

조선

Overweight

[비중확대, 유지]

조선산업 관점에서 본 후판 수급 전망

전재천 769,3082
jcjeon7@daishin.com

Top pick

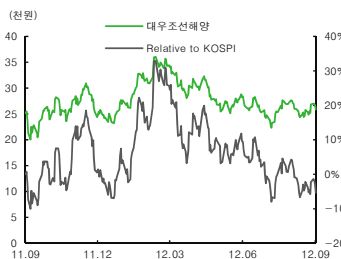
대우조선해양 Buy

목표주가
▲ 34%

36,000

종목명	투자 의견	목표주가
대우조선해양	Buy	36,000 원

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	2.6	-6.5	-8.8	3.0
상대수익률	0.5	-8.6	-12.8	-4.9



투자포인트

- 전세계 선박 건조량은 2015년까지 하락. 한국조선소는 2013년까지 하락 후, 회복
- 국내 후판 수요 저점은 2013년으로 추정
- 중국과 일본의 2013년 후판 수요 yoy -20% 이상 감소. 이에 따라 자국내 후판 수요 감소를 막기 위해 공격적 수출 정책 취할 가능성 높아 보임
- 2013년 후판단가는 조선사에 유리하게 움직일 것

Comment

선박 인도량 고려 시, 전세계 후판수요 2014년까지 하락 예상

2012년, 2013년 전세계 발주량을 19mCGT, 29mCGT로 가정 시, 전세계 선박 인도량(해양 플랜트 인도량 미고려)은 2010년 52mCGT를 고점으로 하여 2012년 49.9mCGT(yoy 0%), 2013년 38.5mCGT(yoy -23%), 2014년 34.3mCGT(yoy -11%)와 같이 지속적으로 하락할 것으로 예상된다. 전세계 연간 적정 발주량이 31mCGT인 점을 감안하면 2015년 인도량도 2014년 대비 회복하거나 소폭 하락할 것으로 예상된다.

후판의 수요는 일반선박 인도 시점 대비 10개월 전에 발생한다고 본다면 후판의 연간 수요는 앞서 언급한 선박의 인도량 대비 대략 1년 선행해서 발생한다고 볼 수 있다. 즉, 전세계 후판 수요는 2012년 가장 크게 감소하고 2014년까지 감소할 것으로 추정한다.

그리고 한국의 선박 건조량은 2013년까지 하락 후, 회복할 것으로 예상된다. 후판 수요는 2012년에 가장 적거나 2013년에 감소한다 하더라도 소폭 감소할 것으로 예상된다.

2013년 중국과 일본의 공격적 수출 정책 예상

2013년 국내 후판 수요는 2012년 대비 회복 또는 소폭 하락이 예상되지만 2013년에도 후판 공급 과잉 상황은 완화되지 않을 것으로 예상된다. 1) 첫째, 2013년 국내 후판 수요 감소는 적을지라도 중국과 일본의 2012년 대비 후판 수요가 20% 이상 감소할 것으로 예상되어 자국내 감소를 상쇄하기 위해 공격적인 수출 정책을 펼칠 가능성이 높다. 2) 둘째, 이 같은 상황에서 현대제철의 제3고로가 2013년 9월에 완공될 것으로 예상되어 2백만톤(2012년 국내 생산능력 12.4백만톤)후판 생산 능력이 추가로 증가하기 때문이다.

2013년 후판 단가는 조선사에 유리하게 진행될 가능성 높아

철강사들의 영업 이익율이 이미 한자리 초반으로 하락한 상황에서 후판 단가는 후판 수급보다는 원자재(철광석, 석탄) 가격 변화에 더 큰 영향을 받을 것으로 예상된다. 그러나 후판 수급 측면에서 2013년에도 조선사 우위 상황이 지속될 것으로 예상되어 2013년 후판 단가는 조선사에게 유리한 방향으로 전개될 가능성이 높다는 판단이다. 이에 따라 후판 단가는 대부분의 조선사들의 실적을 2012년 하반기를 바닥으로 2013년 상반기 완만하게 상승시키는 역할을 할 것으로 예상된다. 한편, 3분기, 현물 철광석, 석탄 가격 하락(2분기 대비)으로 후판 단가 78불 정도 인하 요인이 발생하였으며 2012년 4분기 또는 2013년 초 구매 단가부터 반영될 것으로 예상된다.

후판 수요 전망 2가지 방법

본 보고서에서는 2가지 방법으로 후판 수요 전망 방법을 수행하였다. 1) 2013년, 2014년 발주량을 추정하고 2015년까지의 선박 인도량을 예상하고 이에 따른 후판 수요를 전망하였다. 이 방법은 보다 장기적인 전망을 할 수 있는 반면, 선박에 소요되는 후판 수요만을 감안하게 되고 선박이 아닌 해양 플랜트에 소요되는 후판 수요가 감안되지 않는 단점이 있다. 2) 두번째 방법은 조선사의 후판 수요 계획을 집계하는 방식으로 2013년까지의 후판 수요 전망을 대략 가능해 보았다. 이 2가지 방법은 서로 보완적이며 각각의 방법이 맞는지 검증해 볼 수 기회를 제공한다.

1. 발주량을 감안한 국가별 인도량과 그에따른 후판수요 전망

2012, 2013년 전세계 상선 발주량

먼저 발주량을 전망을 통한 후판 수요 전망이다. 필자는 지난 5월 23일 보고서를 통해 2012년, 2013년 발주량을 각각 19mCGT, 29mCGT를 전망하였다. 2013년 발주량과 선박의 건조 기간을 감안하면 2014년 인도량까지 추정할 수 있다.

2014년 이후 지속 가능한 연간 발주량 : 31mCGT

2014년 이후 연간 지속 가능한 발주량은 31mCGT로 추정한다. 신규 선박 발주 수요는 물동량 증가 수요 그리고 노후 선박 교체 발주 수요로 이루어진다. 그런데 2003년~2008년 노후선박 교체 수요는 대부분 이루어졌다고 보기 때문에 향후는 물동량 증가 수요만을 기대할 수 있다. 31mCGT는 연간 적정 물동량 증가 수요만 충족시키는 발주가 이루어질 때 발주 예상량이다(2011년 말 선복량 대비 유조선은 5%, 벌크선은 6%, Container선은 10%, LNG선은 12% 만큼이 발주된다고 적용. 그림2를 보면 이 가정이 보수적인 수치는 아님을 확인할 수 있음)

전세계 선박 인도량 2015년 까지 하락

이를 감안 시, 전세계 상선 발주량은 2010년 52mCGT를 고점으로 2014년 34mCGT(2010년 건조량 대비 35% 낮은 수준)까지 감소하고 2015년 이후에는 중국에 31mCGT에 수렴할 것으로 예상된다.

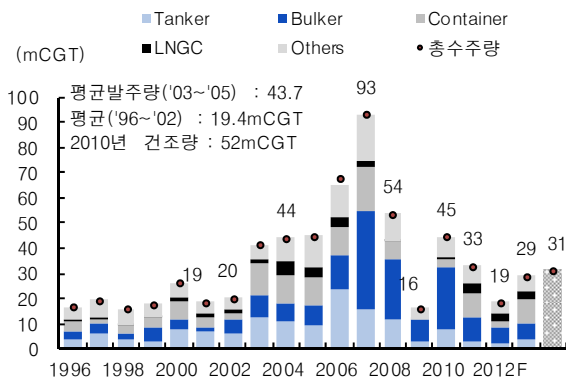
전세계 후판 수요는 2014년에 저점 기록 예상

후판 수요는 선박의 인도 보다 10개월 가량 선행한다고 생각한다. 후판 소요 시점은 선박의 인도전 10개월 전쯤인 첫 강제절단 시점에 발생하기 때문이다. 이를 고려 시, 전세계 후판 수요는 2014년 까지 하락할 것으로 예상된다.

후판은 DWT에 비례하나 본 보고서는 CGT단위 사용

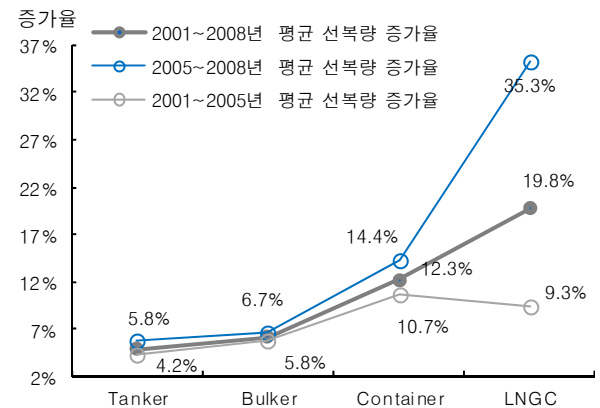
본 보고서에서 선박의 인도량은 CGT(Compensated Gross Tonnage)를 이용해 추정하였다. 후판의 수요는 CGT(Compensated Gross Tonnage, 선박의 부가가치를 반영한 단위, 건조 시수에 비례) 보다는 DWT(Dead Weight, 실을 수 있는 화물의 무게)에 비례하지만 CGT로도 전체적인 추세는 확인할 수 있다는 판단이다.

그림 1. 물동량 증가율 감안한 연간 적정 발주량 : 31mCGT



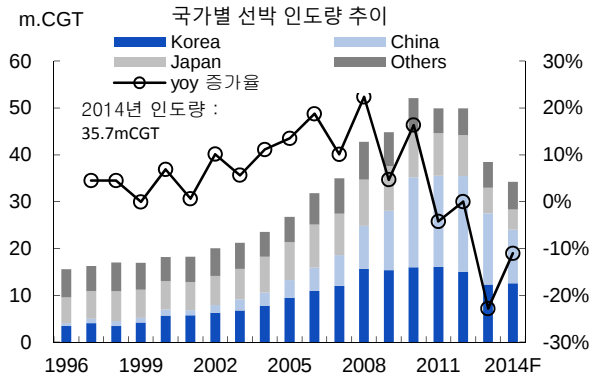
자료: Clarkson, 추정은 대신증권 리서치센터 /마지막 해는 2014~2017/전세계 발주량

그림 2. 과거 선종별 선복량 증가율



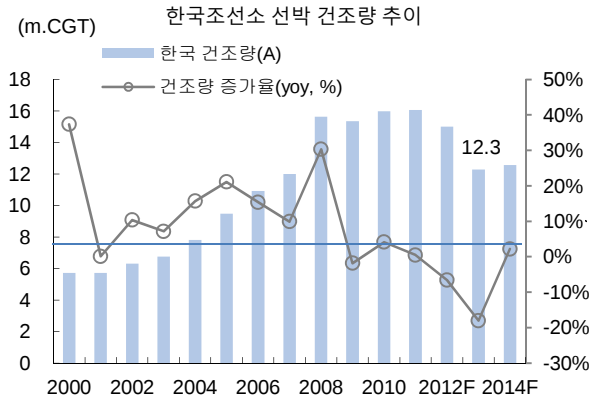
자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 3. 전세계 인도량은 2015년까지도 하락 지속 예상



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 4. 한국조선소 인도량 2013년에 저점 기록 예상



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

중국 및 일본 조선소: 2013년 후판 수요 20% 이상 감소하여 공격적인 수출정책 취할 것

국가별 인도량을 살펴보면 중국과 일본 조선소의 선박인도량은 2012년 인도량 대비 2013년에는 -26%, -37% 감소하고 2014년에는 각각 -25%, -21% 만큼 감소할 것으로 예상된다. 즉, 중국과 일본 조선소들의 2013년 후판 수요가 2012년 대비 20% 이상 감소할 것으로 예상된다. 이에 따라 중국과 일본의 철강업체들은 자국의 후판 수요감소를 상쇄하기 위해 공격적인 수출활동을 벌일 가능성이 높다.

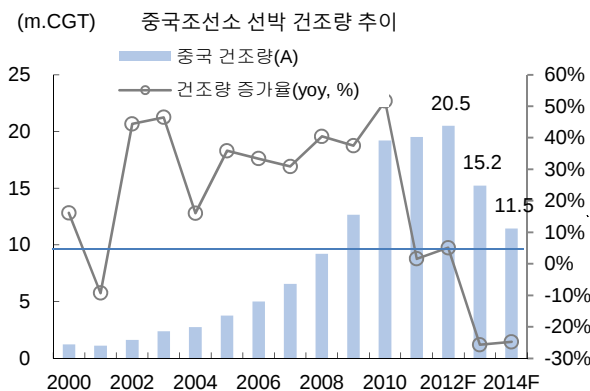
한국 조선소: 2012년 후판수요 저점으로 회복

반면 한국조선소의 선박 인도량은 2013년을 저점으로 2014년 이후 회복할 것으로 예상된다. 이를 감안 시, 선박용 후판 수요는 2012년에 저점을 기록할 것으로 예상된다. 한국조선소 인도량의 저점이 타국 대비 빠른 이유는 2013년 발주 증가 예상되는 초대형 Container선의 수주를 한국이 많이 가져 오기 때문이다.

2013년 Container선 발주량이 기대에 크게 못 미칠 경우, 한국의 후판 수요 2013년까지 하락

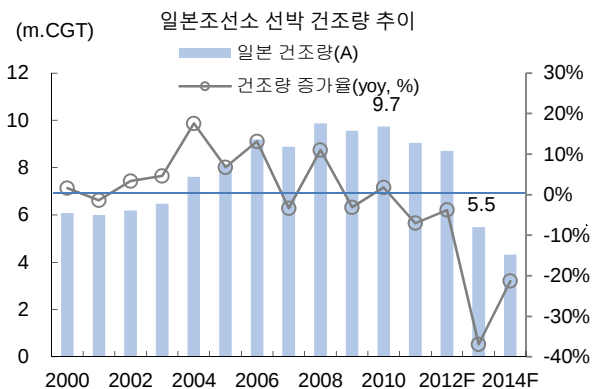
2013년 발주량이 생각 보다 많지 않고 또는 Container선의 발주량이 생각(1.5백만TEU) 보다 많지 않을 경우, 한국의 후판 수요는 2013년에도 하락을 지속할 가능성이 있다

그림 5. 중국조선소 건조량 2014년까지 급감



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

그림 6. 일본조선소 인도량, 2010년 고점 기록후, 2014년까지 급감



자료: Clarkson, 대신증권 리서치센터

2. 국내 후판 수급

후판수요 전망 2번째

여기서는 국내 조선소의 후판 수요 조사를 통해 2013년까지의 후판 수요 전망을 수행한 부분이다. 해양플랜트 수요까지 감안된 것이며 국내 후판 수요는 2013년에도 소폭 감소할 것으로 예상된다.

2013년 국내후판 생산 Capa 14.4백만톤

2013년 국내 철강업체들의 후판 생산능력은 현대제철의 후판공장 증설에 더불어 2012년 12.4백만톤에서 14.4백만톤으로 증가한다. 이 중에서 30%~40%는 수출된다는 가정을 하면 국내 공급 Capa는 9.4백만톤 수준이다(선급용, 비선급용 합산 기준).

2012년 국내조선소 후판수요 는 7.9백만톤

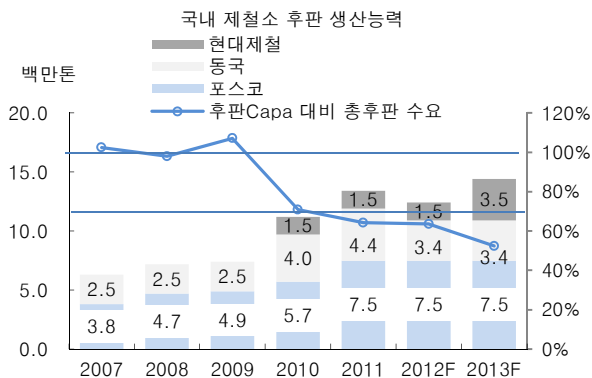
한편, 한국 조선소의 후판 수요는 2012년 7.9백만톤 수준이다(국내 7개사(상장6사, 현대삼호중공업, 한진Subic 수요 포함. 성동조선 수요는 미포함) 수요를 한국 전체 수요로 가정하였다). 한편 국내 조달비율이 54%인 점을 감안하면 4.3백만톤 정도를 국내에서 조달할 것으로 예상된다.

2013년 공급과잉 상황 심화

2013년에 국내 후판 생산능력은 2백만톤(현대제철) 증가하는 반면, 수요는 소폭이나마 감소할 것으로 예상되어 2013년 수급은 악화될 것으로 예상된다. 여기에 앞서 언급한 바와 같이 중국과 일본 제철소의 공격적인 수출정책까지 감안하면 더욱더 경쟁이 치열해질 것으로 예상된다.

이상을 고려 시, 2013년 후판 단가는 조선사에 유리한 방향으로 전개될 것으로 예상된다.

그림 7. 국내 철강업체들의 후판 생산능력



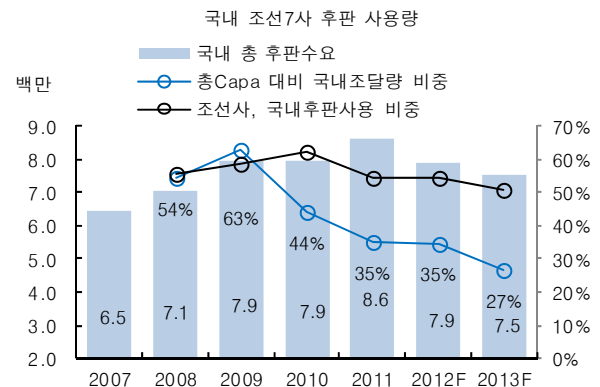
자료: 각사, 대신증권리서치센터

주: 후판은 조선용과 비조선용을 합한 수치임 / 국내 후판 생산 Capa의 65%가 선급용

주: 총후판 Capa 대비 국내 총 후판 수요가 65% 이하일 때, 공급 과잉 시작

주: 상기 추정에는 대형7사의 후판 수요가 한국 전체의 수요라는 가정이 포함됨

그림 8. 2013년 해외 제철사의 공격적인 수출정책으로 해외 사용비중 증가 예상



자료: 국내 7개 조선소, 대신증권리서치센터

주: 국내 7개조선소 후판수요를 한국 수요로 가정(상장6사, 현대삼호, 한진Subic)

주: 상기 추정에는 대형7사의 후판 수요가 한국 전체의 수요라는 가정이 포함됨

3분기 현물 원자재 가격 하락으로 2012년 4분기 후판 구매단가 하락 예상

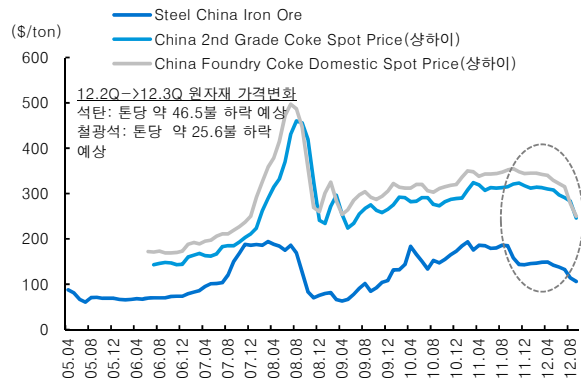
단기적으로는 3분기, 현물 철광석, 석탄 가격 하락(2분기 대비)으로 후판 단가 78불 정도 인하 요인이 발생하였으며 2012년 4분기 또는 2013년 초 구매 단가부터 반영될 것으로 예상된다 (석탄 톤당 약 46.5불, 철광석 톤당 약 25.6불 하락)

3. 철강사 실적

철강사들 실적과 후판단가

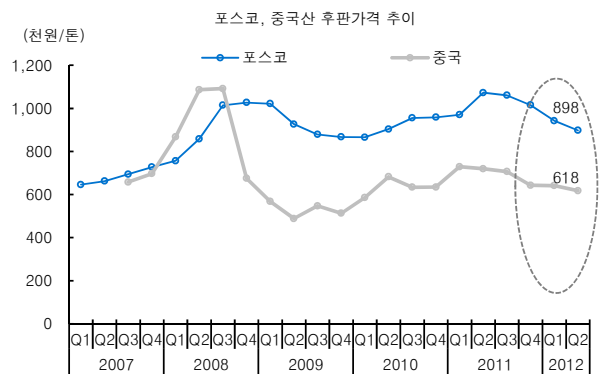
2012년 2분기에 철강사들의 실적은 대부분 5% 미만으로 하락하여 수급요인을 감안하더라도 원가 인하 여력은 크지 않은 것으로 보인다. 다만, 원가 인하 요인이 발생했을 때는 후판 수급 감안 시, 대부분 후판 단가 인하로 연결될 것으로 예상된다.

그림 9. 중국 월간 석탄,철광석 수입가격 추이



자료: Metal Bulletin사, Antaika Information Development, 대신증권리서치센터

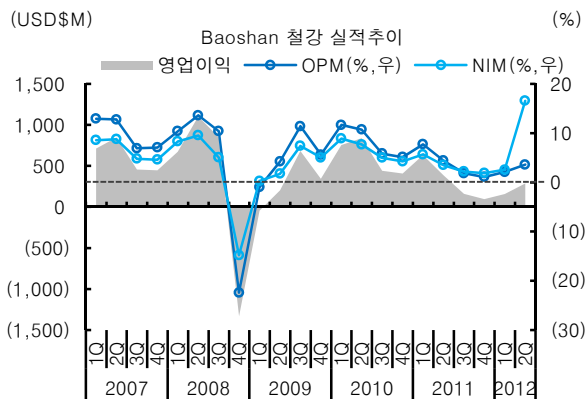
그림 10. 원자재 가격 하락 감안시 후판 가격 추가 인하 가능



자료: 포스코, Bloomberg, 대신증권 리서치센터

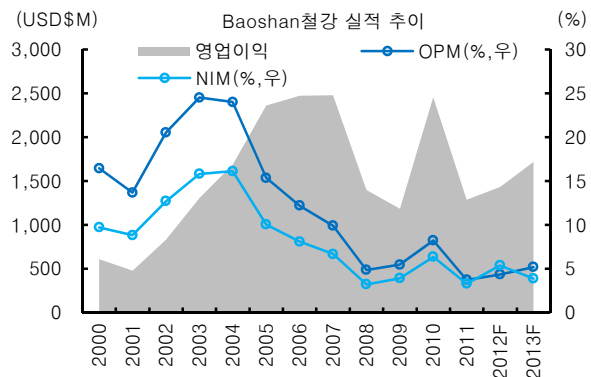
주: 1ton의 후판에 1.6ton ore+0.8ton coal이 투입된다는 가정을 사용하여 원자재 가격 하락폭 가중 평균하는 방식 사용

그림 11. Baoshan 철강 분기별 실적추이



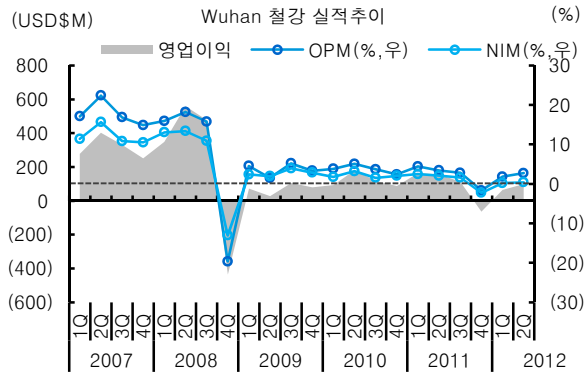
자료: Bloomberg

그림 12. Baoshan 철강 연간 실적추이



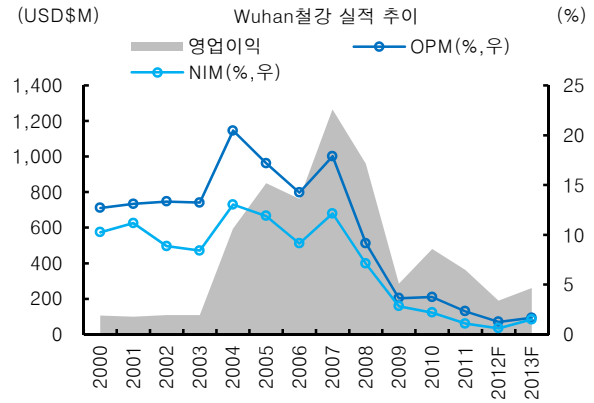
자료: Bloomberg

그림 13. Wuhan 철강 분기별 실적추이



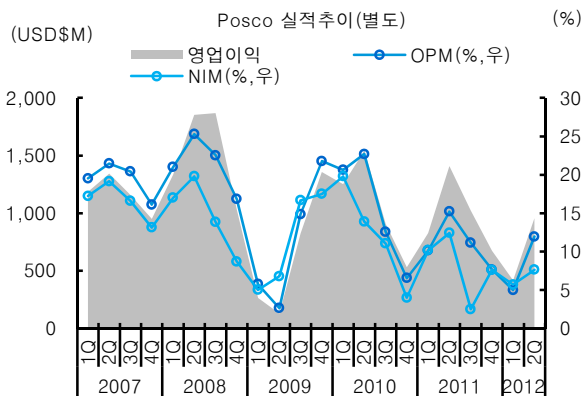
자료: Bloomberg

그림 14. Wuhan 철강 연간 실적추이



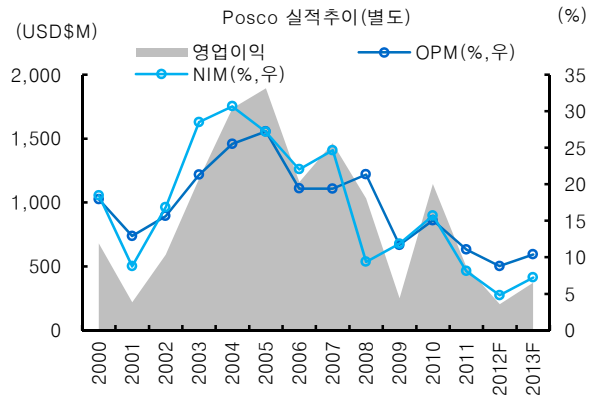
자료: Bloomberg

그림 15. Posco 분기별 실적추이



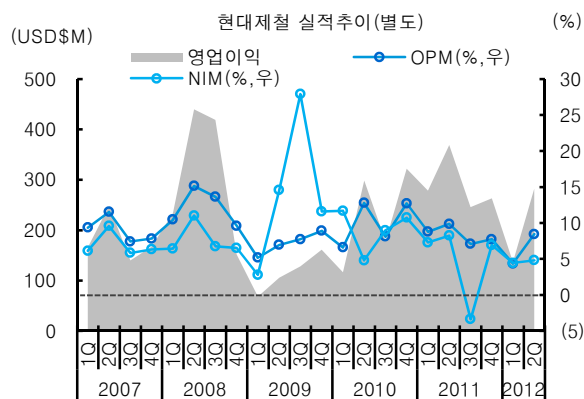
자료: Bloomberg

그림 16. Posco 연간 실적추이



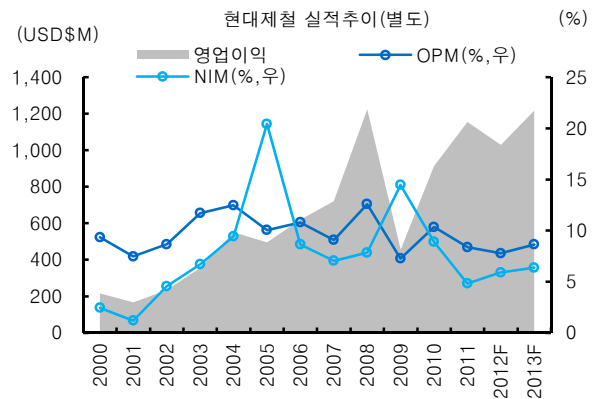
자료: Bloomberg

그림 17. 현대제철 분기별 실적추이



자료: Bloomberg

그림 18. 현대제철 연간 실적추이



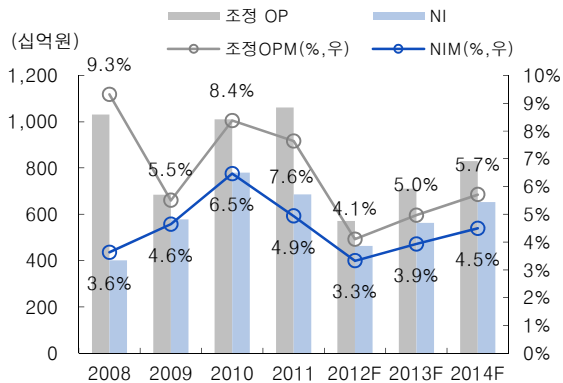
자료: Bloomberg

4. 대우조선해양 실적 추이

대우조선해양 2012년 하반기
를 저점으로 완만하게 상승
예상

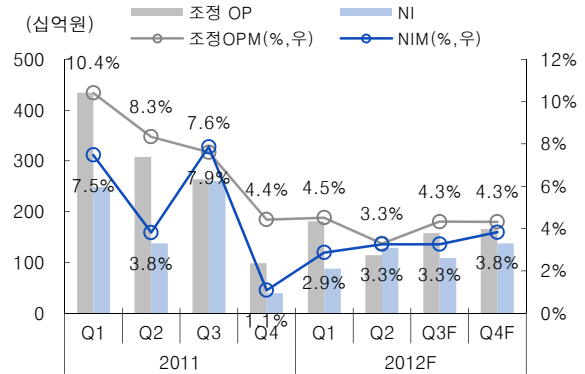
대우조선은 기존에 2012년 하반기를 저점으로 완만하게 실적 개선을 예상했는데 2012년 4분기 후 판 단가 인하를 감안하면 그 가능성은 더 커졌다는 판단이다.

그림 19. 대우조선해양 연간 실적추이



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

그림 20. 대우조선해양 분기별 실적추이



자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

대우조선해양 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	12,989	13,903	13,650	13,884	14,095
영업이익	1,203	1,104	617	699	810
세전순이익	1,040	998	529	694	818
총당기순이익	776	648	401	526	620
지배지분순이익	767	686	461	542	626
EPS	4,007	3,587	2,411	2,831	3,273
PER	9.1	6.8	11.1	9.4	8.2
BPS	21,300	23,939	25,712	27,971	30,708
PBR	1.7	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE	20.9	15.9	9.7	10.5	11.2

주: 영업이익은 회사발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

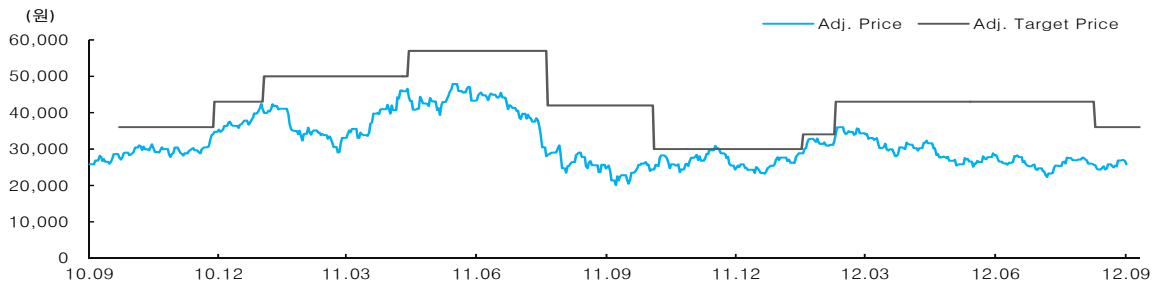
자료: 대우조선해양, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 전재천)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.09.21	12.09.12	12.08.29	12.08.22	12.07.23	12.07.05	12.06.22	12.05.30	12.05.23	12.04.10
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
제시일자	12.04.03	12.03.21	12.02.28	12.02.05	11.11.27	11.11.21	11.11.02	11.10.23	11.08.09	11.06.30
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	43,000	43,000	34,000	30,000	30,000	30,000	30,000	42,000	57,000
제시일자	11.06.13	11.05.31	11.05.03	11.03.17	11.02.21	11.02.01	11.01.21	10.12.17	10.12.02	10.11.12
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	57,000	57,000	57,000	50,000	50,000	50,000	50,000	43,000	36,000	36,000

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자 의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자 의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상