



에너지/석유화학 Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 4월 15일

롯데케미칼(011170)

NEUTRAL I TP 75,000원 I CP 59,100원

S-Oil(010950)

BUY I TP 80,000원 I CP 51,800원



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김영준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 4월 16일 | 산업분석_Update

에너지/석유화학

중국과 미국 화학업체에 닥친 고난

중국 PDH와 ECC가 관세 전쟁으로 원료 조달 어려워질 전망

중국 프로필렌 Capa는 2025년 7.5천만톤으로 전 세계 Capa 1.8억톤의 42%다. 이 중 프로판 기반 PDH는 2.5천만톤으로 중국 전체의 32%, 전 세계의 14%다. 중국의 미국산 제품에 대한 관세 125% 부과로 중국 PDH의 원료 조달이 어려워질 전망이다. 2025년 1~2월 기준 중국의 LPG(프로판/부탄) 수입국 비중은 미국 55%, UAE 21%, 오만 9% 등으로 미국으로부터의 수입이 압도적이기 때문이다. 중국은 미국의 대체선으로 UAE 등 중동/노르웨이/아프리카를 모색하겠으나, 대체선이 모두 중국에 유입될 가능성이 낮고 물량도 절대적으로 부족하다. 따라서, 중국의 2025년 LPG 수입량은 YoY 감소할 가능성이 높고 이는 PDH 설비의 가동을 하향 요인으로 작용할 것이다. 이를 반영해 미국 프로판 가격은 최근 30% 가량 급락했으며, 중국의 대체선 모색에 따라 중동산 LPG는 강세 조짐이 나타나고 있다. 중국 에틸렌 Capa는 2025년 기준 6.1천만톤으로 전 세계 Capa 2.3억톤의 26%다. 이 중 에탄 기반 중국 ECC는 약 720만톤으로 중국 전체의 12%, 전 세계의 3% 수준이다. 참고로, 해당 설비는 Satellite 250만톤, Wanhua 220만톤, SP Chemical 65만톤, Ningbo Huatai 80만톤, Sanjiang 100만톤이다. 해당 설비는 에탄의 대부분을 미국으로부터 조달하기에 향후 가동을 조정 가능성이 나타날 수 있다. 중국 NCC가 지난 3년 간 러시아/이란산 원유/납사 조달을 통해 누린 원가 우위도 사라지는 국면이라는 점도 감안하자.

미국 ECC가 10년 누린 원가 우위가 끝나간다

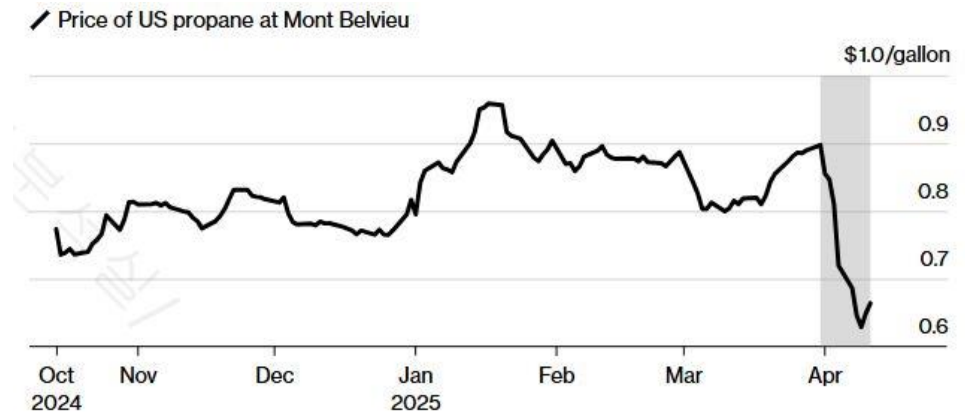
90년 대 후반부터 미국의 가스 발전 수요가 급증하면서 2000년 초 Henry Hub 천연가스는 5배 가까이 급등했다. 이로 인해, 2000년 초반 미국의 ECC는 경쟁력을 잃고 설비 폐쇄 과정을 겪은 바 있다. 리쇼어링에 따른 제조업 건설투자 급증, AI/데이터센터로 미국의 가스 발전 수요는 재차 20년 만에 급증 중이다. 이에 더해, LNG 대규모 수출 수요까지 겹치며 미국 Henry Hub는 강세를 시현할 가능성이 높아졌다. 이미 Oil/Gas Ratio는 17배 내외로, ECC/NCC 간의 경쟁력이 같아지는 10~15배에 근접했다. 중국 상선의 미국 입항 시의 Entry Fee 부과, 관세전쟁에 따른 미국 화학 제품의 중국향 판매 차질 발생 가능성 등을 감안할 때, 지난 수년 간 이어진 아시아 시장에서의 미국 영향력은 점차 축소될 가능성이 높다. 아시아 NCC에게는 가동률을 상향 시킬 절호의 기회다.

한국 NCC, 경쟁사의 펀더멘털 변화에 따른 영속 기업 가정 가능

관세 전쟁에 따른 석유화학 수요 리스크는 상존한다. 하지만, 중국의 적극적 부양책이 기대되는데다, 롯데케미칼의 PBR은 0.15배로 이미 최악을 반영했다. 경쟁사의 펀더멘털 변화로 한국 NCC의 영업 환경에 숨통이 트일 가능성이 높아졌기에 이제는 영속기업의 가정을 해야 할 시점이라 판단한다. 10년 간 이어진 미국 ECC 대비 경쟁 열위, 지난 3년 간 이어진 아시아 내에서의 경쟁 열위 국면을 동시에 모두 탈피할 가능성을 생각하자. 롯데케미칼에 대한 Trading BUY를 권하며, 사인PI를 보유한 S-Oil도 중장기 관점에서 관심주다.

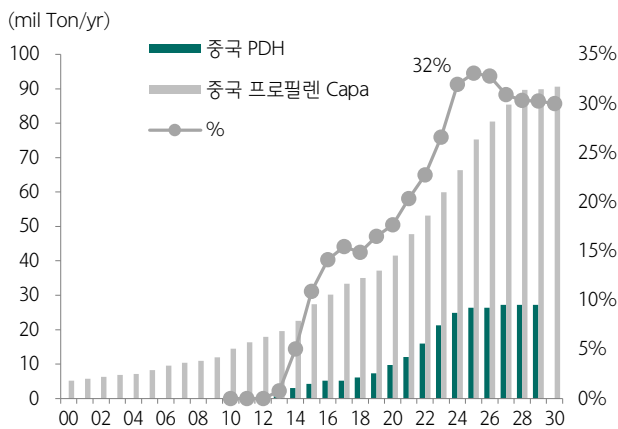
도표 1. 미국 프로판 가격 추이

미중 상호 관세부과 이후
약 30% 폭락한 미국 프로판



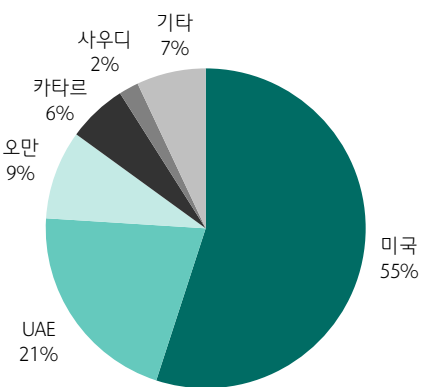
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 중국 프로필렌 중 PDH 비중은 32%



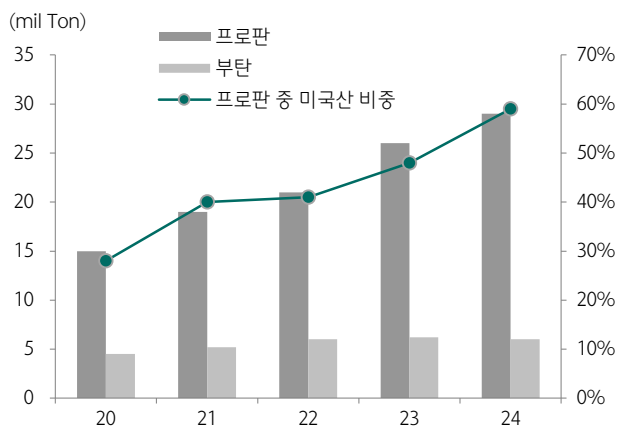
자료: KITA, 하나증권

도표 3. 2025년 1~2월 중국의 LPG 수입국별 비중



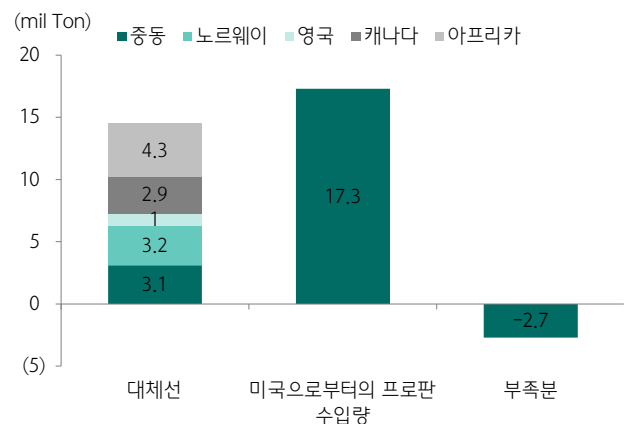
자료: ICIS, 하나증권

도표 4. 2020~24년 중국의 프로판 수입 중 미국 비중 대폭 상승



자료: ICIS, 하나증권

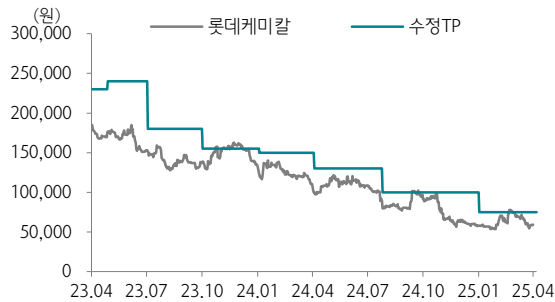
도표 5. 중국은 미국 대체선을 마련하겠으나, 절대 물량은 부족



자료: ICIS, 하나증권

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

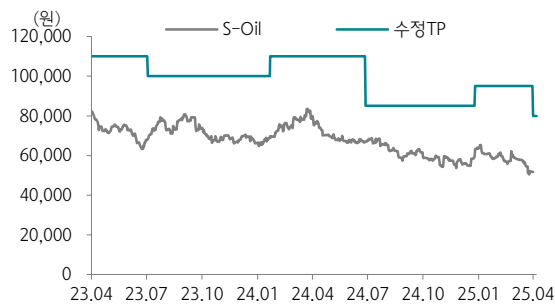
롯데케미칼



날짜	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
25.1.16	Neutral	75,000		
24.8.9	Neutral	100,000	-22.25%	2.40%
24.4.18	Neutral	130,000	-16.59%	-6.38%
24.1.18	Neutral	150,000	-17.08%	-6.60%
23.10.16	Neutral	155,000	-4.06%	4.90%
23.7.17	BUY	180,000	-21.88%	-11.67%
23.5.12	BUY	240,000	-30.22%	-22.92%
23.3.27	BUY	230,000	-22.63%	-17.04%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

S-Oil



날짜	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
25.4.15	BUY	80,000		
25.1.9	BUY	95,000	-38.35%	-31.26%
24.7.12	BUY	85,000	-28.78%	-19.06%
24.2.5	BUY	110,000	-34.12%	-24.09%
23.7.17	BUY	100,000	-28.65%	-19.30%
23.2.2	BUY	110,000	-30.56%	-20.82%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 4월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 4월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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.

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(비중축소)_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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.50%	5.50%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 04월 13일