

2019. 2. 13



## ▲ 철강

Analyst 민사영

02. 6098-6652

sayeong.min@meritz.co.kr

## Overweight

## 철강

## 아름다운 감산은 가능할까?

- ✓ 로이터는 Vale 광미뎀 사고로 중국의 저품위 수요가 증가했다고 분석 → 다소 과장된 해석이나 저품위 수요 확대에 주목
- ✓ 저품위 수요가 증가한 원인: 1) 환경규제 완화, 2) 롤마진 악화
- ✓ 품위는 생산성과 원가를 트레이드오프시킴
- ✓ 저품위 수요 증가에 따른 감산 효과는 크지 않겠으나 적어도 중국 철강사들이 원가 부담을 느끼고 있다는 점 확인 가능

## Vale 광미뎀 사고로 중국의 조업방식이 바뀐다?

로이터의 Clyde Russell 기자는 지난 12일 흥미로운 칼럼을 작성했다. 그는 최근 Vale 광미뎀 사고로 인해 브라질산 고품위 철광석 수급이 중국 철강사의 저품위 수요를 촉진할 수 있다고 분석했다.

중국이 매년 수입하는 철광석은 연 10억톤을 상회한다는 점에서 다소 과장된 분석이나 사고 이전에도 철광석 품위별 가격에 미묘한 변화가 감지되고 있었다.

## 저품위 수요가 증가한 원인: 1) 환경규제 완화, 2) 롤마진 악화

고품위 철광석을 사용하면 동일한 철광석에 더 적은 원료탄을 사용할 수 있게 된다. 원료탄을 덜 사용하면 오염물질을 줄일 수 있게 된다. 동시에 품위가 높기 때문에 같은 설비에서 가동률 생산량을 더 늘려주는 효과도 있다. 그러나 고품위 철광석을 사용하게 되면 원료의 단가가 올라간다. 품위는 생산성과 원가를 트레이드오프(Trade-off)시킨다.

작년 11월부터 철강 가격이 급락하면서 중국 철강사들이 생산량 확대보다 원가절감에 집중하게 되었고 이에 저품위 철광석 수요가 증가한 것으로 보인다.

## 아름다운 감산은 가능할까?

저품위 수요 증가에 따른 중국의 자연스러운 감산이 나타난다면 철강산업의 만성적인 과잉공급을 완화할 수 있다. 중국 입장에서도 원가절감과 가동률 유지라는 두 가지 목표를 충족시키면서 감산효과를 만들 수 있다. 모두가 윈윈할 수 있는 '아름다운 감산'인 셈이다.

물론 이런 방식이 산업에 아주 큰 영향을 줄 정도는 아니다. 그렇지만 철강산업에 변화가 나타나고 있다는 점은 충분히 주목할 만하다. 적어도 중국 철강사들이 원재료 가격에 부담을 느끼고 있다는 점을 확인할 수 있다.

## Vale 광미댐 사고로 중국의 조업방식이 바뀐다?

로이터의 Clyde Russell 기자는 지난 12일 흥미로운 칼럼을 작성했다. 그는 최근 Vale 광미댐 사고로 인해 브라질산 고품위 철광석 수급이 중국 철강사의 저품위 수요를 촉진할 수 있다고 분석했다.

전통적으로 브라질은 65% 수준의 고품위 철광석을 생산하는 것으로 유명하며, 호주는 이보다 품위가 낮은 62% 수준의 철광석, 인도는 이보다 더 낮은 58% 수준을 생산하는 것으로 알려져 있다.

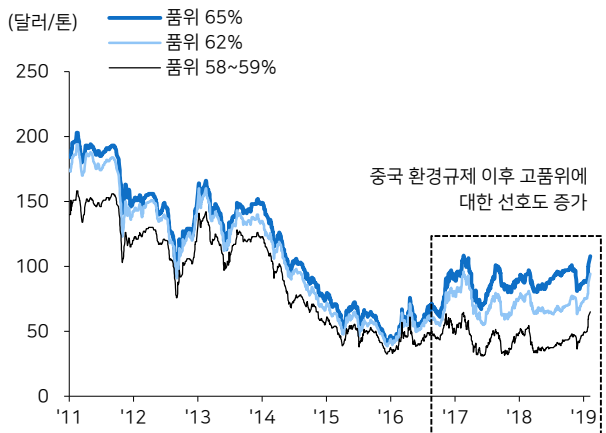
Russell 기자는 브라질 철광석 수급에 차질이 빚어지면서 중국 철강사에게 다음과 같은 3가지 옵션이 있다고 보았다.

- 1) 저품위 철광석을 더 사용하여 생산량을 맞춘다
- 2) 고품위를 지속적으로 사용하되 생산량을 감소시킨다
- 3) 고품위를 사용하며 공급을 유지한다.

기자는 고품위 대비 저품위 가격 상승이 두드러졌다는 점에 착안하여 중국업체들이 댐 사고로 인해 저품위 철광석을 사들이고 있다고 분석했다. 흥미로운 내용이긴 하나 Vale의 생산량 감소가 7천만톤 정도라는 점을 고려하면 이러한 분석은 다소 과장되어 있다. 중국이 매년 수입하는 철광석은 연 10억톤을 상회한다. 그러나 Russell 기자의 접근법을 광미댐 사고에 국한할 필요는 없다. 사고 이전에도 철광석 품위별 가격에 미묘한 변화가 감지되고 있었다.

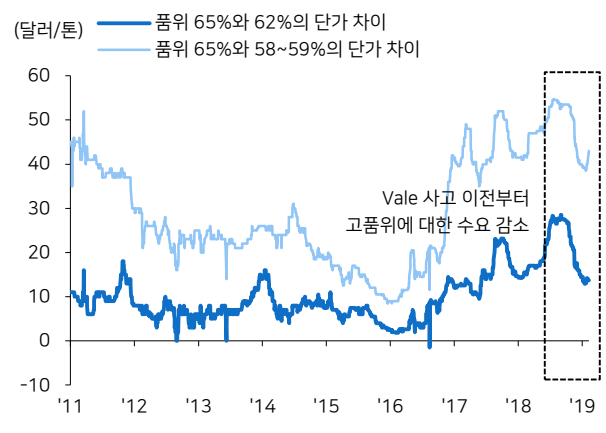
2017년 중국의 환경규제가 강화되면서 고품위 철광석의 수요가 증가하기 시작했다. 이후 2018년 3분기까지 강세가 지속되었지만 작년 11월부터 이러한 추세가 빠르게 바뀌고 있다.

그림1 철광석 품위별 가격 추이



자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 철광석 품위별 가격 스프레드 추이



자료: Steelhome, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

저품위 수요가 증가한 원인은 1) 중국의 환경규제 완화, 2) 열연 롤마진 축소 때문이라고 판단한다. 고품위 철광석을 사용하면 동일한 철광석에 더 적은 원료탄을 사용할 수 있게 된다. 석탄은 탄소를 포함하고 있으며 이를 이용시켜 철을 환원시키는 고로에서는 필연적으로 CO2를 비롯한 각종 오염물질이 배출되게 된다. 원료탄을 덜 사용한다면 오염물질을 줄일 수 있게 된다. 동시에 품위가 높기 때문에 같은 설비에서 가동률 생산량을 더 늘려주는 효과도 있다.

그러나 고품위 철광석을 사용하게 되면 원료의 단가가 올라간다. [표1]은 일반적으로 조강 1톤당 원료 투입 원단위를 철광석 1.65, 원료탄 0.7을 가정하여 품위별 경제성을 분석한 것이다. 표에 따르면 품위 65% 철광석은 품위 62% 대비 동일한 양을 투입했을 때 5% 정도 더 많은 조강을 생산하게 하는 대신 원료비는 톤당 4달러 정도 더 들어가는 것을 확인할 수 있다. 즉, 품위는 생산성과 원가를 트레이드 오프(Trade-off)시킨다.

작년 11월부터 철강 가격이 급락하면서 중국 철강사들이 생산량 확대보다 원가절감에 집중하게 되었고 이에 저품위 철광석 수요가 증가한 것으로 보인다.

그림3 중국 열연 롤마진 추이



자료: Antaika, DCE, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 철광석 품위별 생산량과 원료 비용 분석

품위	65%	62%	58%
철광석 투입 원단위	1.65	1.65	1.65
원료탄 투입 원단위	0.70	0.70	0.70
<b>철광석 1톤 당 조강 생산량 (톤)</b>	<b>1.07</b>	<b>1.02</b>	<b>0.96</b>
철광석 가격 (달러/톤)	108	95	65
조강 1톤당 철광석 비용 (달러/톤)	166	153	112
원료탄 가격 (달러/톤)	200	200	200
조강 1톤당 원료탄 비용 (달러/톤)	186	196	209
<b>조강 1톤당 주요 제선원료 비용 (달러/톤)</b>	<b>353</b>	<b>349</b>	<b>321</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 아름다운 감산은 가능할까?

저품위 수요 증가에 따른 중국의 자연스러운 감산이 나타난다면 철강산업의 만성적인 과잉공급을 완화할 수 있다. 중국 입장에서든 원가절감과 가동률 유지라는 두 가지 목표를 충족시키면서 감산효과를 만들 수 있다. 모두가 윈윈할 수 있는 '아름다운 감산'인 셈이다.

물론 이런 방식이 산업에 아주 큰 영향을 줄 정도는 아니다. 중국 철강사들이 기존에 품위 65%의 철광석만을 사용하다 62%로 바꾼다고 가정하더라도 조강생산이 5% 정도 감소하는 효과이기 때문이다. 현실에선 고품위와 저품위를 혼합하여 사용할 것이기에 이보다 덜한 효과만 나타날 것이다.

그렇지만 철강산업에 변화가 나타나고 있다는 점은 충분히 주목할 만하다. 적어도 중국 철강사들이 원재료 가격에 부담을 느끼고 있다는 점을 확인할 수 있다. 철광석 품위를 낮춰서 경제성을 확보하는 데에는 분명한 한계가 있다. 원가절감 이후 수익성 확보를 위한 방안은 가격 인상 밖에 없다는 점에서 철광석 품위별 단가는 모니터링할 가치가 있다.

#### Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:민사영)

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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

#### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

#### 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율