

철강

비중확대

재차 반등한 중국 가격의 시사점 및 고로업체 투자 전략

종목	투자의견	목표주가
POSCO	매수	310,000원
현대제철	매수	82,000원

재고 축적 없이 반등한 중국 가격

우리는 올해 춘절 전에 재고축적을 하지 않아서 상대적으로 춘절 이후에 재고 축적 기간이 길게 나타날 것이라 판단했다. 실제로 춘절 이후에 재고 축적 현상이 일어났다. 특히 재고 수요가 급격히 발생한 3월 7일과 8일에 중국 철강 가격은 기록적으로 상승했다. 이들 동안 강종별로 각각 철근 23.7%, 후판 21.9%, 냉연 21.4%, 도금강판 20.5%, 그리고 열연이 16.3% 상승했다. 그런데 예상과 달리 재고 축적 기간은 과거와 유사한 춘절 이후 4주차(3월 11일까지) 발생했다(그림1). 재고 축적(re-stocking)이 일단락되면서 지난 주 17일까지 가격이 지속적으로 조정을 받았다. 가격이 급등하다 보니 추가 재고 확보에 부담을 느꼈을 것이다. 이를 두고 재고 축적 수요가 사라지면서 중국 철강 가격이 급락할 것이라는 우려가 있다. 그런데 지난 금요일부터 화요일까지 3일간 철강 가격이 3일 연속 반등했다(그림2).

재고 축적을 넘어 수요 회복 기대가 반영되기 시작

비록 3일에 불과하지만 중국 철강 가격의 반등은 수요 증가에 대한 기대가 반영된 결과라고 판단한다. 지난 금요일 중국의 2월 신규주택과 기존주택 부동산 가격이 전월대비 각각 1.86%와 2.6% 상승한 것으로 발표되었다(그림3). 이를 기점으로 철강 가격이 반등한 것이다. 2016년 중국 철강 수요에 대해 대부분 3%의 감소를 예상한다. 중국 건설 착공면적이 2013년 정점을 찍은 후 2014년과 2015년에 하락해 2016년에도 하락세가 이어져 철강 수요가 감소할 것으로 보는 것이다. 그러나 월별로 보면 2015년 2분기부터 가격이 회복하는 동시에 착공 면적이 증가 추세에 있다(그림4). 우리는 중국 철강 수요가 지난해와 유사하다고 보고 있는데, 착공 면적이 감소하지 않을 것으로 보기 때문이다. 오히려 증가할 가능성이 높아진 상황이다.

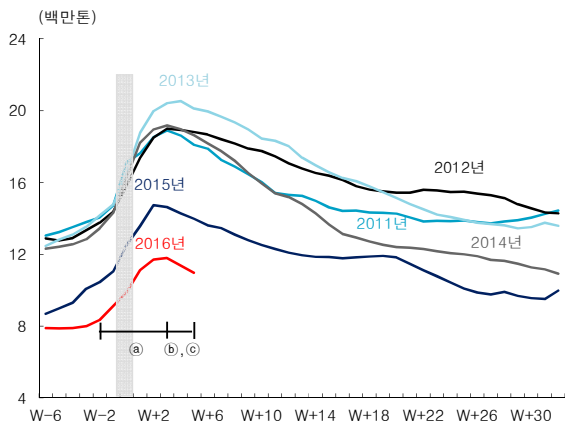
그럼에도 우려를 견지 않는 시장이 오히려 기회 요인

지난 주 중국 철근 스프레드는 228달러로 전주 233달러대비 2.2% 하락했다. POSCO와 현대제철 주가는 폭등한 스프레드를 따라가지 않는 모습이다(그림 5,6). 단기적으로 1) 재고 축적 수요가 제거되고, 2) 상승한 스프레드를 기반으로 중국 철강 공급이 늘어 스프레드가 다시 큰 폭으로 하락할 것이라는 우려가 있기 때문이다. 앞에서 본 바와 같이 재고 축적 수요가 사라졌지만 스프레드 하락폭은 미미하다. 그리고 최근 공급 증가의 징후는 보이지 않고 있다. 지난 21일 중국 허베이 지역의 2016년 감산 정책 시행령이 발표되었다. 4월, 5월, 6월, 7월, 9월, 10월에 5~8일간 철강 생산량은 현재대비 50% 이상 감산해야 한다(표1). 총 한 달이 넘는 기간 동안 50% 이상 감산해야 하는 것이다. 오히려 추가 공급 감소 가능성이 높아졌다. 상승한 스프레드를 추격하는 POSCO와 현대제철 주가의 상승 랠리가 나타날 것으로 판단된다. POSCO 목표주가 310,000원은 2016년 BPS에 목표 PBR 0.6배(전 저점)를, 현대제철의 목표주가 82,000원은 2016년 BPS에 목표 PBR 0.7배(POSCO 대비 높은 ROE)를 적용해 산출했다.

최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com

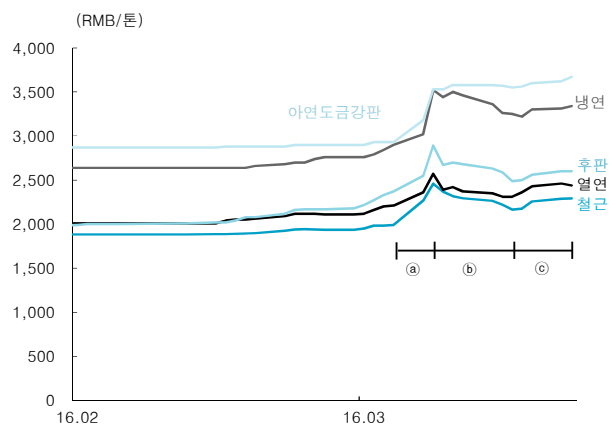
홍희주 3276-6582
heejoohong@truefriend.com

[그림 1] 중국 유동 재고 추이



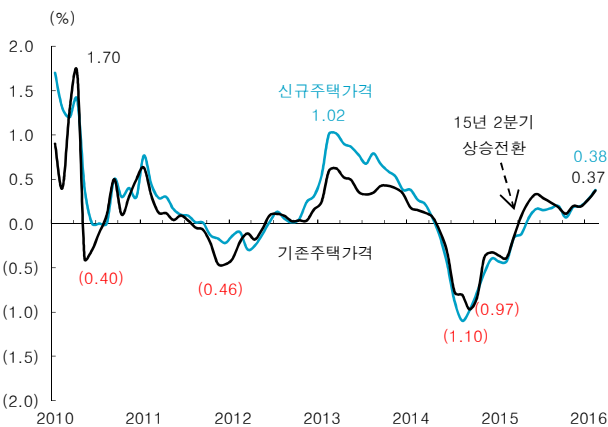
자료: Mysteel, 한국투자증권

[그림 2] 2016년 이후 중국 철강 가격



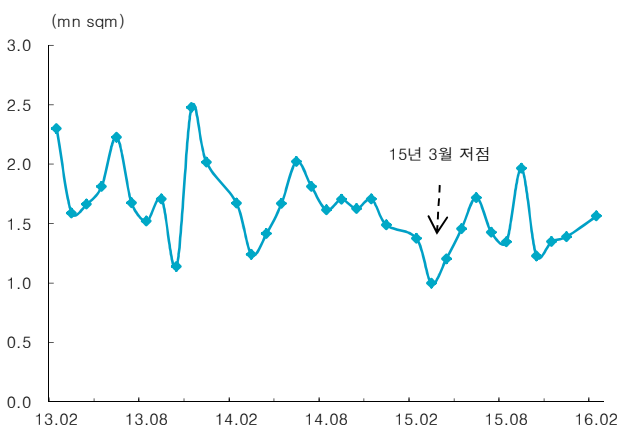
자료: Mysteel, 한국투자증권

[그림 3] 중국 주택 가격(MoM) - 15년 2분기부터 상승 전환



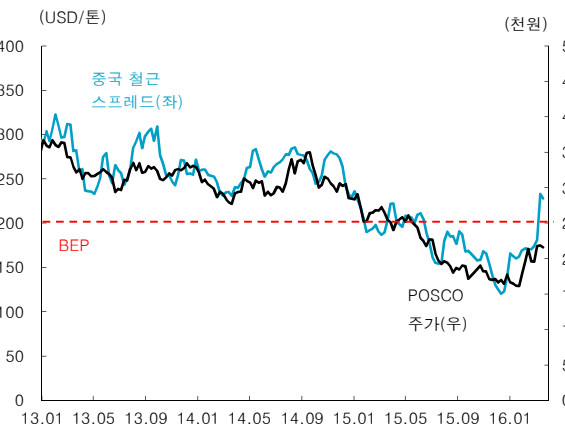
주: 70개 도시 평균 가격
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 4] 중국 월별 부동산 착공 면적 - 15년 3월이 저점



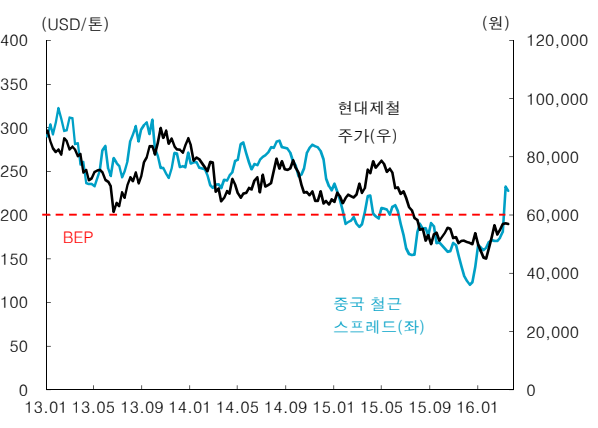
자료: Wind, 한국투자증권

[그림 5] 중국 철근 스프레드와 POSCO 주가



주: 철근스프레드 = 철근 가격 - {두달 전 (철광석 가격x1.6 + 강점탄 가격 x 0.7)}
자료: Mysteel, 한국투자증권

[그림 6] 중국 철근 스프레드와 현대제철 주가



주: 철근스프레드 = 철근 가격 - {두달 전 (철광석 가격x1.6 + 강점탄 가격 x 0.7)}
자료: Mysteel, 한국투자증권

〈표 1〉 중국 허베이 당산 지역 50% 감산 정책 시행령

시행 사유	감산 기간	감산량
세계 원예 박람회 개막식 기간	4월 27일 ~ 5월 3일, 7일간	50% 미만
중국-동유럽 지도자 회의	6월 14일 ~ 6월 21일, 8일간	50% 미만
당산대지진 40주년 기념	7월 25일 ~ 7월 30일, 6일간	50% 미만
금계백화 영화상	9월 19일 ~ 9월 25일, 7일간	50% 미만
세계 원예 박람회 폐막식 기간	10월 12일 ~ 10월 16일, 5일간	50% 미만

주: 3월 21일 발표

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 커버리지 valuation

투자 의견 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 (005490)	투자의견	매수	2013A	61,865	2,996	1,376	17,409	500,364	18.8	0.7	3.4	8.8	2.5
	목표주가(원)	310,000	2014A	65,098	3,214	626	7,432	494,591	37.1	0.6	1.5	7.5	2.9
	현재가 (3/22, 원)	212,500	2015F	58,192	2,410	181	2,263	491,993	93.9	0.4	0.4	5.8	3.8
	시가총액(십억원)	18,527	2016F	57,825	2,845	1,818	22,725	507,001	9.4	0.4	4.3	4.9	3.8
			2017F	60,513	3,588	2,156	26,953	525,429	7.9	0.4	5.0	3.9	4.0
현대제철 (004020)	투자의견	매수	2013A	13,533	763	692	8,193	113,276	10.5	0.8	6.0	13.3	0.6
	목표주가(원)	82,000	2014A	16,762	1,491	765	6,600	117,001	9.6	0.5	5.7	7.1	1.2
	현재가 (3/22, 원)	56,400	2015F	16,133	1,464	734	6,017	114,132	9.4	0.5	5.1	6.7	1.3
	시가총액(십억원)	7,526	2016F	16,996	1,655	854	6,554	117,798	8.6	0.5	5.5	5.5	1.3
			2017F	18,142	1,922	1,114	8,547	123,411	6.6	0.5	6.9	4.8	1.3

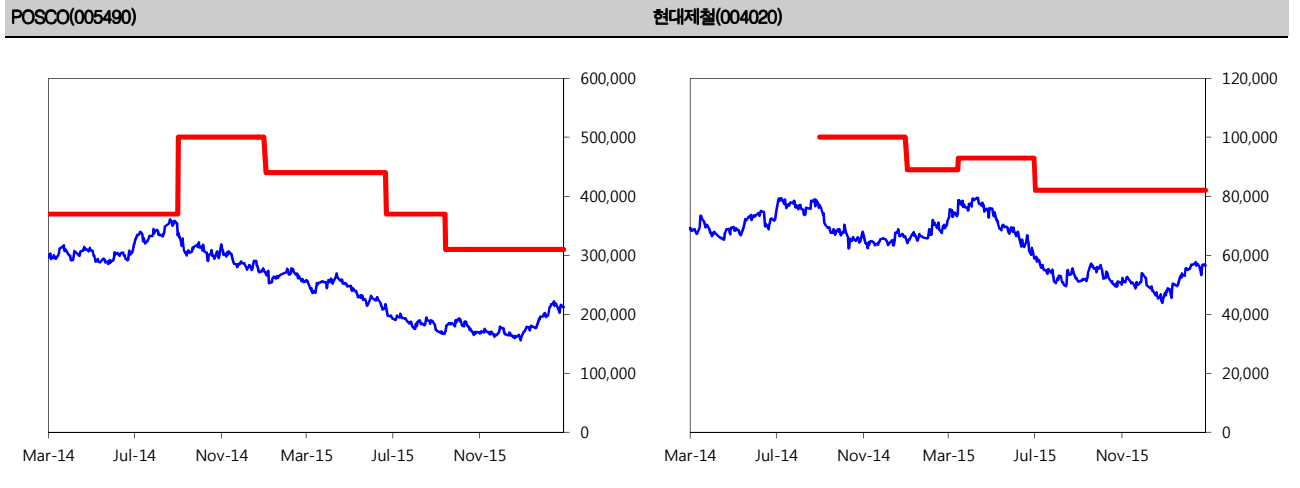
자료: 각사, 한국투자증권

용어해설

- 철근 스프레드: 현재 철근 가격과 2달 전 원재료 가격의 차이. 중국 업황을 대변하는 지표

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
POSCO(005490)	2014.04.24	매수	370,000 원	현대제철(004020)	2014.04.28	중립	-
	2014.09.24	매수	500,000 원		2014.09.24	매수	100,000 원
	2015.01.26	매수	440,000 원		2015.01.26	매수	89,000 원
	2015.07.15	매수	370,000 원		2015.04.08	매수	93,000 원
	2015.10.07	매수	310,000 원		2015.07.26	매수	82,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 3월 22일 현재 POSCO,현대제철 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,현대제철 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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 (2015.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.0%	20.8%	2.2%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 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 기재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.