

Spot Brief

업종 Comment

Overweight

태양광 산업

[정유/화학] **손영주** 3771-9337
Potential@iprovest.com

무역제재는 '비정상'의 정상화'일 뿐, 결국 좋아진다 !

- 무역제재에는 구조조정 이슈 후행, 구조조정 불구 Top-tier로서 안정적 수익 기대, 비중확대
- 반보조금 관세 수혜: 신성솔라, 한화케미칼 / 중국 부양책 추가 하방 지지, 급락시 적극 매수 대응

1. 미국은 태양광 패널에 대한 반보조금 관세(19~35%) 부과를 통해, 유럽은 태양광협회(ProSun)의 최저가격제 위반 제소를 통해 중국 모듈업체 압박, 자국업체 보호. 무역제재(制裁)에는 반드시 구조조정 이슈 후행. ① 구조조정 불구, 모듈 Major 진입한 한화케미칼·폴리실리콘 Top3. 인 OCI 안정적 수익 기대 및 ② 미국 무역제재에 대한 중국정부의 태양광 부양책 발표 압박(臨迫) 판단, 투자의견 '비중확대' 유지.

2. 미국 반보조금 관세 부과에 따른 업체별 영향.

- ① 미국 모듈업체 : 최대 수혜(보호무역) / 미국 태양광 설치업체: 부담(원가 상승)
- ② 중국외 셀/모듈업체 : 수혜(중국 Dumping 및 Subsidy 차단, 신규 고객 확대)
- ③ Major 모듈업체 : 중기 수혜(제재에 따른 군소업체 위축, Major M/S 확대 기회)
- ④ Major 폴리실리콘 업체 : 중기 수혜(구조조정 영향 제한적, 신규참여자 진입장벽)

3. 종목 투자의견 당사 커버리지 중심으로.

① 신성솔라에너지 : 최대 수혜, 중국외 업체 & 미국 Top 모듈업체 SunEdison 대규모 수주. 작년 4분기 영업이익 이래 흑자 지속, SunEdison 공급(14년 6월~16년, 목표 4. 참조)으로 하반기 가파른 실적 개선. 오바마 탄소저감 법안 발표 및 보호무역 조치에 따른 SunEdison 수혜로 인해 하반기 실적 개선 투명성 제고(提高). '16년까지 Full가동하의 실적 개선 기대.

② 한화큐셀 : 수혜, 중국외 업체 & 유럽 Major 업체.

중국 저가공세하에 위축되었던, High-End시장인 미국향 매출 급증으로 수익성 개선 기대. 추가로 Prosun의 중국 모듈업체 제소로 태양광 Boom-up 중인 영국 시장 공략 가속.

③ 한화솔라원 : 중기 수혜, Major 모듈업체 & 미국 비중 과소(1분기 미국향 비중: 8%).

'12년 미국 반덤핑 관세 부과 후 Suntech 파산, '13년 유럽 최저가격·수출쿼터제 이후 Chaori 파산과 같이, 무역제재 이후 구조조정 수반 불가피, 구조조정에 따른 투자심리 위축 가능, 하지만 Major업체들의 수익성 개선 지속 및 구조조정에 대한 내성으로 주가 점진적 회복 기대. 큐셀과의 협업·미국향 물량 과소로 인해 향후 무역제재에 따른 영향 제한적 판단.

④ OCI : 중립, Major 폴리업체 & 미국 태양광 설치업체(CPS Energy Project).

미국 보호무역 조치에 따른 중국 모듈업체 위축 및 구조조정 우려로 투자심리 위축 가능. 하지만 Major모듈업체 입지 강화 및 폴리실리콘 신규 진입 제한으로 폴리실리콘 수급 점진적 개선 기대. 단, 보호무역 조치하의 모듈 단가 상승에 따른 태양광 발전 사업 수익 감소 우려 부담.

4. 중국 태양광 부양책 압박, 추가 하방 지지.

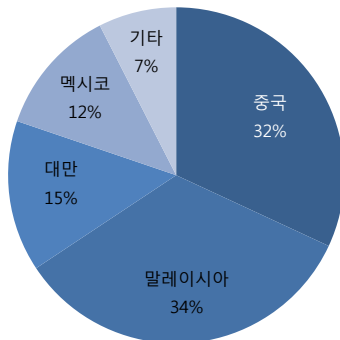
상기 종목을 투자의견을 참고하되, 간과하지 말아야 할 것은 미국의 보호무역 조치에 대응한 중국의 태양광 부양책. 극도로 부진한 상반기 설치량(당사 추정 3~4GW, cf. 연간 설치 목표 14GW)으로 인해, 인센티브 강화·금융 혜택 등으로 하반기 설치량 자극 기대. 중국 부양책이 추가 하방 지지 판단, 단기 급락 종목에 대해서는 적극 매수 대응 필요.

[도표 1] 국가간 태양광제품 반덤핑 제소 History

구분	일자	주요내용
중국 ↔ 미국	2011/10	- 미국 상무부, 중국산 태양광 패널에 대해 반덤핑 제소
	2012/07	- 중국 상무부, 한국 및 미국산 폴리실리콘 수입에 반덤핑 관세 부과 관련 조사 착수
	2012/10	- 미국 상무부, 중국산 태양광 패널 등에 대해 최고 25~250% 반덤핑 관세 부과 결정
	2012/11	- 미국 국제무역위원회(ITC), 중국 패널업체 대상 5년간 반덤핑 관세 및 상계 관세 부과안 통과
	2013/02	- 중국 상무부, 한국/미국/유럽산 폴리실리콘 반덤핑 예비 판정 연기(2월 → 4월)
	2013/04	- 중국 상무부, 한국/미국/유럽산 폴리실리콘 반덤핑 예비 판정 연기(4월 → 6월)
	2013/07	- 중국 상무부, 한국/미국산 폴리실리콘 반덤핑 관세 부과(미 53.3%~57.0%, 한 2.4%~48.7%)
	2014/01	- 미국 상무부, 대만산 셀 사용 중국 모듈에 대한 반덤핑 관세 조사
	2014/02	- 미국 ITC, 대만산 셀 사용 중국 모듈에 대한 예비 판정
	2014/06	- 미국 상무부, 중국산 태양광 패널에 대해 반보조금 관세 예비 판정(18.6%~35.2%, 10월 최종 판정 예정)
	2014/07	- 미국 상무부, 대만산 셀 사용 중국 모듈에 대한 예비 판정
중국 ↔ 유럽	2012/09	- EU, 중국산 태양광 패널 반덤핑 혐의 조사 시작
	2012/11	- 중국 상무부, 폴리실리콘 수입 반덤핑 관세 부과 대상에 EU 추가(기존 한국, 미국)
	2013/06	- EU, 중국산 패널 반덤핑 예비판정(최종결정시 5년간 상계관세, 반덤핑관세 부과)
	2013/06	- EU, 중국산 반덤핑 관세 예비판정 확정 : 6/6~8/5 11.8%, 8/6~12/5 47.6%
	2013/07	- 중국 상무부, 폴리실리콘 반덤핑 관세 부과대상에서 EU 제외
	2013/08	- EU, 중국산 태양광 제품 관련 최저수입 가격제(€0.56/W), 수출 쿼터제(7GW)
호주 → 중국	2014/05	- 호주 반덤핑 협의회, 중국산 패널 반덤핑 조사
인도 → 중국/미국	2012/11	- 인도, 중국/미국/대만/말레이시아 산 태양광 패널 덤핑 소송
	2014/05	- 인도 상무부, 태양광셀 반덤핑 관세 부과(중국 100~110%, 미국 50~60%, 대만/말레이 70~90%)

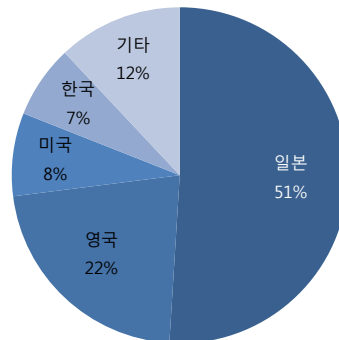
자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 미국 태양광 셀 수입금액 국가별 비중 '13년 기준



자료: KITA, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 한화솔라원 매출액 비중 '14년 1분기 기준



자료: 한화솔라원, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 신성솔라에너지 14년 판매·공급 계약 현황

(단위: 원)

주기	공시일	상대방	계약기간	계약금액(또는 공급물량)
①	2014-03-24	Taiyo	2014-03-21 ~ 2014-03-21	4,419,491,076
②	2014-03-28	Renesolar	2014-05-14 ~ 2015-05-15	116MW
③	2014-04-02	SunEdison	2014-04-01 ~ 2016-12-31	660MW(145 / 255 / 260)
④	2014-04-09	Asahi Alex	2014-04-08 ~ 2016-04-08	9,150,399,580

자료: 신성솔라에너지, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%