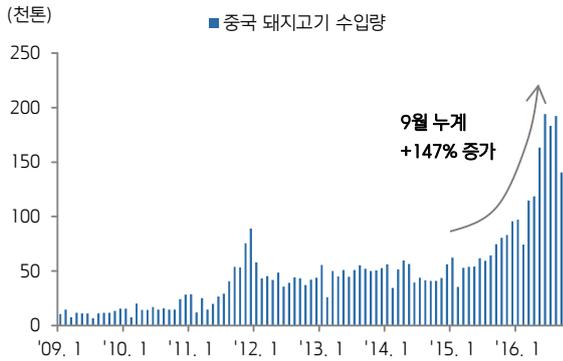
자료: Bloomberg

사료의 주요 유형

구분	의미
배합사료(Complete Feed)	<ul style="list-style-type: none"> 사양표준에 따라 영양분, 성장촉진제, 질병예방제 등이 적정한 비율로 배합 또는 가공된 사료 사료회사가 축산 농가에게 가장 높은 수준의 서비스를 제공하는 형태
농축사료(Concentrated Feed)	<ul style="list-style-type: none"> 가축의 성장 효율을 높이기 위한 단백질과 가용무질소물의 함량이 높음 곡물을 직접 조달하는 농가에서 부족한 영양분을 채우기 위해 필요한 사료로 이용됨
프리믹스사료(Premix Feed)	<ul style="list-style-type: none"> 비타민제, 미량광물질류(칼슘, 인)를 주원료로 하여, 보조사료와 부형제를 혼합하여 균질화한 것 곡물을 직접 조달하는 농가에서 미세한 성분을 채우기 위해 필요한 사료로 이용됨

자료: 키움증권 리서치

중국 돼지고기 수입량 증가세: 내수 공급 부족



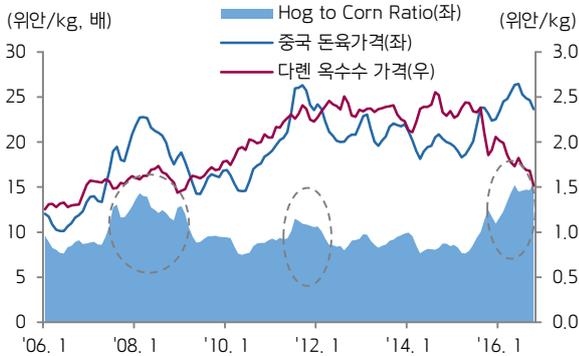
자료: Bloomberg

내수 공급 부족으로 중국 돈육가격 상승 추세



자료: Bloomberg

중국 Hog to Corn Ratio 추이: 양돈업자 수익성 ↗



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 다렌 곡물시세 추세: 대두박 ↗, 옥수수 ↘



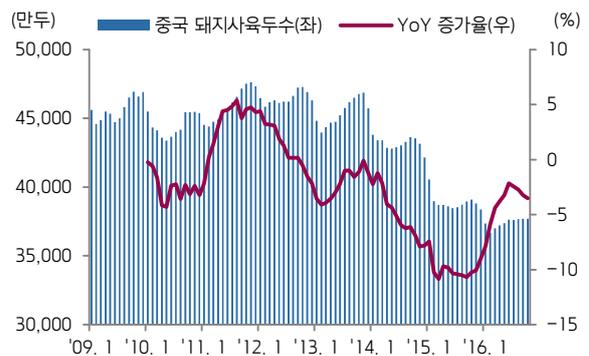
자료: Bloomberg

중국 모돈사육두수 감소 완화: 라이신 수요 회복 시그널



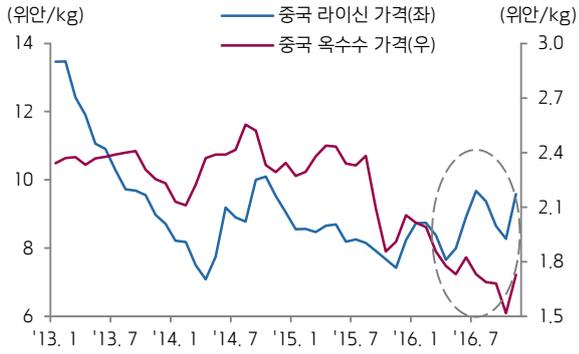
자료: CEIC

중국 돼지사육두수 감소 완화



자료: CEIC

라이신 산업 수익성 확대: 판가 ↗, 원가 ↘



자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 라이신 Spot 가격 밴드 상향 증: 균형가격 ↗



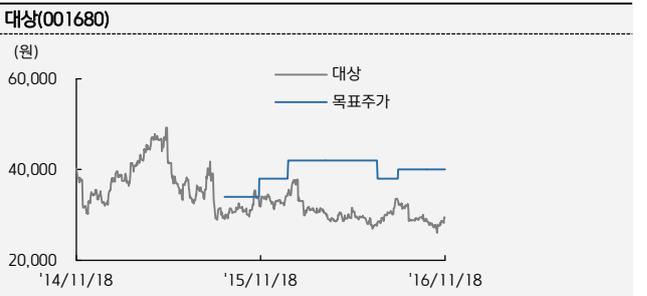
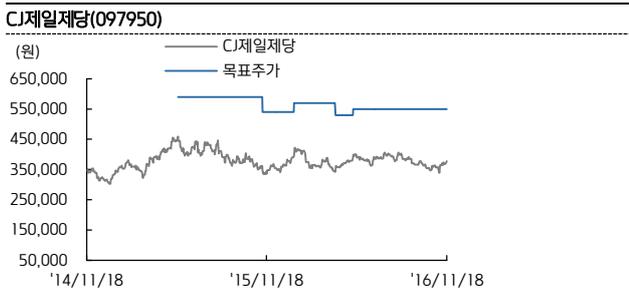
자료: Wind

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
CJ제일제당	2014/11/06	BUY(Maintain)	470,000원
담당자변경	2015/06/08	BUY(Reinitiate)	590,000원
담당자변경	2015/09/08	BUY(Reinitiate)	590,000원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	540,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	540,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	570,000원
	2016/01/13	BUY(Maintain)	570,000원
	2016/02/11	BUY(Maintain)	570,000원
	2016/04/05	BUY(Maintain)	530,000원
	2016/04/28	BUY(Maintain)	530,000원
	2016/05/11	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/06/28	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/08/08	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/09/19	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/10/04	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/11/03	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/11/16	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/11/18	BUY(Maintain)	550,000원

종목명	일자	투자 의견	목표주가
대상	2014/11/06	BUY (Upgrade)	59,000원
담당자변경	2015/09/08	Outperform (Reinitiate)	34,000원
	2015/11/16	Outperform (Maintain)	38,000원
	2016/01/12	BUY (Upgrade)	42,000원
	2016/07/07	BUY (Maintain)	38,000원
	2016/08/17	BUY (Maintain)	40,000원
	2016/10/04	BUY (Maintain)	40,000원
	2016/11/15	BUY (Maintain)	40,000원
	2016/11/18	BUY (Maintain)	40,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%