

# 철강산업

Neutral  
(Maintain)

2013. 3. 7

## 네 가지 없는 국내 철강산업

과거 3년간 나타났던 패턴의 반복 여부가 관전 포인트이다. 연초 강세를 보이다, Underperform 하는 모습이 곧바로 나타났다. 경기회복 등 긍정적 요소가 있지만 아직까지는 네 가지, ① 중국 철강 가격과의 디커플링 현상, ② 고가 원료 투입으로 인한 3분기 수익성 및 실적 변동성 확대 우려, ③ 실수요 추가 개선 가능성 여부, ④ 중국과 국내 철강산업 공급과잉 우려 등이다. 경기회복이 실제 실적으로 이어지기까지는 연결고리가 부족하다는 판단이다.



철강/비철금속

Analyst 김창호

02) 3787-4979

changhokim@kiwoom.com

키움증권

## Contents



### I. INVESTMENT SUMMARY 3

> 네 가지 없는 철강산업 3

### II. 철강금속 업종 수익률 특징 4

> 철강금속 업종 월간 수익률 점검 4

### III. 네 가지 없는 국내 철강산업 5

> 철강업종 투자 의견 Neutral 유지 5

> 철강업종 수익률 관전 포인트 6

> 네 가지 중 첫 번째  
- 중국 철강재 가격과의 디커플링 8

> 네 가지 중 두 번째 - 3분기부터  
시작되는 본격적인 고가 원료 투입 11

> 네 가지 중 세 번째 - 실수요 회복  
큰 기대 어려울 것으로 예상 13

> 네 가지 중 마지막 -  
철강산업 공급과잉 여전 15

### IV. 철강산업 투자 의견 NEUTRAL 유지 17

> 네 가지 요소 해소되기까지는  
추가시간이 필요할 것으로 예상 17

- 당사는 3월 6일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 네 가지 없는 철강산업

### >>> 역사는 반복될 것인가

국내 철강금속 업종 지수 관전 포인트는 과거 3년간 나타났던 패턴의 반복 여부라고 여겨진다. 국내 철강금속 업종지수 수익률은 사실상 2011년부터 3년 연속 연초에 강세를 나타냈다. 하지만 춘절이 지나고 중국 재고확충 수요와 철강재 가격 상승세가 일단락되면서, 연초 이후에는 어김없이 Underperform한 모습이 나타났다. 2011년에는 4월과 5월에 각각 6.0%p, 3.5%p Underperform했고, 2012년에는 3월 7.9%p Underperform을 기록했다. 현재 글로벌 철강산업의 주요 이슈는 춘절 이후의 재고확충 수요와 철강재 가격 상승세 지속 여부이다.

### >>> 네 가지 없는 철강산업

아직 국내 철강산업에 네 가지 불확실성이 남아있다고 판단된다. ① 중국 철강재 가격과 디커플링 현상이 나타나고 있는 국내 철강재 가격 패턴, ② 원료 가격 급등으로 고가 원료 투입이 본격화되는 3분기부터의 수익성 약화 및 실적 변동성 확대 가능성, ③ 전방 수요산업 부진으로 인한 실수요 추가 개선 가능성 미미할 것으로 예상, ④ 중국 철강산업 공급과잉, 국내 철강산업 생산능력 증가 여전히 부담 요인 등을 꼽을 수 있다.

### >>> 2013년 철강사별 주요 이슈

지난 12월부터 글로벌 경기회복 기대감, 중국을 중심으로 한 글로벌 철강 가격 상승세 등으로 소재산업인 철강업종 수익률이 Outperform했다. 하지만 아직까지 이러한 긍정적 요소들이 실제 철강사들의 실적으로 이어지기까지는 연결고리가 부족하다고 판단된다. 가장 중요한 요소이지만, 글로벌 경기 회복과 철강재 가격 상승으로만 철강산업 수익성과 철강업종 수익률을 결정할 수는 없다고 판단된다. 철강산업 투자 의견 Neutral을 유지한다.

# I. Investment Summary

## >>> 네 가지 없는 철강산업

국내 철강금속 업종에 대한 관심이 높아질 만큼, 분명 긍정적인 신호가 감지되고 있는 것은 사실이다. 대표적인 시그널로는 ① 글로벌 철강산업 이익 방향 전환 가능성, ② 중국과 미국 등 글로벌 경기 개선, ③ 중국을 중심으로 한 글로벌 철강재 가격 상승, ④ 철강재 공급과잉폭 축소 가능성 등이다.

반면 철강산업의 부정적인 요소는, ① 중국 철강재 가격과 디커플링 현상이 나타나고 있는 국내 철강재 가격 패턴, ② 원료 가격 급등으로 고가 원료 투입이 본격화되는 3분기부터의 수익성 악화 및 실적 변동성 확대 가능성, ③ 전방 수요산업 부진으로 인한 실수요 추가 개선 가능성 미미할 것으로 예상, ④ 중국 철강산업 공급과잉, 국내 철강산업 생산능력 증가 여전히 부담 요인 등을 꼽을 수 있다.

향후 국내 철강금속 업종 지수 관전 포인트는 과거 3년간 나타났던 패턴의 반복 여부라고 여겨진다. 국내 철강금속 업종지수 수익률은 사실상 2011년부터 3년 연속 연초에 강세를 나타냈다. 하지만 춘절이 지나고 중국 재고확충 수요와 철강재 가격 상승세가 일단락되면서, 연초 이후에는 어김없이 Underperform한 모습이 나타났다. 2011년에는 4월과 5월에 각각 6.0%p, 3.5%p Underperform했고, 2012년에는 3월 7.9%p Underperform을 기록했다. 현재 글로벌 철강산업의 주요 이슈는 춘절 이후의 재고확충 수요와 철강재 가격 상승세 지속 여부이다.

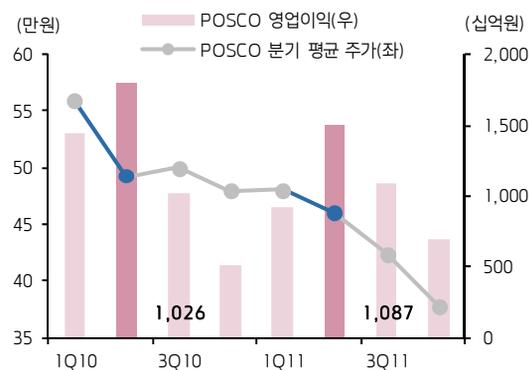
지난 12월부터 글로벌 경기회복 기대감, 철강 가격 상승세 등으로 소재산업인 철강업종 수익률이 Outperform했다. 하지만 아직까지 이러한 긍정적 요소들이 실제 철강사들의 실적으로 이어지기까지는 연결고리가 부족하다고 판단된다. 가장 중요한 요소이지만, 글로벌 경기 회복과 철강재 가격 상승으로만 철강산업 수익성과 철강업종 수익률을 결정할 수는 없다고 판단된다. 철강산업 투자이견 Neutral을 유지한다.

중국과 한국 열연강판 비교: 디커플링 현상



자료: Bloomberg

POSCO 영업이익과 주가 비교



자료: DataGuide  
주: IFRS 별도 실적 기준

## II. 철강금속 업종 수익률 특징

### >>> 철강금속 업종 월간 수익률 점검

#### 3개월간 지속된 관심

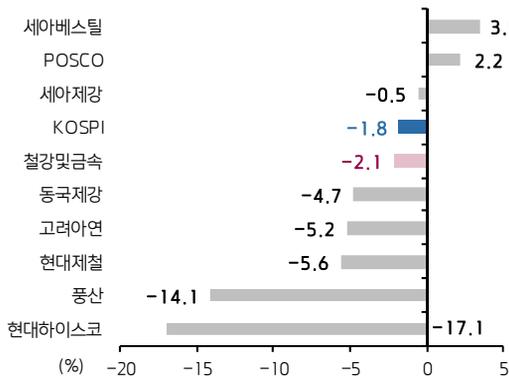
2012년 12월부터 주목 받기 시작한 국내 철강금속 업종은 2013년 2월까지도 선별적인 관심이 이어지고 있지만, 정작 1월 철강금속 업종지수는 KSOPI대비 0.3%p Underperform한 것으로 나타났고, 2월 철강금속 업종 지수 역시 3.2%p Underperform했다. 하지만 상대적으로 수익률이 부진했던 비철금속 업체들을 제외하면 순수 철강사들의 주가 수익률은 이보다는 더 높았고, 그 중에서도 고로사 중심으로 Outperform 패턴이 나타난 바 있다.

그 동안의 철강금속 업종지수 상승은 ① 12월 중국 정치국회의에서 제시된 6가지 정책방향 중 도시화 확대 및 경기부양책 기대감, ② 중국을 중심으로 한 글로벌 철강재 가격 상승세, ③ 4Q12 실적을 바탕으로 QoQ 실적 개선 가능성, ④ 중국 춘절로 인한 재고확충 수요 기대감, ⑤ 이익의 방향성 전환 가능성과 함께 저평가 매력 부각 등을 꼽을 수 있다.

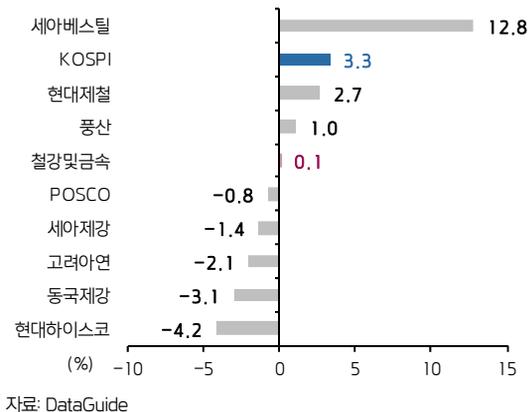
#### 2월부터는 상승세 탄력 둔화

철강금속 업종내에서도 차별화된 수익률이 나타나고 있으며, 2월부터는 상승 탄력이 둔화되고 있다. 철강금속 업종 수익률 특징으로는, 세아베스틸이 특수강 판매 증가 가능성과 중국의 기계 수요 회복 기대감으로 가장 높은 수익률을 기록했다. 고로사인 POSCO와 현대제철은 각각 1월과 2월 수익률이 더 높았던 반면, 자동차용강판 가격 인하로 인해 롤마진 확보가 어려울 것으로 예상되는 현대하이스코 수익률이 가장 저조한 것으로 나타났다. QE3 종료 가능성, 성장 모멘텀 부재 등으로 인해 고려아연과 풍산 주가 수익률도 부진했다.

1월 국내 철강금속 업종 수익률 비교



2월 국내 철강금속 업종 수익률 비교



### III. 네 가지 없는 국내 철강산업

#### >>> 철강업종 투자의견 Neutral 유지

##### 긍정적 영향 반감

국내 철강금속 업종에 대한 관심도가 높아질 만큼, 분명 긍정적인 신호가 감지되고 있는 것은 사실이다. 대표적인 시그널로는 ① 글로벌 철강산업 이익 방향 전환 가능성, ② 중국과 미국 등 글로벌 경기 개선, ③ 중국을 중심으로 한 글로벌 철강재 가격 상승, ④ 철강재 공급과잉폭 축소 가능성 등이다.

##### 네 가지가 없는 국내 철강산업

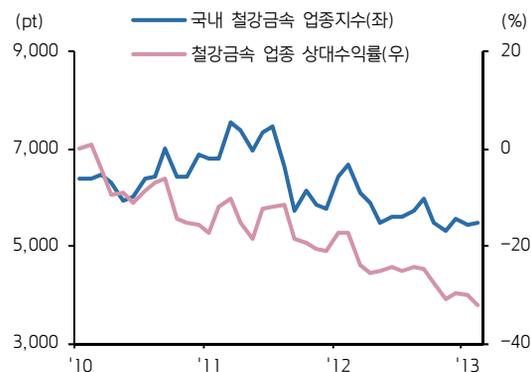
반면 철강산업의 부정적인 요소는,

- ① 중국 철강재 가격과 디커플링 현상이 나타나고 있는 국내 철강재 가격 패턴,
- ② 원료 가격 급등으로 고가 원료 투입이 본격화되는 3분기부터의 수익성 악화 가능성,
- ③ 전방 수요산업 부진으로 인한 실수요 추가 개선 가능성 미미할 것으로 예상,
- ④ 중국 철강산업 공급과잉, 국내 철강산업 생산능력 증가 여전히 부담 요인

등을 꼽을 수 있다.

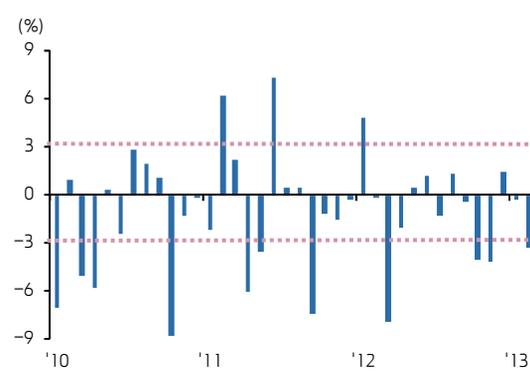
분명 철강산업에 긍정적인 요인이 존재하고 있지만, 실제 실적으로 연결되기까지는 연결고리가 부족하다고 판단됨에 따라 본격적인 철강업종 비중확대를 하기에는 이른 시점이라고 판단된다. 철강산업 투자의견 Neutral을 유지한다.

국내 철강금속 업종 상대수익률



자료: DataGuide

KOSPI대비 국내 철강금속 업종 상대수익률



자료: DataGuide

## >>> 철강업종 수익률 관전 포인트

### 역사는 반복될까?

2010년부터 월간 상대 수익률 기준, 철강금속 업종 수익률이 의미 있는 Outperform(KOSPI 수익률 대비 3%p를 기준)을 기록한 구간은 단 세 차례(2011년 2월 및 6월, 2012년 1월)였다. 반대로 Underperform을 기록한 구간은 11 차례로 나타났다.

### 철강금속 업종 월간 상대수익률 비교-연초에 나타났던 Outperform 현상

시기	철강업종 수익률	KOSPI	철강금속	내용
2010.01	Underperform	-4.8%	-11.8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국 지급준비율 상향. 글로벌 중앙은행들의 출구전략 우려 확대.</li> <li>철강 원료 예상 계약가격 급등.</li> </ul>
2010.03	Underperform	6.2%	1.1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>원료 계약가격이 예상보다도 급등하면서 협상 마무리.</li> <li>40 여년간 이어진 연간 계약 시스템 종료.</li> </ul>
2010.04	Underperform	2.9%	-2.9%	<ul style="list-style-type: none"> <li>POSCO 출하가격 인상 발표.</li> <li>하지만 지식경제부 주요 철강사들에 가격 인상 자제 요청.</li> </ul>
2010.10	Underperform	0.5%	-8.2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>POSCO 3분기 실적 예상보다 부진.</li> <li>글로벌 철강사들 잇따라 보수적인 4분기 전망 제시.</li> </ul>
2011.02	<b>Outperform</b>	<b>-6.3%</b>	<b>-0.2%</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>국내외 인플레이션, 밸류에이션 부담감 부각.</b></li> <li><b>유연탄 가격 급등에 따른 철강재 가격 인상 기대감 확대.</b></li> </ul>
2011.04	Underperform	4.1%	-1.9%	<ul style="list-style-type: none"> <li>정부 물가 안정 대책으로 연기된 철강재 가격 인상 단행.</li> <li>수요가들 반발로 실제 가격 인상 반영 가능성 우려.</li> </ul>
2011.05	Underperform	-2.3%	-5.8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>그리스 신용등급 강등.</li> <li>이탈리아 및 남유럽 재정위기 우려 확대.</li> </ul>
2011.06	Outperform	-2.0%	5.4%	<ul style="list-style-type: none"> <li>POSCO 2분기 실적 기대감, 4~5월 2개월 동안 철강금속 업종 지수 7.6% 하락하면서 밸류에이션 매력도 확대.</li> </ul>
2011.09	Underperform	-5.9%	-13.3%	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 경제성장을 둔화 및 국가 신용등급 강등.</li> <li>글로벌 경기 둔화 우려 본격화. 유럽 금융위기 우려감 확대.</li> </ul>
2012.01	<b>Outperform</b>	<b>7.1%</b>	<b>12.0%</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>유럽 중앙은행 무제한 장기대출(LTRO) 효과.</b></li> <li><b>이탈리아 10년 만기 국채수익률 3개월만에 5%대까지 하락.</b></li> </ul>
2012.03	Underperform	-0.8%	-8.7%	<ul style="list-style-type: none"> <li>BHP Billiton 중국 철강재 수요 둔화 경고.</li> <li>철강사들 실수요가들 요구 대부분 수용하면서 가격 인하로 대응.</li> </ul>
2012.10	Underperform	-4.2%	-8.3%	<ul style="list-style-type: none"> <li>S&amp;P POSCO 장기 신용등급 BBB+로 한 단계 하향 조정</li> <li>부진한 3Q 실적 발표, 4Q 가이드نس 하향 조정</li> </ul>
2012.11	Underperform	1.1%	-3.1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국 철강재 가격 급락. 부진한 수요로 일부 철강사들 감산 돌입</li> <li>미국 재정절벽과 부채상한 문제 지속</li> </ul>
2013.02	Underperform	3.3%	-0.1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>원가 부담 증가에도 불구하고 1Q 실수요향 철강재 가격 대부분 인하</li> <li>중국 원자바오 총리 부동산 투기 억제를 통한 부동산 시장 규제 강조</li> </ul>

자료: 키움증권 정리

철강금속 업종 수익률이 Outperform한 시기에는 글로벌 경기 개선 기대감 혹은 철강재 가격 상승 기대감이 전제되었다. 2012년 12월부터 나타났던 철강금속 Outperform시기 역시 중국을 중심으로 경기 부양책 기대감이 고조되었고, 중국을 중심으로 글로벌 철강재 가격 상승세가 나타났던 시기였다.

향후 국내 철강금속 업종 지수 관전 포인트는 과거 3년간 나타났던 패턴의 반복 여부라고 여겨진다.

Outperform을 기록한 구간이 단 세 차례였지만, 연초에 Outperform을 기록한 경우가 많았다. 비록 2013년초에는 KOSPI대비 3%p 이상 수익률을 기록하지는 못했지만, 고로사 중심으로는 Outperform 수익률을 이어가 사실상 국내 철강금속 업종지수 수익률은 2011년부터 3년 연속 연초에 강세를 나타냈다.

하지만 춘절이 지나고 중국 재고확충 수요와 철강재 가격 상승세가 일단락되면서, 연초 이후에는 어김 없이 Underperform한 모습이 나타났다. 철강금속 업종지수 수익률은 2011년에는 4월과 5월에 각각 6.0%p, 3.5%p Underperform했고, 2012년에는 3월 7.9%p Underperform을 기록했다.

현재 글로벌 철강산업의 주요 이슈는 춘절 이후의 재고확충 수요와 철강재 가격 상승세 지속 여부이다.

## >>> 네 가지 중 첫 번째 - 중국 철강재 가격과의 디커플링

### 중국 철강재 가격 상승의 주요 원인

현재 나타나고 있는 중국 철강재 가격 상승 원인이 주요 이슈이다. 가격 상승이 나타났더라도, 그 quality와 원인에 따라 향후 철강재 가격 여부를 결정할 가능성이 크기 때문이다. 그 동안 실수요 중심으로 중국 철강재 가격 상승세가 이어져왔다면, 춘절이 지난 앞으로는 철강재 가격 상승세가 이어질 가능성이 크다. 하지만 가수요에 의존했다면 재고확충이 일단락되었기 때문에, 철강재 가격이 하락 반전할 가능성이 크다고 판단된다. 글로벌 철강재 가격의 선행지수 역할을 하고 있기 때문에, 중국 철강재 가격 동향은 국내 철강산업 동향에도 매우 중요한 요소임에 틀림이 없어 보인다.

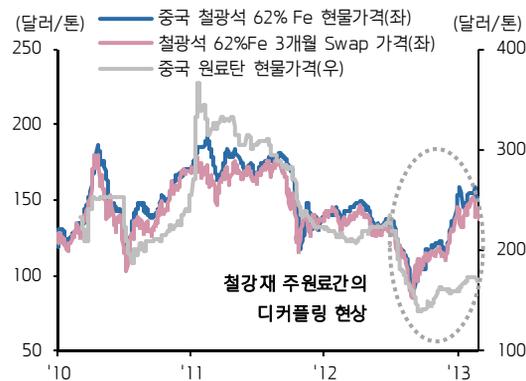
### 실수요보다는 Cost-Push 요인이 더 크다고 판단

5일 기준 중국 헨진 항구 수입 철광석 현물가격(62%Fe, CFR)은 145달러/톤으로, 2012년 9월 기록했던 최저점대비 약 68% 급등세를 나타내고 있다. 철광석 가격 급등세 원인은 ① 인도 정부의 철광석 채굴 금지 명령, ② 호주 우기철에 대비한 재고확충 수요, ③ 중국에서 발생된 28년만의 한파로 인한 내수 생산량 감소 등이 주요 원인이라고 판단된다.

중국 철강재 가격 상승의 가장 큰 원인은 철광석 가격 급등에 의한 Cost-Push 요인이 더 크게 작용하고 있다고 판단된다. 불과 2년전 15%에 달했던 중국의 인도산 철광석 수입량 비중이 최근 0.4%로 급감하면서 발생된 수급 balance 붕괴가 철광석 가격 급등 배경이라고 보여진다. 반면 또 다른 주원료인 원료탄 현물 가격은 168달러/톤으로, 계절적 성수기를 고려하면 사실상 보험권 수준에 그치고 있다.

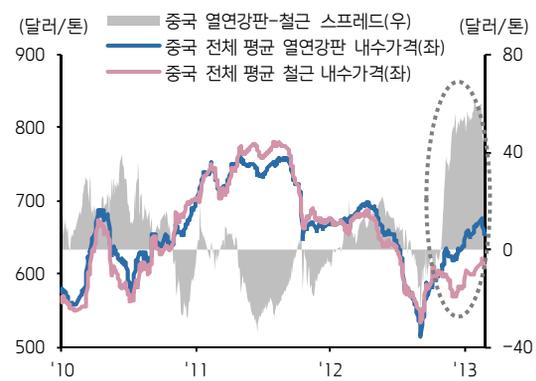
Cost-Push 요인이 더 크다고 판단되는 또 다른 이유는, 중국 철강재 가격 패턴이다. 중국 열연강판 유통가격과 철근 유통가격 모두 9월을 저점으로 상승세가 나타나고 있다. 하지만 11월을 기점으로 가격 상승세 차별화가 나타나고 있으며, 2010년 이후 최고 수준까지 확대된 중국 열연강판-철근 가격 스프레드에 주목해야 할 필요성이 있다. 이 같은 가격 패턴은 열연강판이 원료 공정과 더 가까우면서, 철광석 가격에 더 민감하게 반응하기 때문인 것으로 판단된다.

조강 생산 주요 원료 가격 비교: 철광석 가격 독주



자료: Bloomberg

중국 철강재 가격 비교: 열연강판-철근 스프레드 주목



자료: Bloomberg

### 단순한 중국 철강재 가격 상승 여부보다 국내 철강재에 미치는 영향이 중요

철광석과 원료탄 가격의 디커플링 및 중국 열연강판과 철근 가격의 디커플링 등을 고려할 때, 현재 나타나고 있는 철강재 가격 상승 원인은 실수요보다는 Cost-Push 요인이 더 크다고 판단된다. 홍수로 인해 원료탄 수출이 중지된 모잠비크, 정부의 생산규제와 파업으로 인해 석탄 수출이 감소된 콜롬비아에서의 불가항력(force majeure)적인 요소 등을 감안한다면 철광석과 원료탄 가격과의 디커플링 현상은 더욱 뚜렷해질 수 있었다. Cost-Push 요인이 더 크다고 가정할 경우, 향후 철광석 가격 하락이 나타난다면 철강재 가격도 동반 하락할 가능성이 높다.

철강 가격 상승 배경과 함께 중국 철강재 가격 동향도 중요한 요인이지만, 중국 가격 동향이 국내 철강산업에 어떤 영향을 미치는가가 더 중요하다고 판단된다.

네 가지 없는 국내 철강산업 중 그 첫 번째가 중국 철강재 가격 상승폭과 비교할 때 매우 미미한 국내 철강재 가격 상승폭이다. 당사가 주장하는 Cost-Push 요인이 아닌 실수요 개선 위주의 철강재 가격 상승세라고 하더라도, 현재까지 나타난 국내 철강재 가격 인상폭을 고려한다면 중국 철강재 가격이 국내 철강산업에 미치는 영향은 제한적이라고 보여진다.

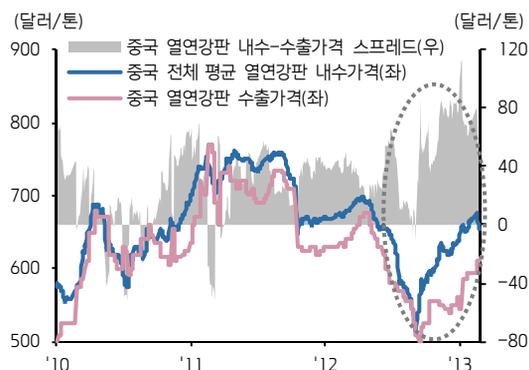
따라서 중국 철강재 가격과 디커플링 현상이 나타나고 있는 국내 철강재 가격 동향에 주목해야 한다. 과거의 경우 중국 철강재를 포함해 글로벌 철강재 가격 상승 모멘텀이 강화될 경우, 국내 철강사들의 가격 인상 적용이 상대적으로 용이했다. 하지만 국내 철강산업의 구조적 변화가 나타나면서, 국내 철강사들의 시장지배력 약화와 함께 가격 결정 주도권도 약화되었다. 내수가격보다 큰 폭으로 낮은 저가 중국산 철강재 유입 역시 국내 철강재 가격이 중국 철강재 가격과의 디커플링 현상이 나타나고 있는 주요 원인이라고 판단된다.

중국과 한국 열연강판 비교: 디커플링 현상



자료: Bloomberg

중국 열연강판과 수출가격 비교



자료: Bloomberg

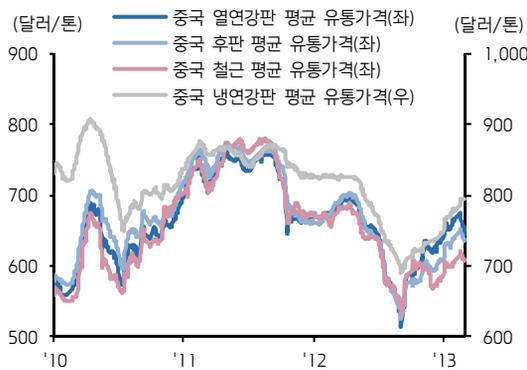
열연강판을 중심으로 국내 철강사들의 가격 인상 발표가 이어지고 있다. POSCO를 중심으로 국내 열연강판 메이커들은 1월과 2월 열연강판 가격을 각각 2만원/톤씩 인상한다고 발표했으며, 3월에도 약 3만원/톤 인상을 발표했다. 1~3월분 열연강판 가격 총 7만원/톤 인상을 발표했지만, 실제로 시장에 반영되고 있는 폭은 약 3~4만원/톤 수준이다.

지난 22일에 개최된 POSCO 냉연가공센터 임원모임에서 열연용융아연도금강판(HGI)만 할인축소가 결정되었으며, 당초 기대되었던 유통향 냉연도금재 가격 인상은 통보되지 않은 것으로 나타났다. 유통 시장에서 냉연강판과 열연강판 스프레드가 20만원/톤까지 확대되면서, 일단은 열연강판 위주로 가격 인상을 추진해나갈 것으로 판단되며, 열연가격 인상 반영이 마무리되면 냉연강판 가격도 인상해 나갈 것으로 예상된다.

현재까지 나타난 국내 철강재 가격 동향을 분석해봤을 때, 저점대비 약 90~150달러/톤 상승한 중국 철강재 가격과 비교할 경우 국내 가격 인상폭은 매우 미미한 수준이다. 또한 대부분 가격 인상 적용은 유통향 중심이며, 실수요향 가격 인상폭은 유통향 가격 인상폭에도 미치지 못하고 있는 것으로 파악된다. 또한 열연강판을 제외한 냉연도금재 및 기타 철강재 가격 인상은 발표 시점도 아직 정해지지 못한 상황이다.

1분기 자동차, 가전, 조선사 등 대부분 실수요향 철강재 가격은 오히려 인하되었으며, 최대 성수기인 2분기에나 실수요향 철강재 가격 인상을 추진할 것으로 예상된다. 하지만 현재와 같은 상황이 이어진다면, 2분기에도 큰 폭의 가격 인상을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다.

중국 품목별 철강재 유통가격: 가격폭의 차이



자료: Bloomberg

국내 품목별 철강재 유통가격: 품목간의 차이



자료: 스틸데일리

## >>> 네 가지 중 두 번째 - 3분기부터 시작되는 본격적인 고가 원료 투입

### 3분기부터 본격적인 고가 원료 투입 시작될 것으로 예상

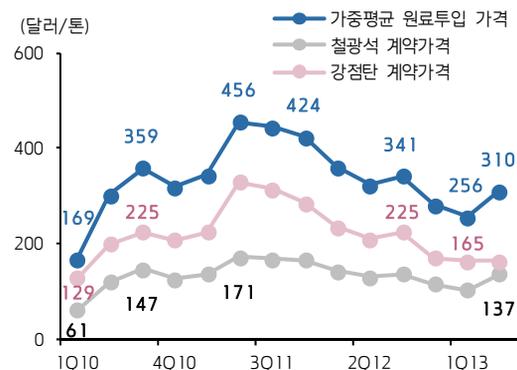
철광석 분기별 계약가격은 136달러/톤(3Q12)→117달러/톤(4Q12)→103달러/톤(1Q13)으로 하락했고, 원료탄 분기별 계약가격은 225달러/톤(3Q12)→170달러/톤(4Q12)→165달러/톤(1Q13)으로 역시 하락한 바 있다.

5일 기준 중국 수입 철광석(62%Fe) 현물가격은 145달러/톤(CFR)이다. 2분기 계약가격 기준이 되는 12~2월 철광석 평균가격 역시 145달러/톤(CFR)으로 호주-일본 항로 Capesize 철광석 운임비가 8달러/톤임을 감안할 때, 2분기 철광석 계약가격은 137달러/톤 수준에서 결정될 것으로 추정된다. 반면 5일 기준 중국 원료탄 현물가격은 168달러/톤 수준으로 전분기대비 큰 변화가 없었다. 따라서 쇠물 원료 투입 가격 변화 요인은 사실상 철광석 가격 변동폭이라고 볼 수 있다.

기존 보유 원료 재고, 원료 운송 기간 등을 배제한 이론적 분기별 쇠물 투입원가 증가분은 전분기대비 약 55달러/톤에 달한다. 기존 재고와 원료 투입 비중을 고려한 실질 분기별 쇠물 투입원가도 점진적으로 늘어날 것으로 예상된다. 철광석 가격이 큰 폭으로 하락하지 않을 경우, 2013년 중 최저 원가 투입은 1Q13가 될 가능성이 높다고 판단된다. 2Q13까지는 기존재고 영향으로 쇠물 투입원가 증가는 제한적이지만, 3Q13 쇠물 투입원가는 전분기대비 약 2~3만원/톤 상승요인이 있다고 추정된다.

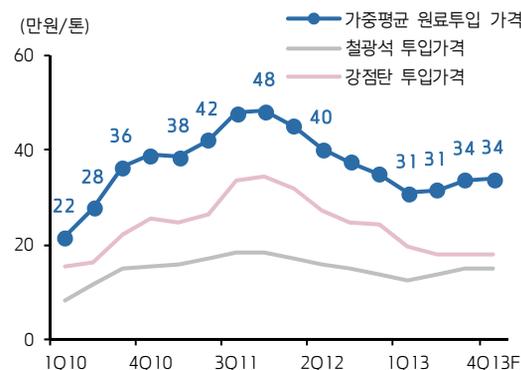
철광석 가격을 중심으로 원료 가격의 점진적 하락을 가정으로 한 추정치이지만 철광석 가격이 현재 수준에서 장기화되거나, 오히려 가격 상승세가 나타난다면 추가 원가 부담은 불가피한 상황으로 보여진다.

이론적 분기별 원료 투입가격 변화



자료: 기름증권 정리  
주: 철광석 1.6톤, 강점탄 0.55톤 투입 가정

실질 분기별 원료 투입가격 변화



자료: 기름증권 추정  
주: 전분기와 당분기 원료가격 반영 비중 7:3으로 가정

### 3분기 실적 둔화 가능성은 여전한 부담 요인

절대 실적 규모의 level down과 함께, 철강산업의 최대 디스카운트 요인은 실적의 변동성 확대라고 판단된다. 실적 변동성의 가장 큰 원인은 2010년 3월부터 지난 40여년간 이어져왔던 연간 계약가격 시스템 폐지이다. 원료 가격이 분기 계약으로 전환되면서 철강사들의 협상력을 약화시키는 결정적 원인으로 작용하기 시작했으며, 현재까지도 분기 계약 전환 효과가 이어지고 있다고 판단된다. 추가 측면에서도 가격 협상력 약화와 함께 실적 변동성이 높아지면서 디스카운트 요인으로 작용되고 있다.

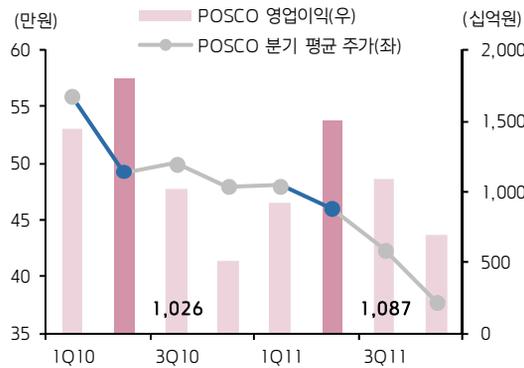
2012년과 마찬가지로 2013년에도 3분기부터 이러한 실적 변동 가능성 확대가 또 다시 나타날 가능성이 높다. 2분기까지는 원료 투입가격 상승 요인이 크지 않는 반면, 성수기 효과가 반영되면서 전반적인 ASP 상승이 가능한 상황이다. 하지만 3분기부터는 원가 부담 증가로 실적 변동성이 다시 높아질 가능성이 있다.

2012년의 경우 POSCO의 분기별,

별도 영업이익은 7,710억원(4Q11) → 4,710억원(1Q12) → 1조1,010억원(2Q12) → 8,380억원(3Q12)  
 평균 주가는 37.8만원(4Q11) → 40.2만원(1Q12) → 37.2만원(2Q12)→37만원(3Q12)  
 을 나타낼바 있다.

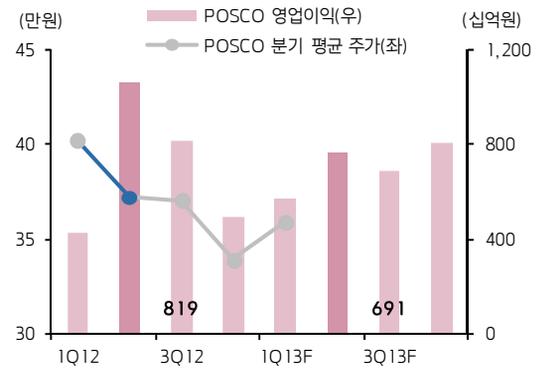
분기별 실적이 악화되었던 1분기에 오히려 주가는 상승했고, 최고 실적을 기록했던 2분기에 오히려 주가는 하락했다. 특히 2분기에 POSCO 주가는 실적에 약 1분기 가량 선행하는 모습을 나타낸 바 있는데, 2분기 주가가 부진했던 이유는 3분기 실적에 대한 부담감이 가장 크다고 판단된다.

POSCO 2분기 영업이익 성수기 효과로 최고 수준



자료: DataGuide  
 주: IFRS 별도 실적 기준

하지만 정작 주가는 3분기를 바라보면서 하락



자료: DataGuide  
 주: IFRS 별도 실적 기준, 2013년 실적은 컨센서스 기준

## >>> 네 가지 중 세 번째 - 실수요 회복 큰 기대 어려울 것으로 예상

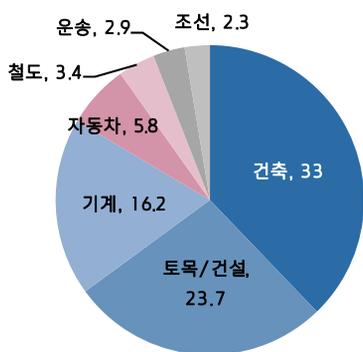
### 중국의 건설용 철강재 출하량이 중요 요소

글로벌 철강재 생산량과 소비량의 절반 가량이 중국이며, 중국 철강재 출하량에서 약 60%가 건축/토목에 관련된 건설용 출하 비중이다. 또한 고로에서의 쇳물 생산량이 90%에 육박하고, 고로 쇳물을 이용해 봉형강류 제품도 함께 생산하는 특이한 구조를 갖고 있다. 따라서 건설용 철강재 출하가 부진하면 제조업용 출하를 상대적으로 쉽게 늘릴 수 있는 구조여서, 중국의 건설용 철강재 출하량이 글로벌 철강재 소비량에 가장 중요한 요소라고 판단된다.

하지만 지난 1월 중국 국무원이 부동산 투자억제를 위해 마련한 규제를 보면, 양도소득세 20%와 대출이자를 상향 조정하는 등 긍정적이지만은 않다. 또한 5일 개최된 12기 전국인민대표회의에서 발표된 2013년 중국 경제성장률 목표 7.5%(2012년 달성치 7.8%)와 고정자산투자 목표 18%(2012년 달성치 20.3%)도 철강산업 수요 측면에서는 큰 실질 소비량 성장률을 기대하기 쉽지 않은 상황이라고 판단된다.

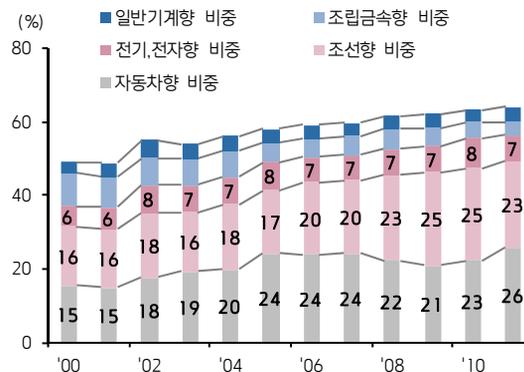
국내의 경우 산업고도화가 진행되면서 제조업 비중이 높아지고 있다. 지난 1월 동국제강 남운영 대표이사는 한 언론과의 인터뷰에서 만성적인 공급 초과가 지속되고 있는 상황에서, 철강 시장에 봄이 오려면 장기간 불황이 이어지고 있는 조선, 건설 등 수요산업부터 살아나야 한다고 언급한 바 있다. 조선산업의 경우 신규 수주 기대감과 해양플랜트 수주 기대감이 높아지고 있지만, 상선 업황 회복과 건조량 증가로 인한 후판 실질적인 소비량 증가를 확인하기에는 아직 이른 시점이라고 판단된다.

2011년 기준 중국 철강재 출하 비중



자료: Bloomberg

국내 실수요용 철강재 출하비중



자료: 한국철강협회

### 춘절 이후의 실질 철강재 수요 기대감 지속 여부

각국의 글로벌 경기 부양책 기대감, 미국 경제지표 개선 및 주택산업 회복, 중국의 지속적인 경제성장 가능성은 향후 장기적으로는 철강소비를 견인할 수 있는 긍정적인 요인이며 소비량 증가를 방향성 전환 가능성도 분명 긍정적인 요인이다.

하지만 성장을 측면에서 글로벌 철강재 소비량이 의미 있게 증가하는 시기로 보기에는 아직 이르다고 판단된다. 지난 40년간의 글로벌 경제성장률과 조강 생산량 증가율 회귀분석을 기준으로 볼 때, 2013년 글로벌 GDP가 3.5% 성장할 경우, 글로벌 조강 생산량은 3.0% 증가에 그칠 것으로 예상된다. 또한 글로벌 GDP 성장률이 최소 2.7%를 달성해야 글로벌 조강 생산량이 역성장 하지 않고, 글로벌 GDP 성장률 3.9%가 탄력성 결정 구간이다.

현재까지 나타났던 중국 철강재 수요는 춘절 이전 전통적으로 나타나는 재고확충 위주의 수요라고 판단된다. 재고확충 위주 수요라고 판단하는 근거는 중국의 철강재 유통 재고량이다. 춘절 직후 유통재고량이 늘어나는 것은 자연스럽지만, 문제는 사상 최고 수준까지 늘어난 증가폭이며 향후 재고 부담으로 작용될 수 있다. 열연강판 유통 재고량 역시 큰 폭으로 상승하면서 2011년 4월 이후 최고 수준까지 증가한 것으로 나타났다.

2월 상순(1~10일) 중국의 일평균 조강 생산량은 199만톤을 기록한 후, 2월 중순(11~20일) 일평균 조강 생산량은 201만톤으로 조강 생산량 증가세가 이어지고 있다. 지난 5월 중순 최대 조강 생산량 수준이다. 춘절 이후의 높아진 재고 수준과, 조강 생산량 증가세가 이어지면서 계절적 성수기 효과를 반감시킬 수 있다. 또한 2012년과 마찬가지로 성수기 효과가 기대에 미치지 못할 경우 향후 가격 하락 압력으로 작용될 가능성이 높다고 판단된다.

재고확충을 감안하더라도 큰 폭의 재고량 급증



자료: Mysteel

생산량 증가와 철강재 가격 비교



자료: CISA

## >>> 네 가지 중 마지막 - 철강산업 공급과잉 여전

### 중국 철강산업 생산능력 10억톤 육박

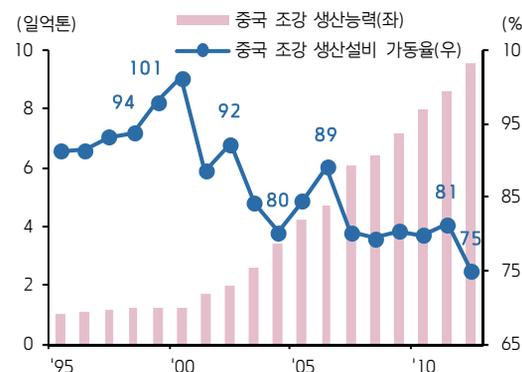
중국철강협회(CISA)에 따르면 2011년 중국 조강 생산능력은 8.6억톤으로 7.9% YoY 증가한 것으로 나타났다. 공식적인 자료는 없지만 2012년말 중국 조강 생산능력은 9.6억톤으로 11.2% YoY 증가한 것으로 추정된다. 지난 2일 중국 야금공업규획연구원 리시창 원장은 중국 조강 생산능력이 현재 9.7억톤에 달해, 10억톤 생산능력 초과는 시간문제라고 지적한 바 있다.

반면 2011년 중국 조강 생산량은 7억톤으로 9.9% YoY 증가했으며, 2012년 조강 생산량은 7.2억톤으로 2.0% YoY 증가한 것으로 나타났다. 아직까지 철강재 소비량대비 획기적인 생산능력 증가율 둔화는 나타나지 않고 있다.

지난 9월 중국철강협회 우시춘 명예회장은 진행되지 말았어야 할 프로젝트는 진행되고, 진행되었어야 할 프로젝트는 아직 승인조차 받지 못했다고 지적하면서 정부의 철강설비 프로젝트 승인제도가 유명무실해졌다고 언급한 바 있다.

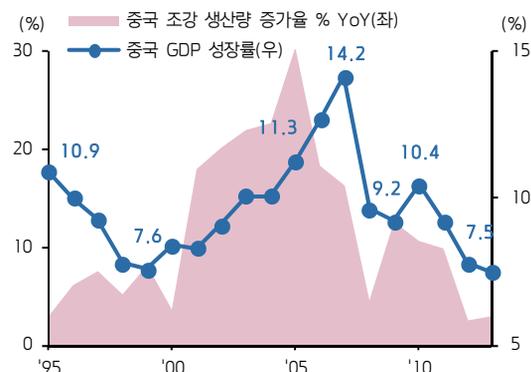
중국철강협회는 2013년 중국 조강 생산량이 3% YoY 성장하면서 10여년만에 가장 낮은 성장률을 기록할 것이라고 전망한 바 있다. 세계철강협회(WSA)도 2013년 중국 철강재 소비량은 3.1%, 세계 철강재 소비량은 3.2% 증가할 것이라고 전망한 바 있다. 향후 글로벌 경기 속도에 따라 철강재 소비량 상향 조정이 가능하겠지만, 철강재 생산능력 증가율과 비교할 때 아직 소비량 증가율은 미미한 수준이다.

### 중국 조강 생산능력과 명목 가동률 추이



자료: CISA

### 중국 GDP 성장률과 조강 생산량 증가율



자료: WSA, CISA

### 국내 철강사들의 증설도 진행중

중국도 중국이지만, 국내 철강사들간의 설비 증설 경쟁이 아직도 진행 중이다. 과거 설비 증설 경쟁은 물량 증대를 통한 수익 창출이었다면, 현재 나타나고 있는 설비 증설 경쟁은 시장점유율 방어를 위한 목적이 높다고 판단된다.

대규모 상공정 생산설비 투자로는 현대제철의 3기 고로(연간 생산능력 400만톤), POSCO의 광양 1고로 개수(연간 생산능력 240만톤 증가 효과) 및 3호기 파이넥스(연간 생산능력 200만톤) 등을 꼽을 수 있다. 대표적인 하공정 생산설비 투자는 현대하이스코의 150만톤 당진 2냉연공장을 꼽을 수 있다.

제철 생산능력이 현재 약 4,300만톤 수준임을 고려할 때, 고로 쇠물 생산능력만 약 20% 증가하는 수치이다. 시장점유율 방어를 위해 보다 치열한 경쟁과 수입재 대체 노력이 불가피한 상황이다. 2012년 국내 총 조강 생산량은 약 6,930만톤으로 1.2% YoY 증가한 바 있다.

#### 2013년 국내 철강 신규 설비 증설내용

업체명	설비	준공시기	생산능력	특징
POSCO	터키 STS 냉연공장	4 월	20	
	4 선재공장	5 월	70	
	멕시코 #2CGL	6 월	50	북미 자동차강판 시장
	광양 1 고로	6 월	570	개수공사 후 내용적 6,000 m <sup>3</sup> 으로 확장
	포항 1 제강(개조)	8 월	70	STS 400 계 전용 제강공장
	인도 무방향성 전기강판공장	10 월	30	
	#3 파이넥스	12 월	200	
인도네시아 일관제철소	12 월	300	1 차 프로젝트 300 만톤 규모	
현대제철	C 열연공장 증설	6 월	200	기존 350 만톤에서 550 만톤으로 생산능력 확장
	2 후판공장	8 월	150	후판 생산능력 기존 150 만톤에서 350 만톤으로 확장
	당진 3 고로	9 월	400	9 월 27 일 화입 계획, 고로 총 생산능력 1,200 만톤 달성
현대하이스코	당진 2 냉연공장	4 월	150	냉연강판 생산능력 600 만톤으로 확대
동부제철	태국 CCL	3 월	8	
유니온스틸	#8CCL	1 월	3.5	3 코팅 프린트강판 전문설비
세아제강	포항 JCO 및 JCOE, QT 설비	5 월	14	송유관 및 대구경 후육관 전문 생산
휴스틸	당진 중구경 후육관 설비	1 월	12	재료관 등 생산능력 확대

자료: 키움증권 정리  
주: 생산능력 단위는 만톤

## IV. 철강산업 투자의견 Neutral 유지

>>> 네 가지 요소 해소되기까지는 추가 시간 필요할 것으로 예상

아직은 실적증가까지의 연결고리는 부족

지난 12월부터 글로벌 경기회복 기대감, 철강 가격 상승세 등으로 소재산업인 철강업종 수익률이 Outperform 했다. 하지만 아직까지 이러한 긍정적 요소들이 실제 철강사들의 실적으로 이어지기까지는 연결고리가 부족하다고 판단된다. 가장 중요한 요소이지만, 글로벌 경기 회복과 철강재 가격 상승으로만 철강산업 수익성과 철강업종 수익률을 결정할 수는 없다고 판단된다.

2010~2012년 지표 비교 (단위: %, 달러/톤)

	KOSPI	철강금속	세계 GDP	중국 GDP	한국 GDP	열연코일
2010	21.9	(4.6)	5.1	10.4	6.3	671
2011	(10.7)	(16.6)	3.9	9.3	3.6	772
2012	9.4	(3.8)	3.2	7.8	2.7	666

자료: 키움증권 정리

향후 실적으로 연결되기 위해서는, ①중국 철강재 가격과 관계없이 수익성을 확보할 수 있는 국내 철강재 내수가격 상승, ② 원료 가격 하향 안정화 및 실적 변동성 축소, ③ 수요산업 회복으로 인한 실수요 회복, ④ 높은 철강재 소비 증가율 혹은 중국 공급과잉 산업 규제로 인한 공급과잉 해소 등이 필요할 것으로 판단된다.

POSCO 투자의견 BUY, 목표주가 436,000원을 유지한다.

최근 주가 조정으로 밸류에이션 부담감이 완화되었으며, 해외 고로 프로젝트 등 신규 사업 성장성과 해외 먹거리를 통한 장기 수익성을 확보할 수 있다고 판단된다.

현대제철 투자의견 BUY, 목표주가 103,000원을 유지한다.

1분기까지 실적이 부진하겠지만, 자동차용강종 개발을 대부분 마무리했고 고급강 비중이 늘어나고 있다. 향후 열연강판 업황이 개선될 경우 실적 개선이 빠르게 나타날 수 있다고 판단된다.

동국제강 투자의견 Marketperform, 목표주가 13,000원을 유지한다.

아직까지 국내 철강산업 업황 개선이 빠르지 못할 것으로 예상되면서 온기가 후판 품목까지 가기에는 추가 시간이 필요하다. 시장점유율 경쟁으로 인한 봉형강류 수익성 확보 어려움까지 더해지면서 동국제강 흑자전환은 당분간 지연될 것으로 판단된다.

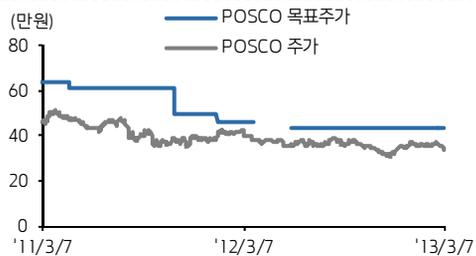
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	
POSCO (005490)	2011/01/14	BUY(Maintain)	640,000원	
	2011/02/24	BUY(Maintain)	640,000원	
	2011/03/31	BUY(Maintain)	640,000원	
	2011/04/25	BUY(Maintain)	610,000원	
	2011/05/23	BUY(Maintain)	610,000원	
	2011/05/30	BUY(Maintain)	610,000원	
	2011/07/12	BUY(Maintain)	610,000원	
	2011/07/25	BUY(Maintain)	610,000원	
	2011/08/03	BUY(Maintain)	610,000원	
	2011/11/02	BUY(Maintain)	500,000원	
	2011/11/07	BUY(Maintain)	500,000원	
	2012/01/18	BUY(Maintain)	460,000원	
	2012/02/06	BUY(Maintain)	460,000원	
	담당자변경	2012/05/31	BUY(Reinitiate)	436,000원
		2012/06/04	BUY(Maintain)	436,000원
		2012/06/29	BUY(Maintain)	436,000원
		2012/07/05	BUY(Maintain)	436,000원
		2012/07/25	BUY(Maintain)	436,000원
		2012/08/29	BUY(Maintain)	436,000원
		2012/10/10	BUY(Maintain)	436,000원
	2012/10/24	BUY(Maintain)	436,000원	
	2012/11/05	BUY(Maintain)	436,000원	
	2012/11/09	BUY(Maintain)	436,000원	
	2013/01/24	BUY(Maintain)	436,000원	
	2013/01/30	BUY (Maintain)	436,000원	
	2013/02/15	BUY (Maintain)	436,000원	
	2013/03/07	BUY (Maintain)	436,000원	
동국제강 (001230)	2011/01/10	BUY(Maintain)	42,000원	
	2011/01/26	BUY(Maintain)	42,000원	
	2011/05/23	BUY(Maintain)	49,000원	
	2011/06/02	BUY(Maintain)	49,000원	
	2011/07/12	BUY(Maintain)	49,000원	
	2011/09/06	BUY(Maintain)	46,000원	
	2011/11/02	Outperform(Downgrade)	33,000원	
	2012/02/01	Outperform(Maintain)	33,000원	
	담당자변경	2012/08/29	Marketperform(Reinitiate)	17,000원
		2012/09/13	Marketperform(Maintain)	17,000원
		2012/10/10	Marketperform(Maintain)	17,000원
		2013/01/07	Marketperform(Maintain)	17,000원
		2013/01/24	Marketperform(Maintain)	15,000원
	2013/02/06	Marketperform(Maintain)	13,000원	
	2013/03/07	Marketperform(Maintain)	13,000원	

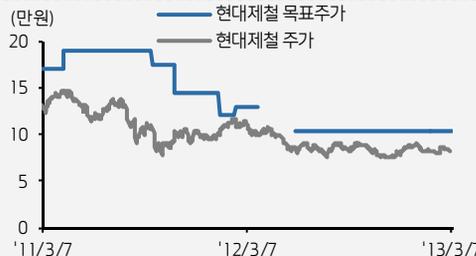
종목명	일자	투자의견	목표주가	
현대제철 (004020)	2011/01/10	BUY(Maintain)	170,000원	
	2011/01/31	BUY(Maintain)	170,000원	
	2011/04/13	BUY(Maintain)	189,000원	
	2011/05/13	BUY(Maintain)	189,000원	
	2011/05/23	BUY(Maintain)	189,000원	
	2011/07/12	BUY(Maintain)	189,000원	
	2011/09/20	BUY(Maintain)	176,000원	
	2011/10/28	BUY(Maintain)	145,000원	
	2011/11/02	BUY(Maintain)	145,000원	
	2012/01/16	BUY(Maintain)	120,000원	
	2012/02/13	BUY(Maintain)	130,000원	
	담당자변경	2012/05/31	Outperform(Reinitiate)	103,000원
		2012/06/04	Outperform(Maintain)	103,000원
		2012/06/21	Outperform(Maintain)	103,000원
		2012/07/30	Outperform(Maintain)	103,000원
		2012/08/16	Outperform(Maintain)	103,000원
		2012/08/29	Outperform(Maintain)	103,000원
		2012/09/27	Outperform(Maintain)	103,000원
		2012/10/10	Outperform(Maintain)	103,000원
		2012/10/29	Outperform(Maintain)	103,000원
	2012/11/05	Outperform(Maintain)	103,000원	
	2012/11/09	BUY(Upgrade)	103,000원	
	2013/01/07	BUY(Maintain)	103,000원	
	2013/01/24	BUY(Maintain)	103,000원	
	2013/02/01	BUY (Maintain)	103,000원	
	2013/02/20	BUY (Maintain)	103,000원	
	2013/03/07	BUY (Maintain)	103,000원	

### 목표주가 추이 (2개년)

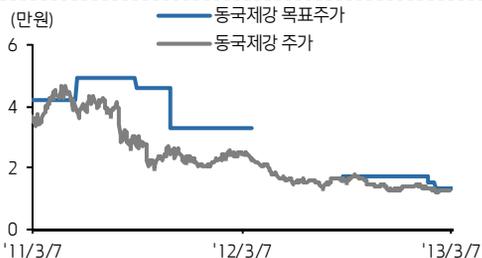
POSCO



현대제철



동국제강



### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		