

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2021년 11월 18일 발간된
[2022년 전망 시리즈 16 - 철강: 높이 올라야 멀리 보인다] 임



▲ 유틸리티/철강
Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
Kyeongwon.moon@meritz.co.kr

2022년 전망 시리즈 16 철강_높이 올라야 멀리 보인다 (해설판)

- ✓ 추세적인 변수인 중국 철강 수요는 정책과 시차를 두고 2Q22 이후 반등 가능
- ✓ 단기적으로는 귀금속 가격 상승, TC 반등을 통해 중국 경기 하락을 방어할 수 있고, 배당 매력은 높은 고려아연에 주목. 하반기부터 현대제철, POSCO의 강한 Re-rating 기대
- ✓ 수요 반등이 나타나면 중국 감산, 수출 제한이라는 구조적 변수에 대한 재평가도 이루어질 것으로 기대. 중국의 영향력은 중장기적으로 지속 감소할 전망

시나리오별 2022년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best	
주 가 결 정 요 인	1. 중국 철강 가격	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 부동산 경기 ▪ 감산 규제 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 헝가리 등 대형 디벨로퍼의 대규모 디폴트, 연내 철강 가격 하락 지속 ▪ 5% 이상의 조강 생산량 증가 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2Q22부터 점진적으로 부동산 규제 완화. 하반기 철강 가격 상승세 전환 ▪ 전년과 비슷한 수준의 조강 생산 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1Q22부터 완화적인 통화 정책으로 부동산 경기 부양 ▪ 전년 대비 증산
	2. 국내 철강 가격	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 순수출 ▪ 내수 경기 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 20% 이상의 순수출 증가 ▪ 건설 및 설비 투자 감소 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 전년과 비슷한 수준의 순수출 ▪ 건설투자 중심으로 GDP 3% 성장 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 순수출 물량 감소 ▪ 예산을 뛰어넘는 건설 및 설비 투자 증가
	3. 기타	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 원재료 수급 ▪ 신사업 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 호주, 브라질 등에서의 생산량 감소로 철광석 가격 120달러 이상 유연탄 가격 200달러 이상에서 변동 ▪ POSCO 리튬, 폐배터리 사업, 고려아연 동박 사업 지연 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 호주, 브라질 등에서의 증산으로 철광석 가격 90달러 내외 유연탄 가격 160달러 내외에서 변동 ▪ 2023년부터 POSCO 리튬, 폐배터리 사업, 고려아연 동박 사업 본격화 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 호주, 브라질 등에서의 증산 폭 증가로 철광석 가격 60달러 내외 유연탄 가격 120달러 내외에서 변동 ▪ 고려아연 폐배터리, 전구체 등 2차전지 공격적 투자. 현대제철도 분리판 증설 계획 발표
산업 투자 전략		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 부동산 경기가 악화일로를 걷는다면 구조적 변화는 나중의 문제. 경기방어주인 고려아연에 주목 ▪ 철강사 중에서는 베타가 낮은 POSCO가 상대적으로 선방 가능성 높음 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 단기적으로는 경기 방어 가능한 고려아연 주목 ▪ 철강사들도 밸류에이션 하방 제한적. 하반기 개선 기대감으로 점진적 매수 가능 ▪ 4Q21 증익, 자동차강판 협상 기대감이 있는 현대제철 추천 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 경기에 가장 민감하게 반응할 수 있는 POSCO에 집중 ▪ 고려아연은 신사업 추진 속도에 따라 급격한 Re-rating 가능성 존재 	
Top-Picks		고려아연 POSCO, 현대제철	현대제철, 고려아연 POSCO	POSCO 고려아연, 현대제철	

거스르기 힘든 추세

중국 철강 시장의 구조적 변화

2021년 중국 철강 가격 흐름은 2가지 측면에서 해석이 가능하다. 추세적인 측면에서는 최근 부동산 경기 악화로 중국 철강 가격 하락세로 접어들었다는 점에 주목해야 하고, 구조적인 측면에서는 수요 악화에도 불구하고 여전히 높은 철강 가격 레벨을 유지하고 있다는 측면에 주목해야 한다. 이는 '탄소 중립', '철강 산업 내 수화' 라는 중국 시장의 구조적인 변화에서 기인한다.

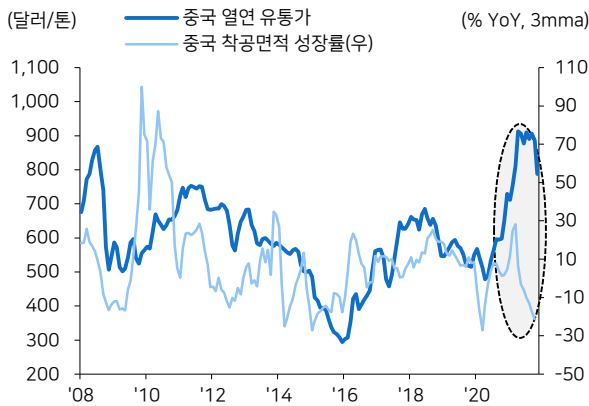
구조적 성장성 미반영된 현재 주가

철강주의 최근 주가 하락은 높아진 가격 레벨을 반영하고 있지 못하다. 왜 주요 벤치마크인 중국 철강 가격 대비 국내 철강주가 Underperform하고 있을까? 국내 철강주의 밸류에이션은 추세적인 요인(수요 변동)은 반영하고 있으나, 구조적인 요인(감산 정책 및 중국 수출 제한)은 Pricing하고 있지 않기 때문이다. 이를 Pricing 하기 위해서는 1)우선 추세적 요인이 반전해야 하고, 2)공급 조절의 지속성이 확인이 되어야 할 필요가 있다.

철강 투자 의견: Overweight

2022년 업황은 상저하고로, 단기적 추세 반전은 어려우나 현재 밸류에이션 상에서 추가적인 하락 폭은 제한적일 것으로 판단한다. 하반기 추세 반전 시 밸류에이션 Re-rating이 가능하다는 판단 하에 산업 투자 의견 Overweight를 제시한다. 단기적으로는 경기민감도가 낮은 고려아연이 나올 수 있으나, 6개월 이상의 투자 시계열에서는 Upside가 열려 있는 POSCO와 현대제철의 성과가 더 좋을 것이라는 판단이다. 이 중 4Q21 실적 개선 여력이 있고, 자동차강판 협상 기대감이 있는 현대제철을 Top-pick으로 제시한다.

그림1 최근 부동산 경기 악화로 중국 철강 가격 하락 중



자료: CEIC, Steeldaily, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 높아진 가격 레벨을 반영하고 있지 못한 밸류에이션



자료: Steeldaily, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

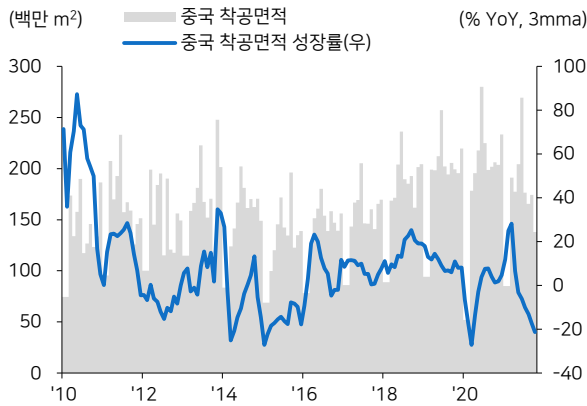
중국 부동산 De-leveraging 감소

우선 수요의 추세적 변화에 대해 살펴보면, 주요 변인인 부동산 시장은 최악을 지났다는 판단이다. 10월 이후 중국 정부는 부동산 시장 De-leveraging에 있어 속도 조절을 시작했다. 부동산 연관 산업이 GDP에서 차지하는 비중이 40%에 가까운 점을 감안 시 급격한 De-leveraging은 부담이기 때문이다. 최근 주택 가격이 하락세로 전환한 점도 긍정적인 신호이다. 중국 정부는 과거 주택 가격이 하락한 시점부터 금리를 인하시켰던 경험이 있다.

경기부양책 본격화 시기는 춘절

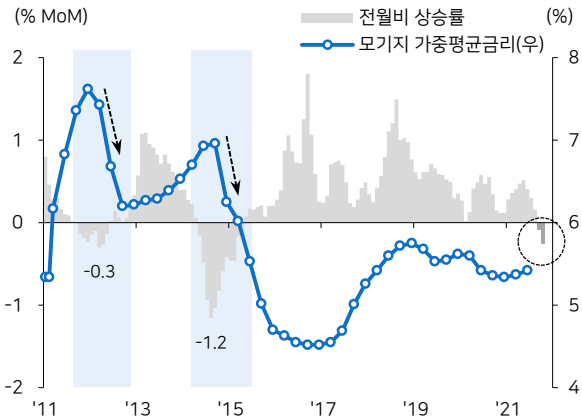
다만 여전히 부동산 디벨로퍼들의 디폴트 리스크 우려와 인플레이션 부담을 감안 하면 1Q22까지는 급격한 부동산 정책의 선화를 기대하기는 어렵다. 춘절 이후 경기부양책이 본격화될 것으로 기대한다. 이는 1)석탄 수급이 정상화되는 등 인플레이션 우려가 1Q22 이후 완화될 것으로 예상되며, 2)춘절 이후 중국 수출이 둔화되며 경기 부양책의 필요성이 강화되기 때문이다. 결과적으로, 2022년 중국 GDP 성장은 상저하고의 패턴을 그릴 전망이다.

그림3 중국 주택 착공면적 추이



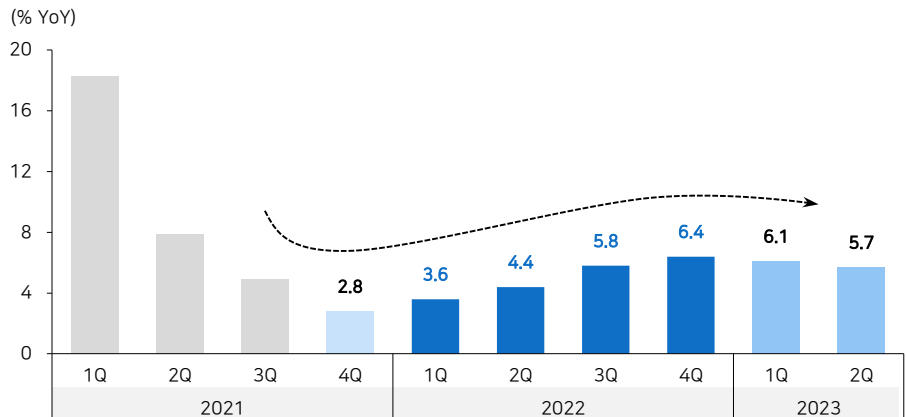
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 주택 가격 상승률 vs 모기지 금리 추이



자료: 인민은행, 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 GDP 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

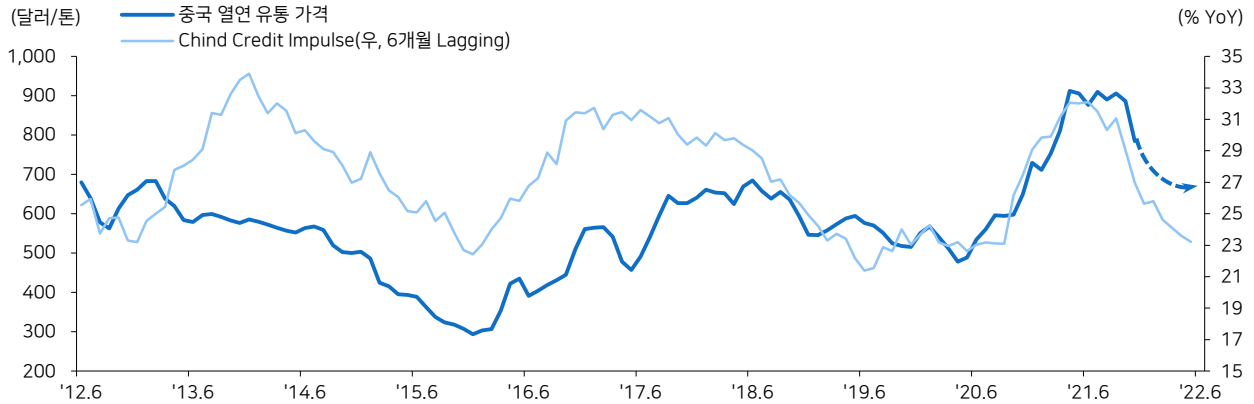
하반기 열연 철강 가격 반등 전망

춘절 이후 중국 정부의 완화적인 조치가 일부 나오기 시작한다면 중국 열연 철강 가격 반등은 하반기부터 기대 가능하다. 유동성 증가와 실물 수요 사이의 시차 때문이다. 경험적으로 중국의 유동성을 나타내주는 지표인 China Credit Impulse와 중국 열연 유통가격 사이에는 6개월 간의 시차가 존재했다. 공급 감축은 구조적인 요인이지만, 그 강도가 2H21 대비 1H22 더 강해진다고 보기 힘들기 때문에 추세 반전 요인은 아니라는 판단이다.

평균 Downcycle 대비 제한적으로 나타날 가격 조정

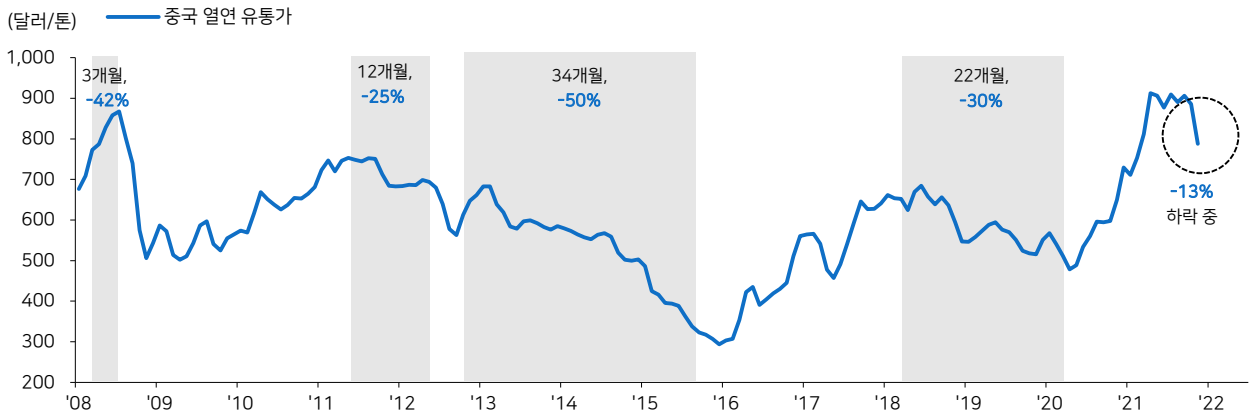
남은 질문은 하락 강도에 대한 부분이다. 과거 사례를 살펴보면, 2008년, 2012년, 2013년, 2018년 Downcycle의 중국 가격은 평균 35% 내외 하락했다. 수요 감소와 과잉 공급이 겹쳐 최대 34개월 동안 50% 하락한 경험이 있으나(2015년), 최근의 공급 감축을 감안하면 2022년의 가격 조정은 이보다는 더 나은 상황이다. 2022년 조정은 1H22까지 12~14개월 동안 -25% 내외의 하락 폭에서 마무리될 가능성이 높다는 판단이다.

그림6 China Credit Impulse vs 중국 철강 유통가



자료: Bloomberg, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림7 과거 철강 Down cycle 시 중국 철강 가격의 하락 폭



주: 월평균 가격 기준
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

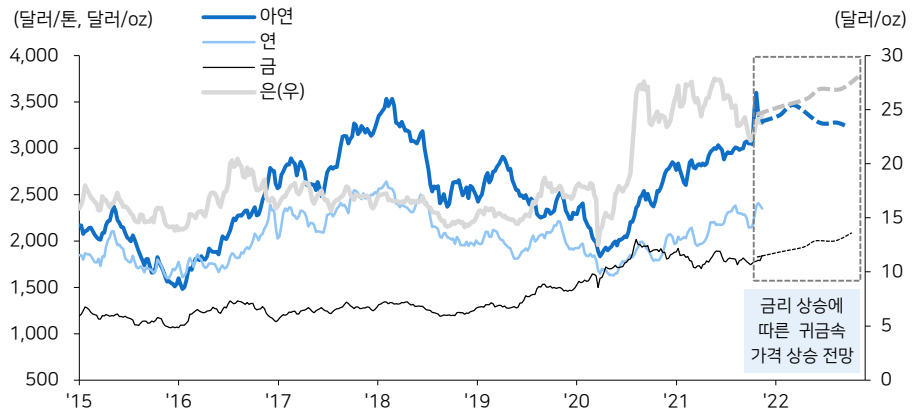
기대 인플레이션 & 금리 상승
→ 귀금속 가격 상승

1Q22까지는 철강 수요의 추세적 악화가 예상되는 상황에서, 단기적으로는 귀금속 가격의 상승 가능성에 주목해야 한다. 귀금속 가격은 기대 인플레이션 및 금리 상승 시기에 같이 상승하는 경향이 존재하기 때문이다. 고려아연의 귀금속 매출 비중은 40%에 달한다.

아연, 연 제련수수료 반등 전망

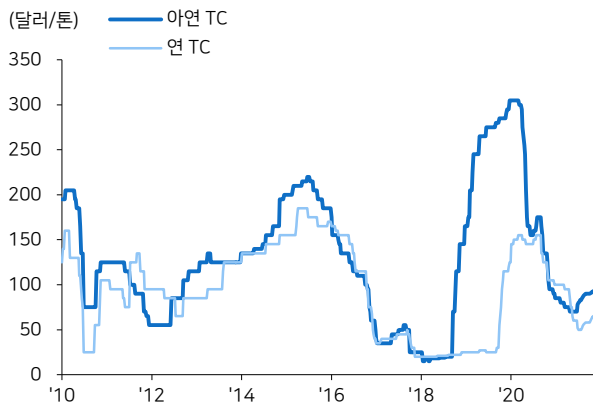
고려아연은 아연, 연 TC 반등 관점에서도 매력적이다. 아연 TC는 2021년 내 저점인 60달러/톤에서 최근 90달러 초반에 머물고 있다. 아연 가격 상승으로 제련소 가동률 하락 제한적인 반면 정광 수급은 쉽지 않은 상황이 지속되고 있기 때문이다. 만약 금속 가격이 하락한다면 아연 제련소 가동률이 하락하고, 아연 TC가 반등할 가능성이 높다는 판단이다. 특히 2022년은 광산 공급량 증가가 예상되는 한 해이다. ILZSG는 2022년 아연 광산 생산량이 +4.2% YoY 증가하며 6년래 가장 크게 상승할 것으로 전망하고 있다.

그림8 주요 비철금속 및 귀금속 가격 추이



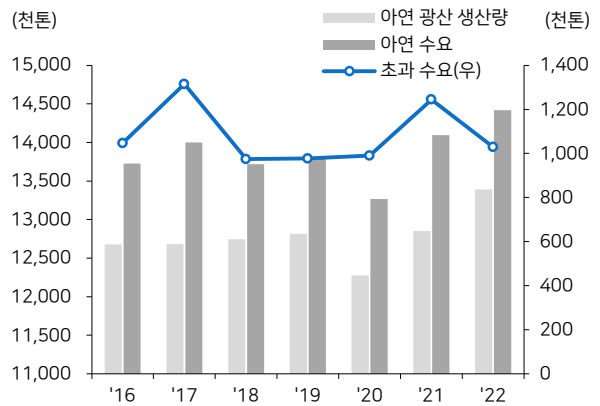
자료: 자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림9 아연 TC 및 연 TC 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 아연 광산 생산량 및 수요 전망



자료: ILZSG, 메리츠증권 리서치센터

추세 뒤에 가려진 큰 그림

추세적인 변수(중국 수요)의 악화와는 달리 국내 시장 상황 및 국내 철강사들의실적은 호황 국면이다. 중국 철강 가격의 하락은 국내 시장에도 분명 악재로 작용하고 있으나, 그 영향은 이전처럼 강하지 않다.

중국 열연 시장과 디커플링 발생

지난 10년 간 중국 열연 유통 가격에 민감하게 반응해왔던 국내 열연 유통 가격은 최근 높은 수준을 유지하고 있다. 스프레드 측면에서도 중국 가격 기준 스프레드는 10년 래 저점 수준까지 하락했으나, 국내 가격 기준 스프레드는 2021년 상반기를 제외하면 역사적 고점 수준이다. 중국과 한국을 같은 권역으로 인식해왔던 지난 철강 산업의 흐름과는 확연히 다른 모습이다.

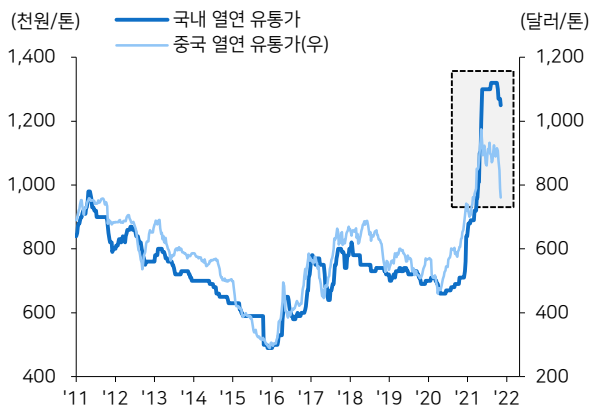
중국 철강 순수출 물량 하락 추세

이러한 모습이 나타나는 원인은 이전 Downtcycle과 달리 중국의 순수출 물량이 줄어들고 있기 때문이다. 과거 2015~2016년 철강 산업 불황 동안 중국의 순수출은 월간 천만톤 내외로 2014년 대비 2배 증가했다. 당시 중국 내수 수요가 부진하여 해외 시장에 저가로 물량을 밀어낸 탓이다. 그러나 최근의 Downtcycle에서는 중국 정부 주도의 감산 및 수출 제한 조치로 인해 오히려 순수출 물량이 지속 하락했고, 중국 시장 내 수요 부진이 해외 시장에 미치는 영향이 확연히 줄었다.

중국 부동산 시장 저성장 국면 → 철강 증산 가능성 낮아

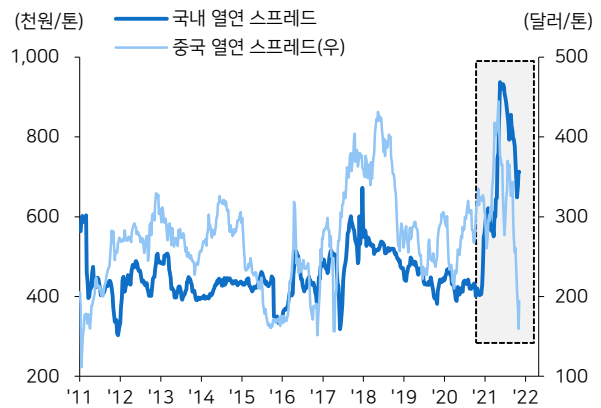
그러나 아직 이러한 변화는 구조적인 변화로 인식이 되지 않고 있으며, 이는 근본적 배경이 되는 중국 정부의 감산 정책의 지속성에 대한 의문이 있기 때문이다. 과거 중국 정부가 경기를 부양하는 과정에서 철강 등 부동산 연관 산업의 규모를 키웠던 경험이 있어 시장에는 2022년 춘절 이후 경기를 부양하는 과정 속에서 철강 생산량이 늘어날 것이라는 우려가 존재한다. 그러나 최근의 경기 부양 기조는 부동산 연관 산업이 아닌 신성장 산업에 초점을 맞추고 있다. 2021년 이후 중국 부동산 시장은 장기적 저성장 국면에 진입했으며, 이는 곧 더 이상 철강 생산량을 늘릴 필요가 없음을 뜻한다.

그림11 국내 열연 판가 vs 중국 열연 판가



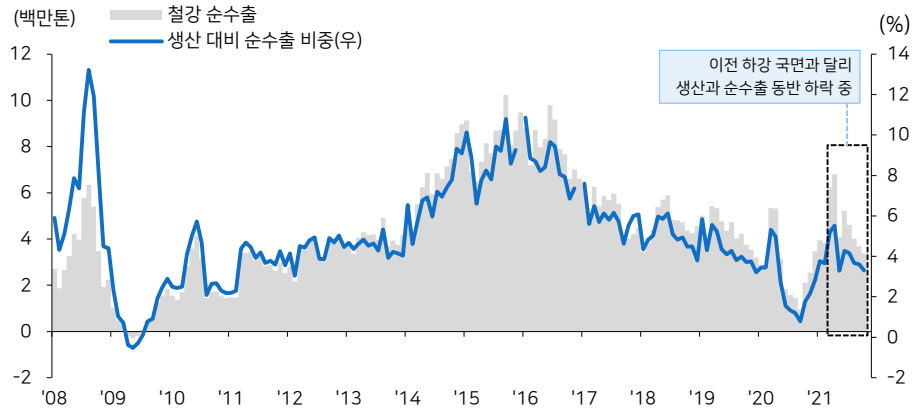
자료: Steeldaily, 자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림12 국내 열연 스프레드 vs 중국 열연 스프레드



주: 레깅을 고려하지 않음. 철광석은 둘 모두 중국 유통 가격 사용. 유련탄은 한국은 호주 수출가, 중국은 중국 내 유통가 사용
자료: Steeldaily, 자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국 철강 순수출 추이



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

중장기적 정책 방향 = 탄소중립
→ '25년 철강 탄소배출 정점 목표

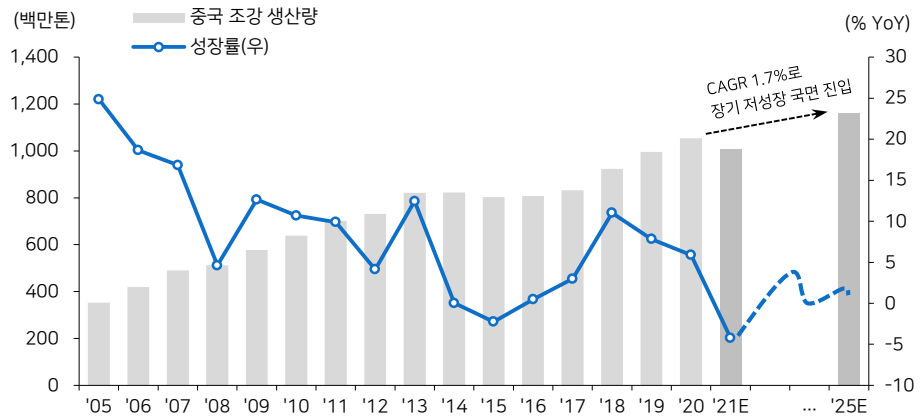
앞으로 중국 내 철강 산업은 육성할 필요가 없을 뿐만 아니라, 오히려 탄소 중립이라는 중장기적 정책 목표에 방해가 되는 사업이다. 중국 정부는 2030년이 탄소 배출량이 정점이 되는 시기로 계획하고 있으며, 철강 산업에 있어서는 2025년을 정점 시기로 보고 있다. 또한, 1, 2위 사업자인 Baowu와 HBIS의 탄소배출 정점 시기 목표는 2023년과 2022년으로 계획되어 있다.

이에 따라 중국 정책 자문 기관인 야금산업계획연구소에 따르면 중국의 조강 생산량은 2025년 11.6억 톤에서 정점에 달할 것으로 보고 있으며, 이는 2020년 대비 8.9% 증가(CAGR 1.7%)한 수준에 불과하다.

올림픽 이후 감산 기조 유지가 관건

베이징 올림픽을 전후로 한 1Q22 단기적 감산에 대한 믿음은 시장 내에 이미 존재하기에, 2Q22 감산 유지 여부가 재평가 여부를 결정할 전망이다. 또한 해당 시기는 경기 부양이 본격화되는 시기로서, 경기 부양 과정에서 증산이 관찰되지 않는다면 감산 정책의 지속성에 대한 믿음도 한층 더 커질 것이다.

그림14 중국 조강 생산량 추이 및 전망: 2025년이 정점. 이미 저성장 구간에 진입



자료: WSA, 중국 야금산업계획연구소, 메리츠증권 리서치센터

높이 올라야 멀리 보인다

높은 수익성에도 불구하고, 평균을 하회하는 밸류에이션

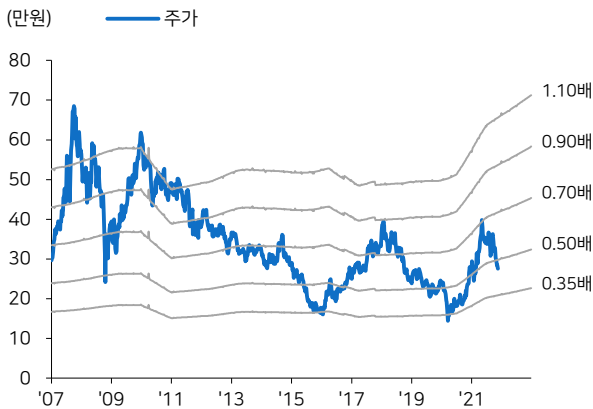
실제 평가, 스프레드 측면에서는 국내-중국 간 Decoupling 현상이 나타나고 있는 것과 달리, 국내 철강 기업의 주가는 기존 그래왔던 것처럼 중국 유통 가격과 Coupling되어 움직이는 중이다. 철강 기업의 실적은 최근 업황 둔화에도 불구하고 역대 가장 높은 수준의 수익성을 기록 중인 반면, 철강 기업의 밸류에이션은 역사적 평균, 혹은 그 이하로 하락한 상황이다.

철강주 Re-rating 조건:

- 1) 수요의 상승 전환
- 2) 중국 내 감산 기조 유지

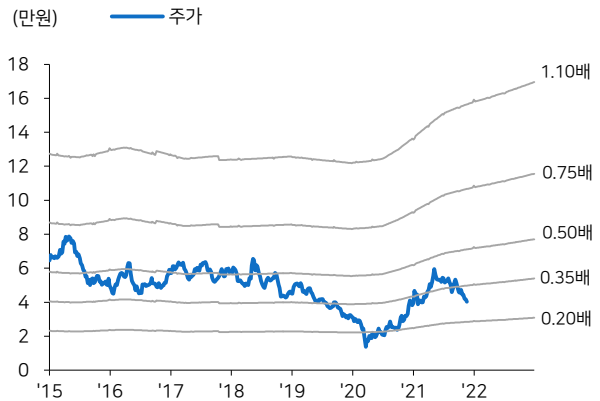
결국 이러한 실적-주가 간 괴리를 극복하기 위해서는 1)추세 변수(수요)의 상승 전환으로 투자 심리가 개선되어야 하며, 2)중국 감산 정책의 지속성에 대한 믿음이 있어야 한다. 이러한 측면에서 경기 부양책이 본격화되고, 공급 지속성을 확인할 수 있는 2Q22가 매수 적기로 판단되며, 그 이전까지 후행적인 수요 둔화로 철강 산업은 어려움을 겪겠지만 이후 가파른 Re-rating을 예상한다.

그림15 POSCO 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 현대제철 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.