

2017. 3. 3



## ▲ 정유/화학

Analyst **노우호**  
02. 6098-6668  
wooho.rho@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

SK이노베이션(096770)	Buy	240,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	480,000원
대한유화(006650)	Buy	370,000원

## 관심종목

LG화학(051910)	Buy	370,000원
한화케미칼(009830)	Buy	39,000원
금호석유(011780)	Buy	100,000원

# 화학

## 제품가격 조정을 부정적으로 바라볼 필요 없다!

- ✓ 2월 이후 재고확충 수요 감소와 재고량 증가로 MEG와 SM 각각 9.1%, 6.7% 하락
- ✓ HDPE 등 합성수지는 상승/보합이나 기타 제품 하락으로 업황 둔화 우려감 확산
- ✓ 3월 계절적 성수기 돌입과 역내 설비 정기보수 실시에 따른 타이트한 수급을 예상
- ✓ 3월 이후 시황 반등을 예상하고 현재 가격 조정은 추가 비중확대의 기회로 판단
- ✓ 투자 의견 비중확대와 최선호주 SK이노베이션, 롯데케미칼, 대한유화 유지

### HDPE 등 합성수지는 보합이나, MEG와 SM 등은 하락

중국 춘절 연휴가 종료된 이후 제품별 가격 움직임이 상이하하다. 2월 이후 HDPE는 +0.9% 상승했으나, MEG와 SM은 각각 -9.1%, -6.7% 하락하며 제품별로 상이한 움직임을 시현했다. 1월 춘절 연휴 전후로 재고확충 수요가 소멸되며 MEG, SM의 재고량이 증가해 심리적 부담이 크게 작용했다는 판단이다. 중국 내 자급률이 낮은 MEG와 SM의 재고량 변화에センチ먼트는 민감하게 작용한다. 16년과 17년 평균 중국 동부 SM재고량은 각각 8.1만톤/년, 8.7만톤/년이나, 3월 현재 재고량은 14.3만톤/년에 달한다. MEG 재고량은 전주대비 +4만톤/년 증가한 63만톤/년 수준이다.

2월 이후 원재료와 제품 가격 방향성이 상이하하나, 원재료 가격 변화만큼 해당 제품 스프레드가 같은 폭으로 변화하지 않는다. 결론은 스프레드의 방향성이 중요하다는 판단이다. 2월 평균 MEG-나프타 스프레드는 606달러/톤(-1% MoM), SM-벤젠, 에틸렌 스프레드는 348달러/톤(+27% MoM)으로 전년 대비 높은 수준이다. 2017년 NCC의 호황이 지속될 가운데, 가격 조정은 비중확대의 기회라는 판단이다.

### 미국 Dow Chemical 150만톤/년 ECC 신규 가동은 이미 기정사실!

17년 하반기 신규 가동이 예정된 설비는 미국 Dow Chemical의 ECC이다. IHS에 의하면 현재까지 Dow Chemical의 프로젝트 완성도는 95% 수준으로 하반기 37.5만톤/년, 18년 112.5만톤/년(총 150만톤/년) 규모 물량이 출하될 예정이다.

17년 글로벌 설비 증설 824.7만톤/년(+4.5% YoY)은 수요증가율 4.5%와 비슷한 수준으로 수급에는 부정적 요소가 아니다. 글로벌 설비 평균 가동률 85%를 감안하면 물량 증가 부담은 없다는 판단이다.

### 3월 제품가격 조정 구간이 추가 비중확대의 기회

제품 가격은 설비 수급에 의한 구조적인 요인보다는 재고량이라는 변수와 심리적 요인으로 조정 받을 가능성이 높다. 3월 계절적 성수기 진입과 동시에 역내 설비의 정기보수 실시로 타이트한 수급이 예상된다. 17년 화학업황에 긍정적인 시각을 유지하는 바, 현재 조정은 일시적인 구간으로 판단한다.

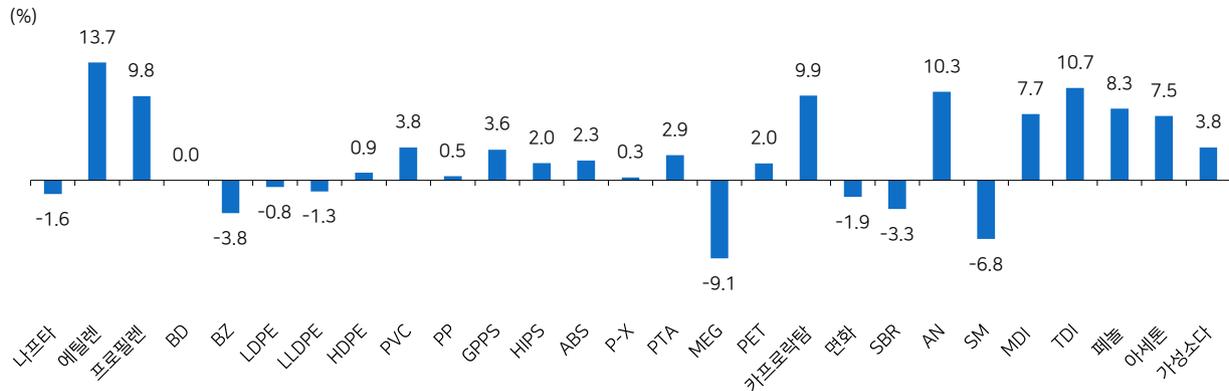
이에 따라 비중확대 전략을 제시하고, 최선호주 SK이노베이션, 롯데케미칼, 대한유화를 유지한다.

그림1 에틸렌과 HDPE 가격 추이: 에틸렌 수요 강세로 PE-에틸렌 스프레드 축소



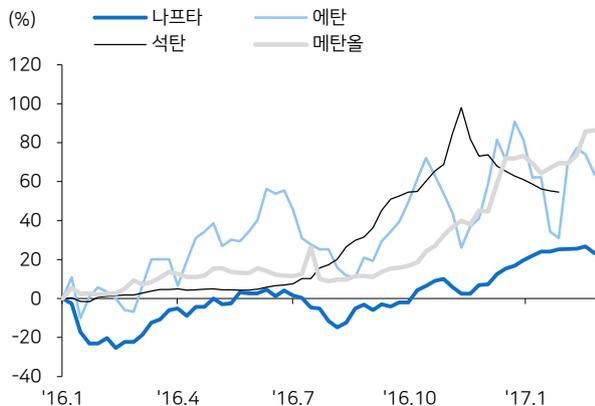
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 17년 2월 이후 제품별 가격 변화율(%)



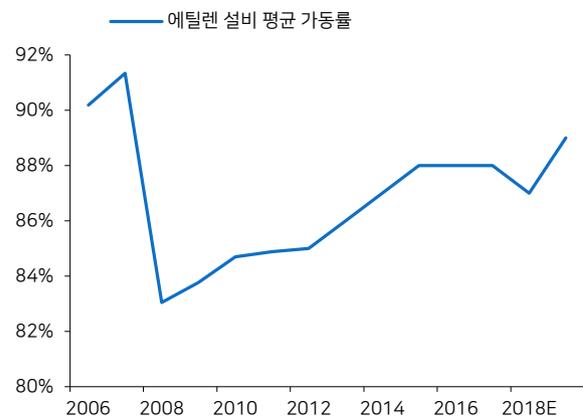
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 16년 이후 화학 설비별 원재료 가격 변화율(%)



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 글로벌 에틸렌 설비 평균 가동률 추이



자료: IHS Chemical, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 계절적 성수기에 집중된 역내 PE설비 정기보수 일정

기업	제품	생산능력(만톤/연)	일정
YPC	LLDPE	20.0	4월 이후 30일간
YPC	LHDPE	27.0	4월 이후 30일간
Sinopec Shanghai	HDPE	25.0	5월 이후 30일간
Sinopec Shanghai	LDPE	20.0	5월 이후 30일간
Sinopec Qilu	LLDPE	12.0	5월 이후 30일간
Sinopec Qilu	LDPE	14.0	5월 이후 30일간
Sinopec Qilu	HDPE	14.0	5월 이후 30일간
Sinopec Qilu	HD/LLDPE	25.0	5월 이후 30일간
PetroChina Sichuan	LLDPE	30.0	4월 말 이후 30일간
PetroChina Sichuan	HDPE	30.0	4월 말 이후 30일간
PetroChina Fushun	HD/LLDPE	59.0	5월 이후 30일간
PetroChina Fushun	HDPE	35.0	5월 이후 30일간
PetroChina Jilin	LLDPE	28.0	6월부터 최대 15일간
PetroChina Jilin	HDPE	30.0	4, 10월 최대 15일간
Pucheng Clean	HD/LLDPE	30.0	미정
Shaanxi Yanchang	HD/LLDPE	30.0	미정
Senhua Yulin	LDPE	30.0	4월부터 30일간
LC Titan	HDPE/LDPE	11.5/23.0	2월부터 40일간
PTT Polyethylene	LDPE	30.0	2월부터 12일간
PTT Polyethylene	LDPE	30.0	7월부터 12일간
QAPCP	LDPE/LLDPE	45/70.0	3월부터 45일간
Dupont-Mitsui Polychem	LLDPE	30.0	7월부터 40일간
Formosa	LDPE	24.0	2월부터 30일간

자료: 메리츠증권리서치센터

표2 역내 부타디엔 정기보수 일정

기업명	위치	생산능력(만톤/연)	가동중단일
LC Titan	말레이시아	10.0	2월부터 40일간
CPC	대만	5.8	2월부터 57일간
IRPC	태국	6.5	2월부터 40일간
Sinopec Qilu Petrochemical	중국	17.0	5월부터 40일간
PetroChina Fushun Petrochemical	중국	16.0	5월부터 50일간
Sinopec Shanghai Petrochemical	중국	12.0	5월
Shanghai SECCO Petrochemical	중국	9.0	3월부터 30일간
Sinopec Yangzi Petrochemical	중국	22.0	5월부터 30일간
Sinopec Zhenhai Refining & Chemical	중국	16.5	6월부터 20일간
Petrochemical Corp. of Singapore	싱가폴	6.0	5월부터 21일간
YNCC	한국	24.0	5월부터 20일간
Mitsubishi Chemical	일본	8.5	5월부터 50일간
Formosa Petrochemical	대만	17.6	5월부터 50일간

자료: 메리츠증권리서치센터

표3 역내 PVC설비 정기보수 일정

기업명	생산능력(만톤/연)	가동중단일
Taiyo Vinyl	31.0	2017년 2월
Reliance Industries	36.0	2017년 1월
한화케미칼	30.0	2017년 3월
Tainjin Dagu	80.0	2017년 1월
LG 화학	40.0	2017년 1월
Hengtong Chemical	30.0	2017년 1월
TaiZhou	45.0	2017년 1월
Sinopec Qilu Petrochemical	24.0	2017년 5월
Reliance Industries	35.0	2017년 1월

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 롯데케미칼 스팟 기준 통합스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 롯데케미칼 5주 래깅 통합스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 LG화학 스팟 기준 통합스프레드



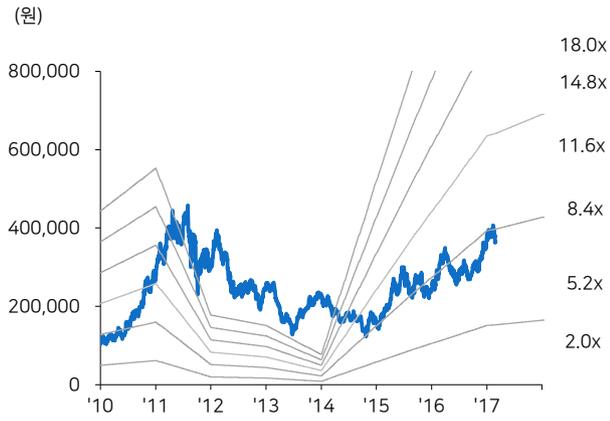
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 LG화학 5주 래깅 통합스프레드



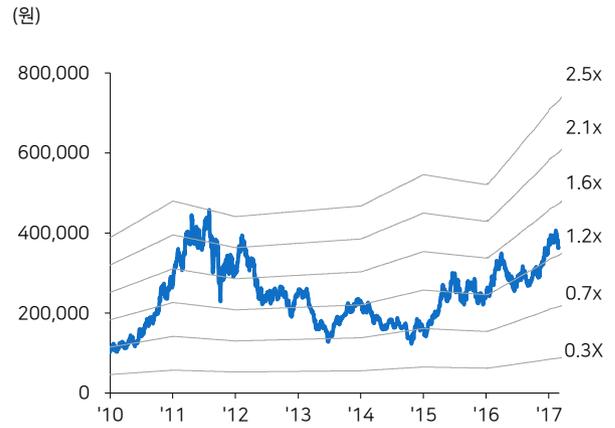
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 롯데케미칼 PER Band Chart(12M Fwd)



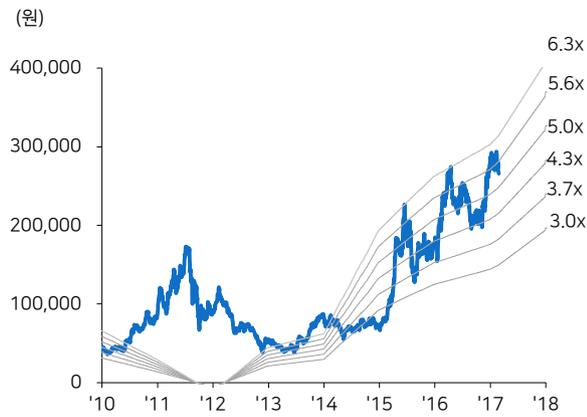
자료: 메리츠증권리서치센터

그림10 롯데케미칼 PBR Band Chart(12M Trailing)



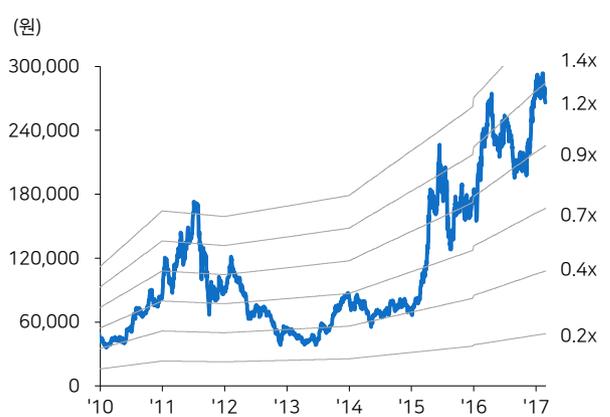
자료: 메리츠증권리서치센터

그림11 대한유화 PER Band Chart(12M Fwd)



자료: 메리츠증권리서치센터

그림12 대한유화 PBR Band Chart(12M Trailing)



자료: 메리츠증권리서치센터

표4 신규 가동이 예정된 화학 설비 내역								
지역	국가	도시	기업	설비	2017	2018	생산능력(만톤/연)	완공시점
동북아	중국	Baotou	Baotou Shenhua	CTO	14.2		14.2	2017
동북아	중국	Inner Mongolia	China Coal Mengda	MTO	37.5	112.5	150.0	2018
동북아	중국	Huizhou	CNOOC & Shell PC	NCC	7.5		7.5	2017
동북아	중국	Ningbo	CNOOC Ningbo Daxie	RFCC	41.7	58.3	100.0	2018
동북아	중국	Jilin	Connell Chemical	MTO	3.7		3.7	2017
동북아	중국	Pingliang	Huahong Huijin	CTO		19.5	19.5	2018
동북아	중국	Erdos	Jiutai Energy (IM)	HOU	35.5		35.5	2017
동북아	한국	온산	대한유화	NCC	33.0		33.0	2017
동북아	한국	여수	롯데케미칼	NCC		9.2	9.2	2018
동남아	말레이시아	Kerteh	OPTIMAL Olefins	ECC	55.0		55.0	2017
동남아	말레이시아	Pengerang	Petronas	NCC	41.2	13.8	55.0	2018
동북아	중국	Xining	Qinghai Damei	CTO	5.0		5.0	2017
동북아	중국	Heze	Shandong Daze Chem	MTP	4.0	5.5	9.5	2018
동북아	중국	Hongtong	Shanxi Coking Corp.	CTO	2.3		2.3	2017
동북아	중국	Urumqi	Shenhua Xinjiang	CTO	26.1	18.9	45.0	2018
동북아	중국	Taixing	SP Chemicals	ECC		20.0	20.0	2018
동북아	중국	Jingbian	Yulin Energy & Chem.	CTO	2.2	2.2	4.4	2018
동북아	중국	Erdos	Zhongtian Hechuang	HOU	17.5	7.5	25.0	2018
동북아	중국	Erdos	Zhongtian Hechuang	CTO	7.0		7.0	2017
동북아	중국	Ningbo	ZRCC	EPB	30.0		30.0	2017
북미	미국	Freeport	Dow	ECC	37.5	112.5	150.0	2017
북미	미국	Corpus Christi	Equistar	NCC	37.5	112.5	150.0	2018
북미	미국	Baytown	ExxonMobil	ECC	34.5		34.5	2017
북미	미국	Point Comfort	FPC USA	ECC		150.0	150.0	2018
북미	미국	Lake Charles	LACC LLC	ECC	16.5	16.5	33.0	2018
북미	미국	Lake Charles	SASOL	ECC	98.0		98.0	2017
북미	미국	Plaquemine	Shin-Etsu	ECC	20.2		20.2	2017
북미	미국	Lake Charles	Westlake	ECC		40.0	40.0	2018
중동	사우디	Al Jubail	Sadara Chemical	NCC	150.0		150.0	2017
아프리카	이집트	Alexandria	ETHYDCO	ECC	36.3		36.3	2017
인디아	인도	Auraiya	GAIL	ECC	17.5		17.5	2017
인디아	인도	Jamnagar	Reliance Industries	NCC	13.3		13.3	2017

자료: IHS Chemical, 메리츠증권증권 리서치센터

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 3월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 3월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 3월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 증가대비 4등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK 이노베이션(096770) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.02.06	기업브리프	Buy	120,000	황유식	
2015.07.24	기업브리프	Buy	120,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	120,000	황유식	
2015.10.26	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	Buy	160,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	Buy	160,000	황유식	
2016.01.18	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
2016.02.04	기업브리프	Buy	160,000	황유식	
2016.06.09	산업분석	Buy	220,000	노우호	
2016.06.28	산업브리프	Buy	220,000	노우호	
2016.07.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	
2016.09.06	산업분석	Buy	220,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	
2017.02.06	기업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	240,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	

**롯데케미칼(011170) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.02.09	기업브리프	Buy	220,000	황유식	
2015.03.09	산업브리프	Buy	220,000	황유식	
2015.03.10	산업분석	StrongBuy	290,000	황유식	
2015.03.25	기업브리프	StrongBuy	290,000	황유식	
2015.04.06	기업브리프	StrongBuy	290,000	황유식	
2015.04.29	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.05.12	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.03	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.10	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.24	산업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.30	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.07.15	산업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.07.31	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.08.05	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.08.31	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.09.16	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.02	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.06	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2016.02.03	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	430,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.07.29	기업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.08.05	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.02.03	기업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	480,000	노우호	

**대한유화(006650) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.28	기업브리프	Buy	100,000	황유식	
2015.03.09	산업브리프	Buy	100,000	황유식	
2015.03.10	산업분석	StrongBuy	150,000	황유식	
2015.03.16	기업브리프	StrongBuy	150,000	황유식	
2015.04.15	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.04.30	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.06.03	산업분석	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.06.24	산업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.07.06	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.07.15	산업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.07.29	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.09.16	산업분석	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	StrongBuy	310,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	StrongBuy	310,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	StrongBuy	310,000	황유식	
2016.01.27	기업브리프	StrongBuy	310,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	330,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.07.28	기업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.08.05	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	330,000	노우호	

2016.10.11	산업분석	Buy	370,000	노우호
2016.11.17	산업분석	Buy	370,000	노우호
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호
2017.01.25	기업브리프	Buy	370,000	노우호
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호

**LG 화학(051910) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.03.09	산업브리프	Buy	300,000	황유식	
2015.03.10	산업분석	Buy	300,000	황유식	
2015.04.10	기업브리프	Buy	300,000	황유식	
2015.04.20	기업브리프	Buy	360,000	황유식	
2015.06.24	산업브리프	Buy	360,000	황유식	
2015.07.06	기업브리프	Buy	360,000	황유식	
2015.07.15	산업브리프	Buy	360,000	황유식	
2015.07.20	기업브리프	Buy	360,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	400,000	황유식	
2015.10.19	기업브리프	Buy	400,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	Buy	400,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	Buy	400,000	황유식	
2016.01.27	기업브리프	Buy	400,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2016.07.22	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2016.08.11	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2016.10.19	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2017.01.31	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	

**한화케미칼(009830) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.09.16	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.11.16	기업브리프	Buy	27,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	30,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	30,000	노우호	
2016.08.16	기업브리프	Buy	39,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.02.24	기업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	39,000	노우호	

**금호석유화학(011780) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.15	산업브리프	Buy	100,000	황유식	
2015.02.05	기업브리프	Buy	120,000	황유식	
2015.08.06	기업브리프	Buy	90,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	80,000	황유식	
				담당자 변경	
2016.10.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	100,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	100,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	100,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	100,000	노우호	