

조선

중국 조선업의 몰락, 그래서 BDI가 오른다

중국 후동중화조선이 인도한 LNG선 두 달째 운항 불능 상태

중국 상위 조선소 중 한 곳인 후동중화조선에서 2016년에 인도된 LNG선(CESI Gladstone)이 엔진결함 등을 이유로 두 달째 선박 운항이 멈춰있는 것으로 국내언론에서 전하고 있다. 후동중화조선은 지난 10년간 10여척의 LNG선을 건조한 경험을 갖고는 있지만 모두 증기터빈이 탑재되는 선박을 건조해왔을 뿐이다. 이번 운항이 멈춘 CESI Gladstone호는 M.A.N社의 L타입 중속 발전기(8L51/60DF - 4-stroke 8-cyl)이 탑재된 선박이라는 점에서 후동중화조선의 선박건조능력은 한계를 보인 것이라고 어렵지 않게 분석할 수가 있다. 지난 2~3년 전부터 후동중화조선을 비롯한 중국 조선소들은 이중연료추진 엔진이 탑재되는 LNG선 수주를 늘려왔다. 하지만 중국 조선업은 기본설계능력이 없기 때문에 이들 선박이 원활히 건조될 가능성은 사실상 없다는 것이 현실로 드러나고 있다.

벌크선에서도 건조지연이 심한 중국 조선업

중국 조선업은 사실상 벌크선 분야에서도 정상인도(예정된 납기와 정해진 원가)능력이 없다. 중국의 벌크선 건조는 건조지연 6개월은 기본인 것이 국내외 선주사들의 평가이기도 하다. 중국 조선업에는 숙련된 설계인력이 매우 부족하며 기본설계인력은 사실상 없기 때문이다. 이러한 이유를 근거로 당사 리서치센터에서는 지난 2014년부터 중국의 벌크선 인도지연으로 인해 BDI가 오를 수 밖에 없다는 것을 조선업 보고서를 통해 여러 차례 강조하기도 했었다.

벌크선, 한국 조선업의 기회가 될 전망

현재 벌크선 수주잔고는 중국과 일본이 잠식하고 있다. 중국은 케이프사이즈급, 일본은 수프라막스급 분야에서 많은 비중의 수주잔량을 갖고 있다. 중국의 건조능력 한계와 강화되고 있는 규제를 고려하면 벌크선의 공급량은 상당기간 감소추세를 보일 전망이다. 이는 BDI의 중장기적인 상승추세를 의미한다.

벌크선은 중고선이 1만척이 넘는 매우 큰 시장이다. 벌크선 분야도 LNG추진선박의 이슈는 피해갈 수가 없다. 한국 조선소 중 많은 도크를 갖고 있거나 중소 조선소의 경우 벌크선 수주를 늘리게 되면 도크 효율성을 높임과 동시에 중국 조선업에 직접적인 타격을 줄 수 있다는 점에 주목해야 할 필요가 있다.

Special Focus

Overweight

관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(8월 14일)
현대중공업(009540)	BUY	170,000원(하양)	108,000원
대우조선해양(042660)	BUY	45,000원	25,300원
현대미포조선(010620)	BUY	120,000원	94,100원

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	38,566	29,024	23,369	22,326	23,679
영업이익	십억원	(948)	856	441	557	755
세전이익	십억원	(1,675)	1,895	(504)	758	956
순이익	십억원	(2,154)	3,517	(91)	590	723
EPS	원	(17,628)	20,837	(466)	3,005	3,683
증감률	%	적지	흑전	적전	흑전	22.56
PER	배	N/A	4.21	N/A	20.99	17.13
PBR	배	0.68	0.52	0.67	0.65	0.62
EV/EBITDA	배	152.81	8.33	15.16	13.03	10.60
ROE	%	(11.28)	21.02	(0.51)	3.18	3.76
BPS	원	121,453	89,940	91,688	94,693	98,376
DPS	원	0	0	0	0	0

주: 조선업 3사 합산 기준
자료: 하나금융투자



Analyst 박무현
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

빈번하게 드러나고 있는 중국의 선박건조능력의 한계

중국의 선박건조 지연은
BDI 상승을 견인하고 있고
이는 벌크선 발주수요 자극할 것

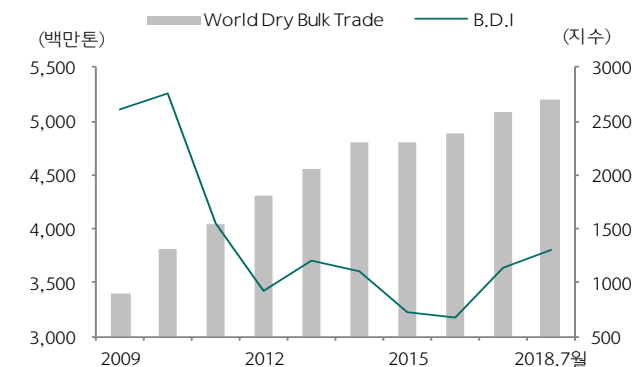
중국 상위 조선소 중 한국인 후동중화조선이 2016년에 인도한 LNG선(CESI Gladstone)이 이 결국은 문제를 드러냈다. 증기터빈이 탑재되는 LNG선 10여척을 건조해본 경험을 갖고 있던 후동중화조선이 M.A.N社의 L타입 중속 발전기(8L51/60DF - 4-stroke 8-cyl)가 탑재되는 선박의 건조가 원활하게 진행될 가능성은 매우 낮았기 때문이다.

중국 조선업은 기본설계능력의 한계와 매우 부족한 설계인력으로 벌크선과 탱커의 정상인도(예정된 납기와 정해진 원가)를 보인 사례는 없었다. 중국의 벌크선은 인도되자마자(6개월 이상 건조지연) 중고선가격이 50% 가량 폭락하는 사례도 빈번한 상황이다. 중국의 선박 인도량은 2012년 정점을 보인 후 계속된 감소추세를 보이고 있다.

전세계 벌크선 수주잔고의 2/3는 중국이 갖고 있으므로 중국의 건조지연과 인도량 감소는 벌크선의 공급 둔화를 의미한다. 세계 드라이벌크 물동량이 건조한 증가추세를 보이고 있는 가운데 중국의 선박 건조지연 및 인도량 감소는 BDI의 중장기적인 상승추세를 의미한다. 이는 벌크선의 발주수요를 자극하게 될 것이다.

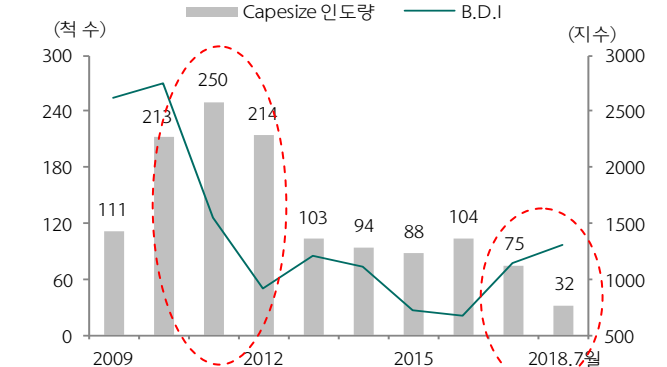
벌크선은 1만척을 상회하는 매우 큰 시장이다. 벌크선 분야도 LNG추진선과 같은 새로운 기술수요가 높아지고 있어 중국 조선업의 이탈은 더욱 가속화될 것이다. 한국의 조선업체는 벌크선을 주력선박으로 다시 고려해야 할 필요가 있다. 지난 2007년 한국 조선업의 벌크선 건조 마진은 무려 50%에 달했었다. 동일 선종의 반복 건조와 선가 상승이 맞물리면서 수익성이 극대화되었고 많은 수의 벌크선 수주는 도크 효율성을 높였기 때문이다.

그림 1. 드라이벌크 물동량과 BDI 추이 비교



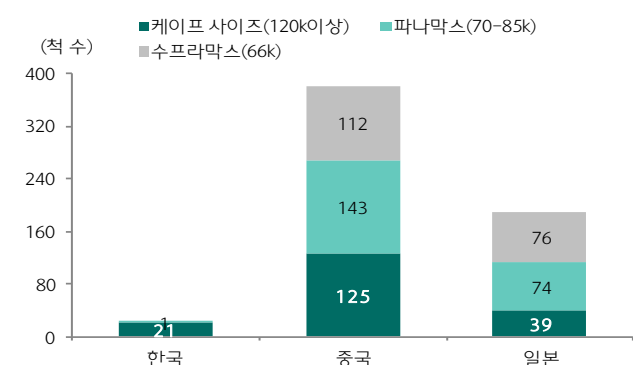
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. 케이프사이즈 벌크선 인도량 줄어듦에 따라 BDI 상승



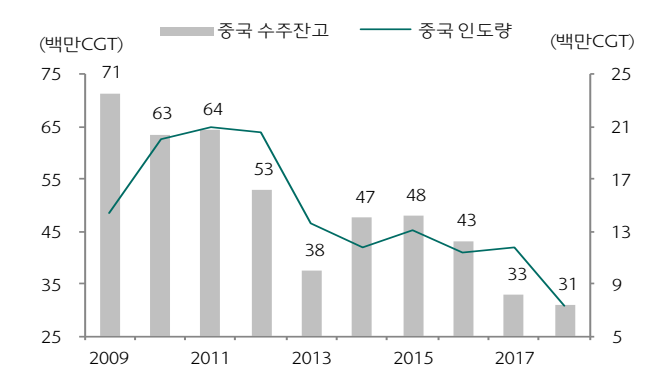
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 3. 벌크선 수주잔고는 중국과 일본이 지배



자료: Clarksons, 하나금융투자

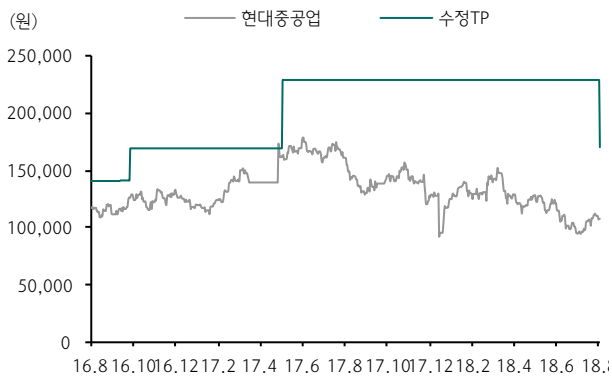
그림 4. 감소중인 중국 수주잔고와 인도량 - 벌크선 공급둔화를 의미



자료: Clarksons, 하나금융투자

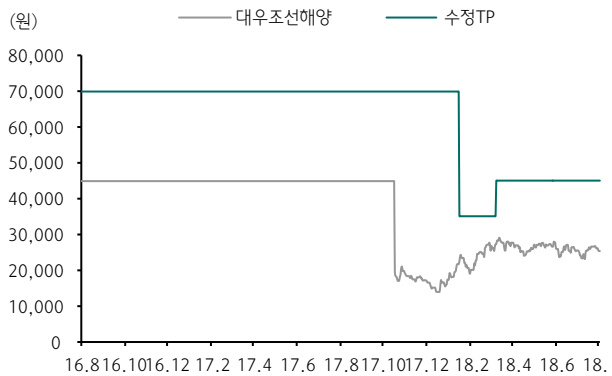
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대중공업



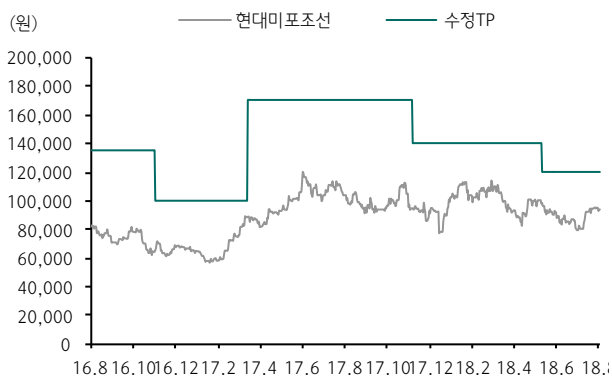
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.16	BUY	170,000	-52.46%	-44.14%
18.5.18	1년 경과		-37.86%	-22.29%
17.5.17	BUY	229,129	-22.61%	1.99%
16.10.10	BUY	168,954	-15.70%	-10.26%
16.9.26	BUY	140,738	-18.98%	-16.87%
16.9.12	BUY	140,231	-22.93%	-4.67%
16.4.24	BUY	126,715		

대우조선해양



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.3.23	BUY	45,000	-31.52%	-21.00%
18.1.30	BUY	35,000	-49.53%	-36.00%
17.5.8	1년 경과		-36.01%	-28.71%
16.5.7	Neutral	70,000		

현대미포조선



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.25	BUY	120,000	-29.42%	-18.57%
17.11.20	BUY	140,000	-41.21%	-29.41%
17.3.28	BUY	170,000	-32.70%	-10.50%
16.11.15	BUY	100,000	-45.76%	-39.19%
16.9.12	BUY	135,000	-26.95%	-16.40%
16.4.24	BUY	100,000		

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 08월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2018년 08월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.