철강

비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
POSCO	매수	340,000원
현대제철	매수	51,000원

간과한 중국 철강의 긍정적 현실

간과한 중국 철강의 현실: 철강소비도 늘고 있다

중국의 조강생산량은 매년 증가하고 있으며 올해 8월까지의 생산량은 전년동기대비 7.7% 증가한 6.6억톤에 달한다. 한편 철강재 재고는 높은 수준이다. 열연은 255만톤으로 전년동기대비 15% 많은 수준이다. 이에 따라 중국의 철강재 재고 밀어내기 수출로 연말 국내 유입 가능성이 높다는 우려감이 제기되고 있다.

그러나 우리가 간과하고 있는 것은 중국 내 철강 소비량이 조강생산량과 함께 증가하고 있다는 것이다. 철강 소비량은 전년동기대비 9.6% 증가한 6.3억톤에 달한다. 4월 이후 수출량 감소는 달러 강세에 따른 가격 경쟁력 하락과 동시에 중국 내 소비량 증가가 함께 작용한 결과인 것이다. 결국 조강생산보다 빠르게 증가하고 있는 철강 소비량을 고려할 때, 동절기 감산 등 생산량이 소폭 조정된다면 재고 부담은 한층 완화될 것이며 더 이상의 우려요인으로 보기는 어렵다.

탕산시의 다소 이른 동절기 감산으로 낮아진 고로 가동률

중국 내 가장 많은 조강을 생산하는 도시인 탕산(唐山)시는 다소 이른 동절기 감산 계획을 발표했다. 9월 24~30일에는 고로 감산 50% 이상, 10월 1일~11월 14일에는 고로 감산 50%, 11월 15일~2020년 3월 15일까지는 오염물질 배출 단계에 따라 차등적인 감산 적용 계획을 발표했다. 10월 1일 이전의 정책 강도가 가장 강력하므로 동절기 감산보다는 국경절 행사를 위한 것이다.

이에 따라 고로 가동률의 하락에 대한 기대감은 높지 않았다. 그러나 9월 27일 기준 중국의 고로 가동률은 57.6%로 2012년 8월 이후 가장 낮은 가동률을 기록했다. 중국의 동절기 감산이 가장 강력하게 시행되었던 2017년 12월 61.9%보다 4.3%p 낮은 수준이다. 한편 탕산시의 9월 27일 기준 가동률은 43.5%로 2017년 12월 42.7%보다 0.8%p 높은 수준에 그쳤다.

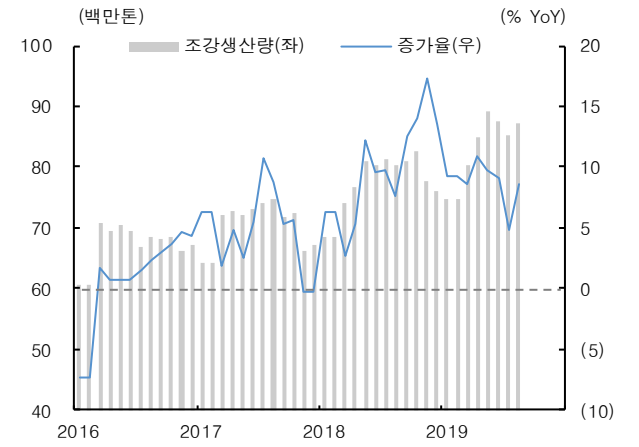
4분기, 마진 스프레드 확대는 물론 중국의 밀어내기 수출 부담 완화

올해 연초부터 높아진 철광석 가격의 영향으로 마진 스프레드 축소 방어 여부가 사실상 철강사 실적에 가장 중요한 요소였다. 그러나 4분기부터 낮아진 철광석 가격이 반영되기 시작한다는 점에서 철강사의 마진 스프레드 방어는 좀 더 용이해질 예정이다. 이와 동시에 예상보다 이른 중국의 조강생산량 조정 이슈는 국내 철강사 실적개선에 우호적인 환경으로 작용할 것이다.

정하늘
sky_j@truefriend.com

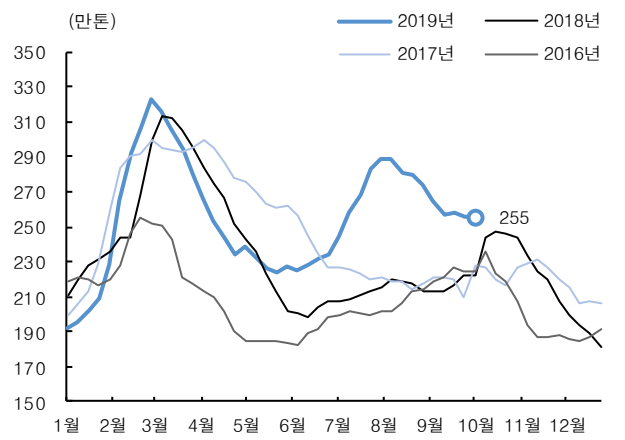
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 3월부터 다시 증가하기 시작한 중국의 조강생산량



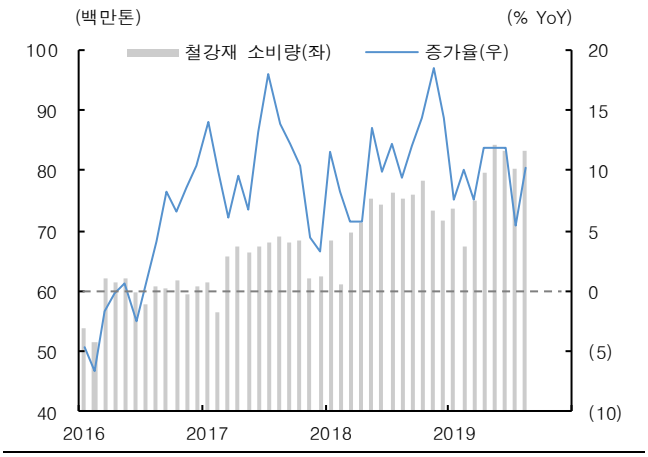
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 2] 중국의 높아진 열연 재고



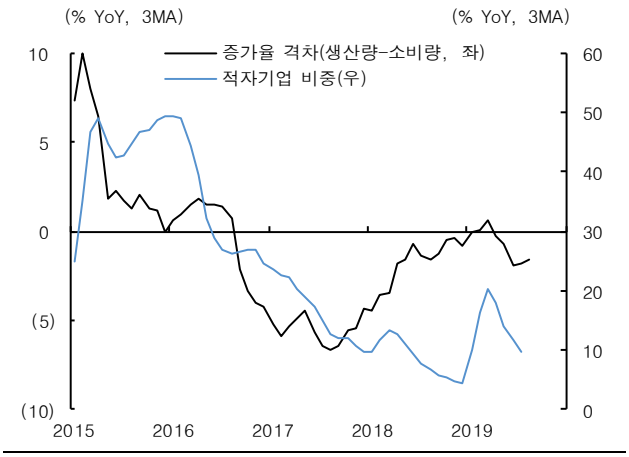
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 철강재 소비량 역시 3월부터 증가하기 시작



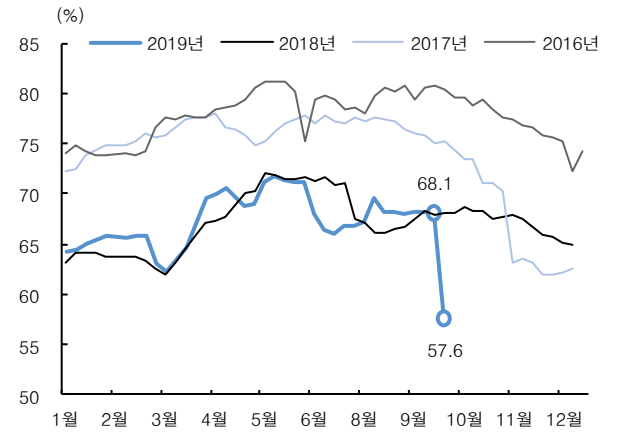
자료: Mysteel, 한국투자증권

[그림 4] 철강재 소비량 증가율이 조강생산량 증가율을 상회



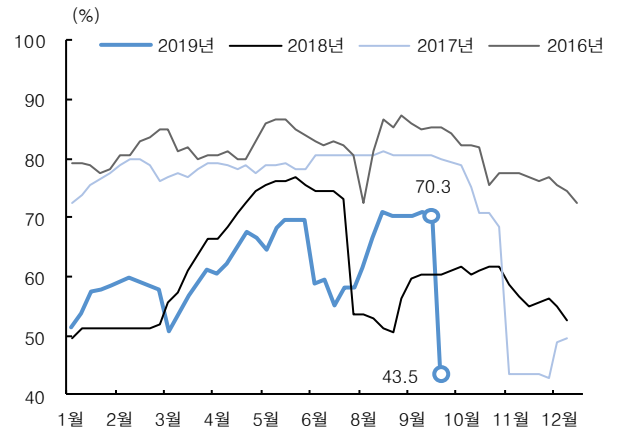
자료: CEIC, Mysteel, 한국투자증권

[그림 5] 중국 전체 고로 가동률



자료: WIND, 한국투자증권

[그림 6] 중국 탕산시 고로 가동률



자료: WIND, 한국투자증권

<표 1> 2019년 탕산시 가동률 규제

시기	탕산시 규제 사항
2019 년 9 월 24 일~9 월 30 일	고로 감산 50% 이상
2019 년 10 월 1 일~11 월 14 일	고로 감산 50%. 대기오염이 심할 때 소결 공정 등의 가동 중단
2019 년 11 월 15 일~2020 년 3 월 15 일	오염물질 배출에 따른 차등 감산. 대기오염이 심할 때 고로 감산 50%

자료: 허베이성 홈페이지, 한국투자증권

<표 2> 2017년과 2018년 동절기 감산 정책

시기	주요 내용
2017 년	징진지(京津冀/베이징, 티엔진, 허베이) 지역의 PM 2.5, 전년동기비 15% 이상 감축
	동절기 난방기간 중 철강산업 생산능력(고로기준) 50% 감산
2018 년	징진지(京津冀/베이징, 티엔진, 허베이) 지역의 PM 2.5, 전년동기비 5% 이상 감축 ☞ PM 2.5, 전년동기비 3% 이상 감축
	동절기 난방기간 중 철강산업 생산능력(고로기준) 핵심지역 50% 감산, 그 외 지역 30% 감산
	핵심지역은 티엔진(天津), 스지자좡(石家庄), 탕산(唐山), 한단(邯郸), 싱타이(邢台), 안양(安阳) 등

자료: 중국생태환경부, 한국투자증권

<표 3> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
POSCO	투자의견	매수	2017A	60,655	4,622	2,790	34,464	519,183	9.6	0.64	6.5	5.3	2.4
(005490)	목표주가(원)	340,000	2018A	64,978	5,543	1,691	20,911	515,032	11.6	0.47	3.9	3.7	4.1
	현재가 (10/8,원)	221,500	2019F	65,260	4,438	2,586	32,277	532,893	6.9	0.42	5.9	4.0	4.5
	시가총액(십억원)	19,311	2020F	67,445	4,520	2,865	35,759	553,225	6.2	0.40	6.3	3.8	4.5
			2021F	69,156	4,703	2,880	35,952	573,722	6.2	0.39	6.1	3.6	4.5
현대제철	투자의견	매수	2017A	19,166	1,368	716	5,455	126,228	10.7	0.46	4.4	6.5	1.3
(004020)	목표주가(원)	51,000	2018A	20,780	1,026	399	3,037	126,082	14.9	0.36	2.4	6.3	1.7
	현재가 (10/8,원)	36,850	2019F	21,250	849	382	2,913	125,858	12.6	0.29	2.3	6.3	2.0
	시가총액(십억원)	4,917	2020F	21,987	1,231	898	6,843	129,500	5.4	0.28	5.3	5.4	2.0
			2021F	22,211	1,335	644	4,905	131,235	7.5	0.28	3.7	5.0	2.0

자료: 각 사, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

POSCO는 포항과 광양 2곳에 일관제철소를 보유하고 있는 조강생산량 기준 세계 4위 규모의 철강사. 주요 생산 품목은 열연, 냉연, 후판, 스테인리스, 아연도금강판 등. 국내에서 고로를 보유하고 있는 회사는 POSCO와 현대제철이 유일.

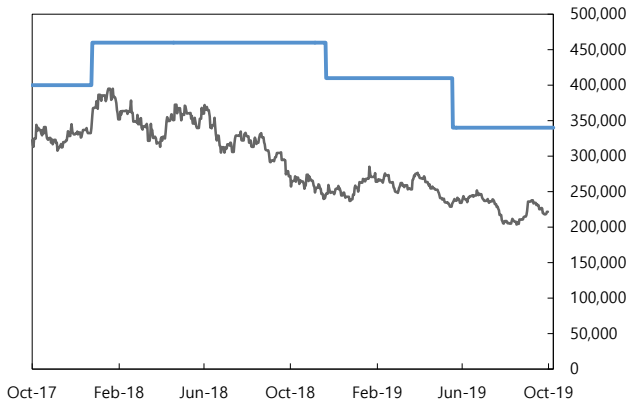
현대제철은 전기로 제강사업에서 2010년 고로사업으로 진출한 국내 2위의 철강사. 2013년 3기 고로가 완공되면서 전기로 1,200만톤과 고로 1,200만톤의 생산설비를 갖춤. 2015년 주요 생산 품목은 냉연(33%), 열연(13%), 철근(11%), 후판(10%), 형강(6%) 등이며 냉연은 2014년부터 현대하이스코로부터 흡수 합병되어 추가. 2015년 7월 1일부로 현대하이스코의 강관과 해외법인도 합병.

- 조강: 고로 등 보통의 강철 제조공정에 의해서 만들어진 강괴
- 열연: 강철 따위의 금속을 재결정 온도 이상으로 가열하여 압연
- 탕산시: 중국 허베이성 내에 있는 도시로 중국 최대 철강제품 생산지
- 동절기감산: 겨울철 석탄발전 수요(난방) 증가 시기에 대기오염에 영향을 미치는 산업의 가동률을 인위적으로 제한

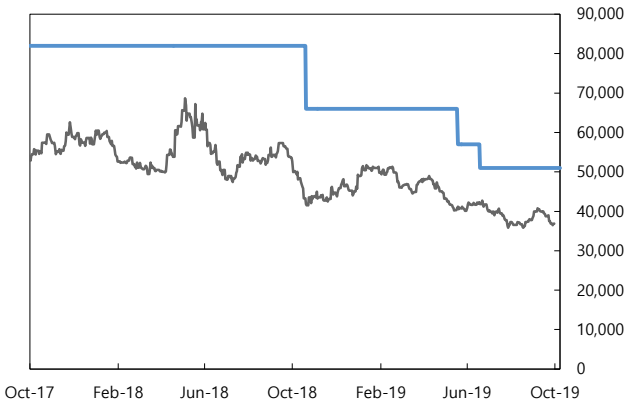
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
POSCO (005490)	2017.07.20	매수	400,000원	-17.9	-13.3		2017.12.12	1년경과		-33.3	-16.2
	2018.01.03	매수	460,000원	-28.9	-14.1		2018.10.29	매수	66,000원	-29.7	-21.7
	2018.11.30	매수	410,000원	-37.3	-30.5		2019.05.28	매수	57,000원	-27.2	-25.8
	2019.05.28	매수	340,000원	-	-		2019.06.28	매수	51,000원	-	-
현대제철 (004020)	2016.12.12	매수	82,000원	-28.7	-21.2						

POSCO(005490)



현대제철(004020)



Compliance notice

- 당사는 2019년 10월 10일 현재 현대제철, POSCO 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 POSCO 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2019. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81%	19%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.