

# 철강

## 이제는 바닥을 논해 봐도 되지 않을까?

SK증권 리서치센터



Analyst  
이규익

kyuik@sks.co.kr  
3773-9520

### 하반기에도 철강 업황 부진 지속

하반기에도 철강 업황 부진은 지속되었다. 중국 철강 가격은 16-17 년도 이후 최저를 기록했으며 국내 철강사 주가도 고전을 면치 못하고 있다. 철강 업황 부진의 주된 이유는 여전히 중국 부동산이다. 중국 신규 주택 착공 면적은 기저가 있음에도 전년 동기 대비 20% 내외의 감소세가 지속되고 있으며 주택 가격 하락폭도 확대되고 있다. 더불어, 중국에서 9 월 25 일부터 새로운 표준의 철근 사용을 의무화하여 저가 구형 철근 물량 출회가 증가했고 철강 가격에 추가적인 하방 압력으로 작용했다.

### 그래도 철강 업황의 추가 하락은 제한적

쉽지 않은 업황이지만 그래도 1) 구형 철근 물량 출회 종료 2) 높아진 중국의 정책 활용 가능성 힘입어 철강 가격의 추가적인 하락 가능성은 낮다고 판단한다.

**1) 구형 철근 물량 출회 종료:** 철강 가격에 하방 압력으로 작용하던 구형 철근 물량도 대부분 소화된 것으로 추정된다. 저가 물량 출회로 인한 시장 교란은 마무리되었다. 뿐만 아니라 구형 철근 물량이 소화되는 기간 철근 생산량이 전년 대비 40%가량 감소했다. 이에 비수기임에도 철근 재고는 6 월 말 대비 27% 감소했고 철강재 재고도 예년 수준을 하회하기 시작했다.

**2) 높아진 중국의 정책 활용 가능성:** 그간 중국 정부는 금리 인하에 소극적인 모습이었으나 최근 미국의 50bp 금리 인하로 인해 통화 정책 사용의 여력이 생겼다고 판단한다. 아울러, 최근 중국 내 경제 지표 부진으로 추가적인 부양책 기대감도 상승하고 있다. 중국 정책 활용을 통한 철강 수요 개선도 기대해볼 만하다.

### 수급적으로도 철강 섹터에 우호적인 환경 될 것

24 년 철강 섹터는 많은 관심을 받지 못했다. 바닥을 모르고 하락하던 철강 업황의 영향도 있었지만 철강/비철금속 섹터 내 상대적으로 양호한 업황을 보였던 비철금속 섹터로의 수급 유입도 영향을 미친 것으로 추정된다. 그러나 철강 업황의 추가적인 하락이 제한적인 상황에서 최근 비철금속 섹터 내 기업들의 불확실성 증대로 해당 수급이 철강 섹터에 유입될 수 있는 환경도 마련되었다고 판단한다.

### 철강 섹터에 대한 투자의견 중립에서 매수로 상향

올해 철강 섹터는 부진했고 여전히 단기간 내 중국 부동산 업황의 반등을 기대하기 힘든 상황이다. 그러나 이제는 철강 가격 바닥을 주장할 수 있는 근거가 점차 쌓이고 있고 바닥만 확인된다면 철강 섹터 내로 수급이 유입될 수 있는 환경도 조성되었다고 판단한다. 이에 철강 섹터에 대한 투자의견을 중립에서 매수로 상향하며 철강 대형주인 POSCO 홀딩스와 현대제철을 관심종목으로 제시한다

## 1. 하반기에도 철강 업황 부진이 지속되며, 그래도 추가 하락은 제한적

하반기에도 중국 철강 업황 부진이 지속되며 최근 중국 열연 가격은 17년 이후, 철근 가격은 16년 이후 최저 수준까지 하락했다. 이에 중국뿐만 아니라 국내 철강사들의 주가도 고전을 면치 못하고 있다. 현대제철의 주가는 연초 이후 33.2% 하락했으며 최근 4년 래 신저가를 기록했다.

철강 업황 부진의 주된 이유는 여전히 중국 부동산 업황이다. 중국 신규 주택 착공 면적은 기저가 있음에도 여전히 전년 동기 대비 20% 내외의 감소세가 지속되고 있다. 중국 부동산 업황 부진에 중국의 건설 향 철강 수요 부진은 지속되고 있으며 유의미한 철강 감산을 위한 중국 정부의 노력 부재에 올해 하반기에도 철강 가격 하락세가 지속되었다.

더불어, 중국에서 9월 25일부터 새로운 표준의 철근 사용을 의무화하며 철강 가격의 낙폭을 키웠다. 해당 발표는 6월 25일에 이뤄졌는데, 부진한 철강 업황 지속되는 가운데 7-8월 비수기 구간에 기존 철근 물량이 소화되어야 하다 보니 기존 철근들이 저가로 출회되었고 해당 물량이 철강 가격에 추가적인 하방 압력으로 작용했다.

중국 열연 및 철근 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

현대제철 시가총액 및 중국 열연 가격 추이

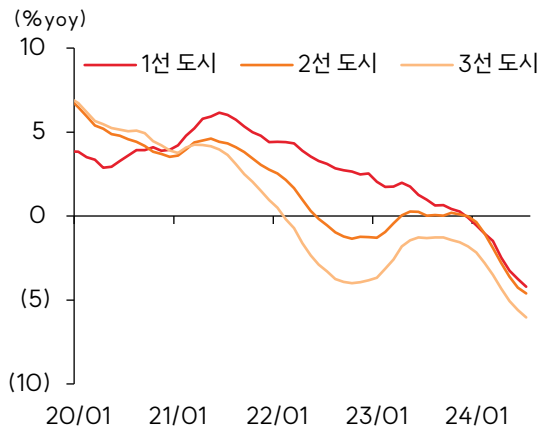


자료: Bloomberg, SK 증권

중국 정부도 부동산 업황의 심각성을 인지하고 5 월 1) 부동산 실질 적용 금리 인하 2) 최소 계약금 비중 축소 3) 미분양 주택 매입 등 부동산 부양책을 발표했다. 그러나 6 월 한달 간만 주택 거래량 및 착공 면적의 개선 효과가 있었을 뿐 7 월 이후에는 해당 지표들도 다시금 정책 시행 이전 수준으로 돌아왔다.

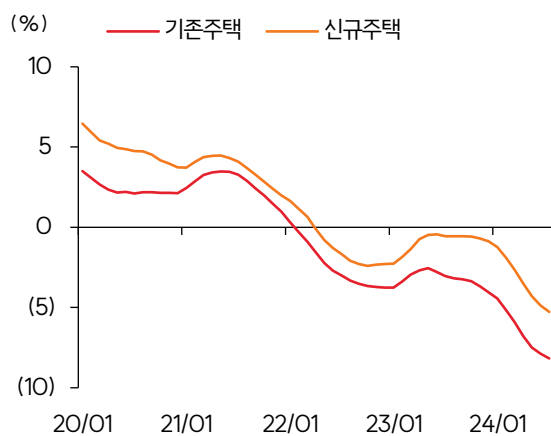
중국 정부의 부동산 부양 노력에도 중국 주택 가격 하락폭이 매일 확대되고 있는 상황에서 중국 부동산 업황의 바닥을 논하기는 아직 이르다. 그러나 1) 구형 철근 물량 출회 종료 2) 높아진 중국의 정책 활용 가능성에 힘입어 철강 가격의 추가적인 하락 가능성은 낮다고 판단한다.

중국 신규 주택 가격 추이



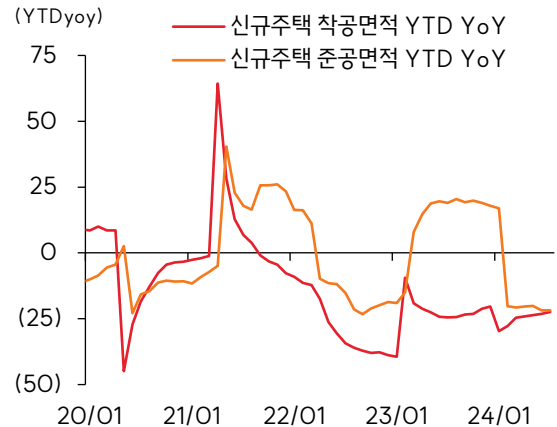
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 기존주택 및 신규주택 가격 추이



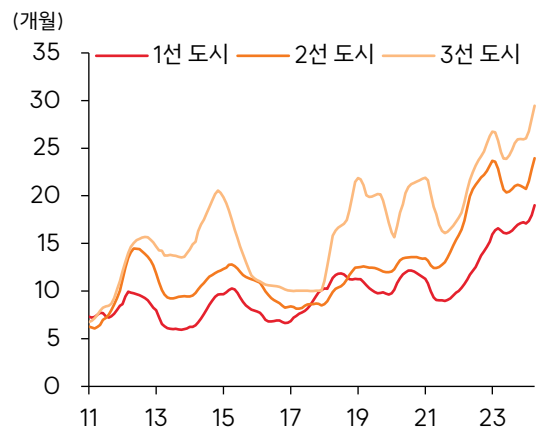
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 신규주택 착공 및 준공 면적 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 주택 재고 소요 기간 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

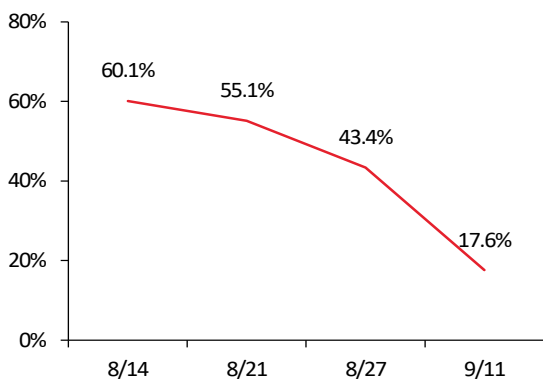
## 2. 구형 철근 물량 출회 종료에 따른 수급 개선 기대

중국 정부는 6월 25일 새로운 철근 표준 도입을 발표했으며 유예 기간은 3개월로 한정했다. 새로운 철근 표준은 내피로성 향상, 보다 엄격한 제조 및 테스트 절차 도입 등 기존 철근 대비 우수한 품질의 철근 생산을 요하는 내용을 포함하고 있었다. 해당 표준 발표로 철근 생산에 있어 2-30 위안의 추가 비용이 발생하지만 기존 철근 물량을 3개월 이내에 소화해야 한다는 점이 철강사들에게는 더 큰 문제였다.

중국 부동산 업황 부진으로 철근 거래량이 21-22년 대비 절반 이상 감소한 상황에서 7-8월 비수기에 해당 물량이 소화되어야 하다 보니 해당 물량들이 저가에 출회되기 시작했고 전반적인 철강 가격에 하방 압력으로 작용했다. 이에 중국 철강 업체는 9월 25일까지로 되어 있던 시한을 늘려달라고 요구했지만 중국 정부는 들어주지 않았고 저가 철근 물량의 출회는 지속되었다.

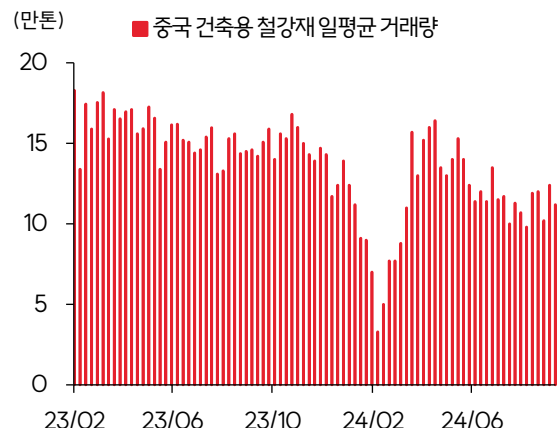
그러나 9월 하순에 접어든 지금, 해당 물량은 대부분 소화된 것으로 추정된다. 정확한 데이터에 접근할 수는 없지만, 언론 보도에 따르면 9월 11일 기준 구형 철근 재고의 비중은 전체 철근의 17.6%였다. 평균적으로 하루에 2%가량 구형 철근 재고 비중이 축소되었던 것을 감안하면 9월 하순 대부분의 구형 철근 물량은 소화된 것으로 추정된다. 9월 중순 이후의 철근 가격의 반등도 이와 무관하지 않다고 생각되며 아직 구형 철근 물량이 소화되지 못하였더라도 9월 25일부로 구형 철근 물량 유통이 금지되기 때문에 저가의 구형 철근 물량 출회로 인한 시장 교란은 이제 마무리되었다고 판단한다.

중국 구형 철근 재고 비중 추이



자료: mysteel, SK 증권

중국 건축용 철강재 일평균 거래량 추이

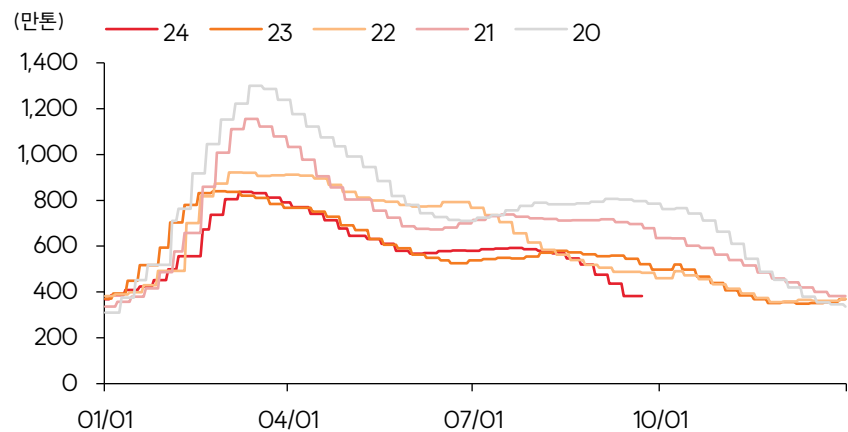


자료: mysteel, SK 증권

중국 구형 철근 물량 해소뿐만 아니라 해당 물량이 소화되는 기간 동안 중국 철근 생산량 감소에 따른 수급 개선도 중국 철근 가격의 바닥을 지지할 것으로 예상된다. 구형 철근 물량이 소화되는 기간동안 철강사들은 기존 철근 물량 해소에 보다 집중했으며 해당 기간 철근 생산량은 전년 동기 대비 40%가량 감소했다.

이에 일부에서는 철근 쇼티지도 발생한 것으로 파악되며 철근 재고도 전년 동기 대비 26.6%, 최근 4년 평균 대비 38.9% 낮은 수준에 형성되어 있다. 중국 철강재 재고도 상반기 내내 전년 동기 대비 10-20%가량 높은 상황이 유지되었으나 철근 재고 감소에 힘입어 중국 철강재 재고는 전년 동기 대비 5.7% 낮은 수준을 기록하고 있다.

#### 중국 철근 재고 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

### 3. 높아진 중국 정부의 정책 활용 가능성

최근 미국 기준금리 50bp 인하로 중국 정부의 통화 정책 여력이 증가했다는 점도 긍정적이다. 중국 정부는 부동산 업황 부양을 위해 통화 정책의 필요성에 대해서는 인지를 하고 있었음에도 미국과의 금리 스프레드 확대, 중국 은행 건전성 이슈 등으로 인해 통화 정책 시행에 소극적인 모습을 보였다.

2 월 LPR 5 년물 금리 25bp 인하, 7 월 LPR 1 년물/5 년물 10bp 인하 등 인하 폭 측면에서나 인하 시기 측면에서나 서프라이즈를 보여줬음에도 전혀 효과가 없었던 점도 소극적인 통화정책 사용에 일조했을 것으로 추정된다. 그러나 중국 9 월 LPR 금리 인하 가능성이 보도되는 등 최근 미국 금리 인하 이후 중국의 금리 인하 가능성도 대두되고 있다. 기대했던 9 월 LPR 금리 인하는 없었지만 그래도 미국 금리 인하를 통해 중국의 통화 정책적인 여력은 보다 확대되었다고 판단한다.

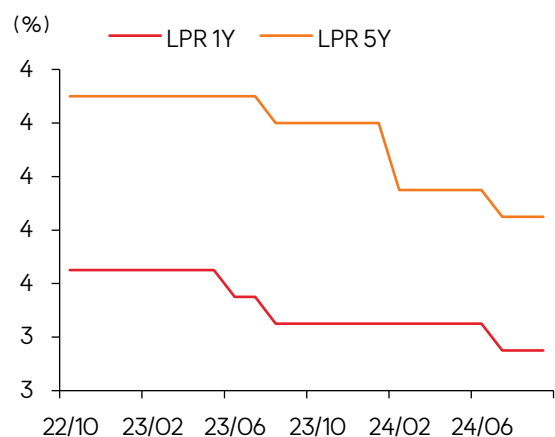
중국 경제 지표 부진에 따른 부양책 시행도 기대할 만하다. 최근 발표된 중국 8 월 경제 지표는 산업생산, 소매판매 그리고 부동산 개발 투자까지 예상치를 하회했다. 아울러, 중국 생산자물가는 23 개월 연속 마이너스를 기록하는 등 중국 정부 차원의 부양책이 절실한 상황이다. 향후 부양책 시행으로 인한 철강 수요 개선 기대해 볼만 하다고 판단한다.

미-중 10 년물 금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 LPR 금리 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

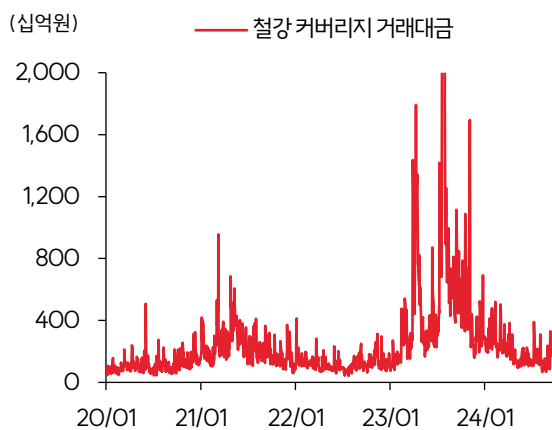
#### 4. 수급적으로도 철강 섹터에 우호적인 환경 될 것

24년 철강 커버리지 기업들의 일평균 거래대금은 1,927.6 억원으로 23년 일평균 거래대금 대비 62% 감소했다. 이차전지 섹터의 영향을 더 많이 받는 POSCO 홀딩스를 제외한 커버리지 기업들의 24년 일평균 거래대금은 189 억원으로 23년 대비 41.3% 감소했으며, 지난 3년 평균 대비해서도 58.4% 감소했다.

철강 섹터 소외의 주요 원인은 1) 바닥을 모르고 하락했던 철강 업황 2) 철강/비철 금속 섹터 내 비철금속 섹터의 매력도가 상대적으로 높았기 때문으로 추정된다. 그러나 두 가지 요인 모두 완화되는 모습을 보여줄 것으로 기대한다. 우선 철강 업황 측면에서는, 앞서 언급했듯 저가 철근 물량 출회 종료 그리고 중국 정부의 정책 기대감이 철강 업황의 바닥을 지지해줄 것으로 예상된다.

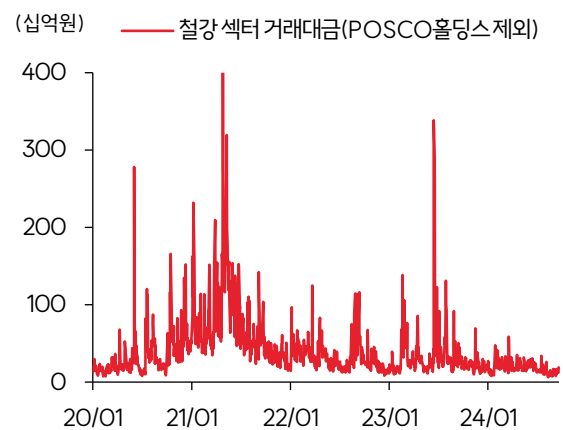
철강 업황의 바닥이 확인된다면 그동안 비철금속 섹터로 향했던 수급도 최근 비철금속 섹터 내 기업들의 불확실성이 높아지는 구간에서 철강 섹터로 유입될 가능성도 높다고 판단한다. 철강 업황 바닥과 함께 해당 수급 유입으로 인한 철강 섹터 주가의 반등도 기대해볼 만하다.

철강 커버리지(7개 사) 거래대금 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

철강 커버리지(POSCO 제외) 거래대금 추이



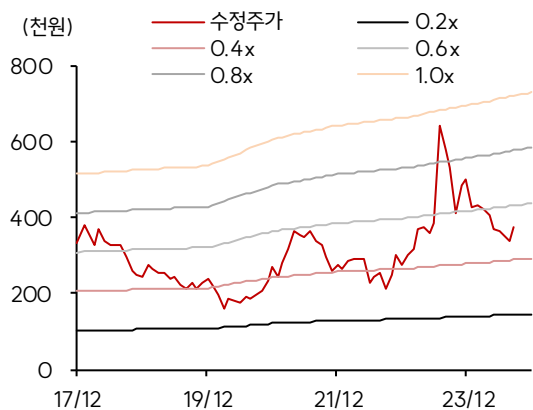
자료: Quantiwise, SK 증권

## 5. 철강 섹터에 대한 투자의견 중립에서 매수로 상향

바닥을 모르고 하락했던 철강 업황과 철강/비철금속 섹터 내 비철금속 섹터의 상대적으로 높은 매력도의 영향으로 철강 섹터는 부진했다. 아직 단기간 내 중국 부동산 업황의 반등을 기대하긴 힘든 상황이지만 그동안 철강 가격에 하방 압력을 가해왔던 구형 철근 물량 출회가 종료된 것만으로도 철강 가격의 추가적인 하락은 제한적일 것으로 예상된다. 추가적으로 중국 정부의 정책 활용 가능성이 확대된 것도 긍정적이다.

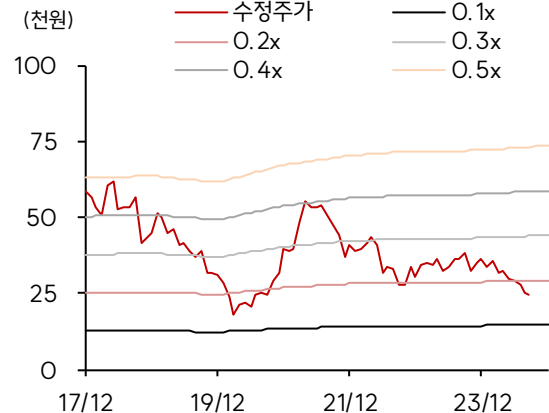
아울러, 그동안 상대적인 매력도가 높았던 비철금속 섹터 내 기업들의 불확실성 증대로 인해 철강 섹터 내로 수급이 유입될 환경도 조성되었다고 판단한다. 이에 철강 섹터에 대한 투자의견을 중립에서 매수로 상향하며 철강 대형주인 POSCO 홀딩스와 현대제철을 관심종목으로 제시한다.

POSCO 홀딩스 PBR 밴드 차트



자료: FNGUIDE, SK 증권

현대제철 PBR 밴드 차트



자료: FNGUIDE, SK 증권



## 기업분석

## (1) POSCO 홀딩스/매수(유지)/목표주가: 510,000 원(유지)

- ▶ 동사의 3 분기 연결 실적은 매출액 18.9 조원(-0.4% YoY, +2% QoQ), 영업이익 8,026 억원(-32.9% YoY, +6.7% QoQ)을 기록할 것으로 예상
- ▶ 전반적인 판재류 가격 하락과 더불어 상반기 조선 항 가격 협상 결과가 3 분기 일괄적으로 반영되며 판가는 3만원 하락할 것. 그럼에도 원재료 가격 하락으로 스프레드는 플랫폼 수준에서 버틸 것으로 전망
- ▶ 3 분기 판매량은 844.6 만톤(+1.8% YoY, +7.5% QoQ)을 전망. 2 분기 대보수로 인한 이연 물량이 반영되어 YoY, QoQ 개선된 판매량을 기록할 것으로 기대
- ▶ 동사의 주가는 최근 이차전지 센티 개선에 상승세를 보이고 있음. 철강 업황의 바닥 확인이 동사의 주가 상승에 얼마나 영향을 미칠 수 있을 지 예상하긴 힘들지만 철강/비철금속 섹터 내 포지션 변경으로 인한 추가 수급 유입 기대

POSCO 홀딩스 실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>19,381</b>	<b>20,121</b>	<b>18,961</b>	<b>18,664</b>	<b>18,052</b>	<b>18,510</b>	<b>18,883</b>	<b>18,894</b>	<b>77,127</b>	<b>74,339</b>	<b>78,461</b>
철강	15,770	16,547	15,803	15,419	15,444	15,449	15,680	15,465	63,539	62,038	63,572
포스코	9,622	10,298	9,675	9,376	9,520	9,277	9,617	9,487	38,971	37,901	38,803
해외	5,268	5,210	5,089	4,927	4,942	5,156	5,058	4,986	20,495	20,142	20,635
기타	880	1,038	1,039	1,116	982	1,016	1,005	992	4,073	3,995	4,133
철강 외	15,620	16,647	15,674	15,629	15,309	15,383	15,440	15,673	63,570	62,138	67,489
(연결조정)	12,010	13,073	12,517	12,384	12,701	12,322	12,237	12,244	49,983	49,837	52,600
<b>영업이익</b>	<b>705</b>	<b>1,326</b>	<b>1,196</b>	<b>304</b>	<b>583</b>	<b>752</b>	<b>803</b>	<b>910</b>	<b>3,531</b>	<b>3,047</b>	<b>4,222</b>
철강	338	1,021	853.0	345.7	339	434	538	660	2,557	2,034	2,932
영업이익률	2.1%	6.2%	5.4%	2.2%	2.2%	2.8%	3.4%	4.3%	4.0%	3.3%	4.6%
철강 외	888	592	802	195	346	464	325	312	2,478	1,384	1,585
(연결조정)	521	287	459	236	102	146	129	145	1,504	521	650
당기순이익	840	776	551	-321	608	546	503	222	1,846	1,878	2,752
<b>지배주주순이익</b>	<b>726</b>	<b>690</b>	<b>488</b>	<b>-206</b>	<b>541</b>	<b>530</b>	<b>421</b>	<b>183</b>	<b>1,698</b>	<b>1,674</b>	<b>2,357</b>
비지배주주순이익	114	86	62	-115	67	16	82	39	148	204	396

자료: SK 증권

## (2) 현대제철/매수(유지)/목표주가: 40,000 원(유지)

▶ 동사의 3분기 연결 실적은 매출액 5.7조원(-8.8% YoY, -5.1% QoQ), 영업이익 1,418억원(-37.9% YoY, +44.7% QoQ)을 기록할 것으로 예상

▶ 판재류 가격 하락했지만 고로 원재료 가격 하락으로 고로 스프레드는 플랫 수준 예상. 봉형강류 제품 가격은 제강사들의 강도 높은 감산과 가격 사수 의지에 상승한 반면 철스크랩 가격은 3% 하락하며 전기로 스프레드 소폭 개선될 것으로 기대

▶ 3분기 판매량은 424.1만톤(-6.6% YoY, -3.5% QoQ)을 전망. 판재류 판매량은 287.1만톤으로 견조하겠으나, 계절적 비수기 및 감산 여파로 전기로 판매량 137만톤으로 부진할 것으로 예상

▶ 철강 업황 부진에 동사의 주가는 4년래 신저가 수준까지 하락. 아직 철강 업황의 본격적인 반등 움직임은 보이지 않으나 그래도 추가적인 하락은 제한된다고 판단. 아울러, 섹터 내 포지션 변경으로 인한 수급 유입도 기대되기 때문에 투자의견 매수 및 목표주가 4만원 유지

현대제철 실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	6,389	7,138	6,283	6,104	5,948	6,041	5,731	5,813	25,915	23,533	23,956
현대제철 별도	5,604	5,863	5,243	4,899	4,819	4,852	4,659	4,728	21,610	19,059	19,393
현대제철 외	785	1,275	1,040	1,205	1,128	1,190	1,071	1,084	4,305	4,474	4,563
영업이익	334	465	228	-220	56	98	142	143	798	439	1,088
현대제철 별도	343	426	189	-299	89	46	130	130	650	395	1,023
현대제철 외	-9	39	39	79	-33	52	12	13	148	44	64
지배주주순이익	228	297	135	-199	32	-7	63	38	461	125	646

자료:SK 증권

### Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 18일 기준)

매수	98.15%	중립	1.85%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------