



정유 Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 1월 6일

S-Oil(010950)

BUY | TP 85,000원 | CP 58,400원

SK이노베이션(096770)

BUY | TP 130,000원 | CP 119,000원



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

2025년 1월 7일 | 산업분석_Update

정유

2025년 중국 산동성 Teapot의 위기가 도래한다

중국 정제설비의 약 16%를 차지하는 산동성 Teapot. 폐쇄 가능성 깊어져

2024년 9월 중국 Sinochem은 자회사 Shandong Huaxing과 Zhenghe, Changyi 총 세 개 정제설비에 대한 파산/폐쇄를 결정했다. 해당 설비의 총 규모는 38만b/d로 중국 전체의 2%를 차지한다. Sinopec과 Energy Aspects는 2025년에도 중국 산동성 Teapot의 정제설비 폐쇄가 12~30만b/d(중국의 0.6~1.5%)에 달할 가능성을 언급했다. 최근 발표된 최초의 국영설비 폐쇄(2025년 중반 PetroChina Dalian 41만b/d 설비 폐쇄 예정. M/S 2%)를 감안하면 2025년 중국 정제설비 폐쇄 규모는 2~3%에 달할 것으로 예상된다. 참고로, PetroChina Dalian 설비는 2013년 폭발, 2017년 화재 등으로 설비 폐쇄 후 이전을 계획 중이나 최종투자결정은 내려지지 않은 상태다. 유난히 산동성 Teapot의 설비폐쇄 가능성이 높아지는 것은 2024년 중국 국무원의 '에너지 절약 및 탄소감축 행동 방안'과 관련이 깊다. 세부 시행 방안은 1) 2025년까지 중국 전체 설비 총량을 2천만b/d로 제한 2) 소규모 정유업체에 대한 구조조정과 통합을 통해 대규모 설비로 전환을 촉진 3) 평균 가동률 80% 유지다. 하지만, 산동성 Teapot의 2024년 평균 가동률은 53% 수준으로 매우 낮으며, 규모도 기준을 충족하지 못하는 경우가 많다. 참고로, 중국 전체 정제설비는 1,950만 b/d이며, 이 중 산동성 Teapot 규모는 약 320b/d로 전체의 16%를 상회한다.

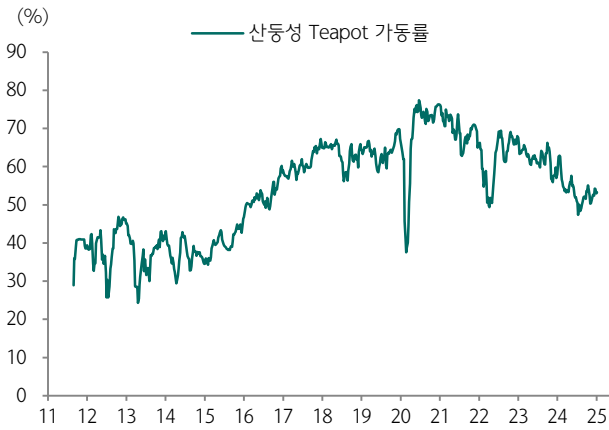
탈세에 대한 지방정부의 감시 강화도 부담

산동성 Teapot은 정제의 원료로 두 가지를 사용한다. 정부로부터 원유수입 쿼터를 부여 받은 업체는 원유를, 그렇지 못한 업체는 국영업체로부터 Fuel Oil을 원료로 사용한다. Fuel Oil 구매 과정에서 소비세를 회피하기 위해 원유로의 위장 혹은 허위신고 등 불법적 행위가 적발되고, 지방 정부도 재정적 제약으로 이를 눈감아 주기 어려운 환경이 펼쳐지며 전반적인 산동성 Teapot의 수익성 악화가 나타날 가능성이 높다. 실제, 중국석유공사(CNPC)는 Teapot에서 판매한 제품의 약 40%가 제대로 세금이 부과되지 않고 있다고 지적했고, 지난 9월 산동성 정부는 Teapot에게 Fuel Oil 수입에 대한 세금 환급 반환을 요청한 바 있다. 이와 별개로, 2024년 11월 정제제품에 대한 수출증치세 환급율이 기존 13%에서 9%로 인하되는 점도 중국의 수출 억제 측면에서 긍정적이다.

10~20\$ 저렴한 러시아/이란산 원유 조달의 이점이 사라질 가능성

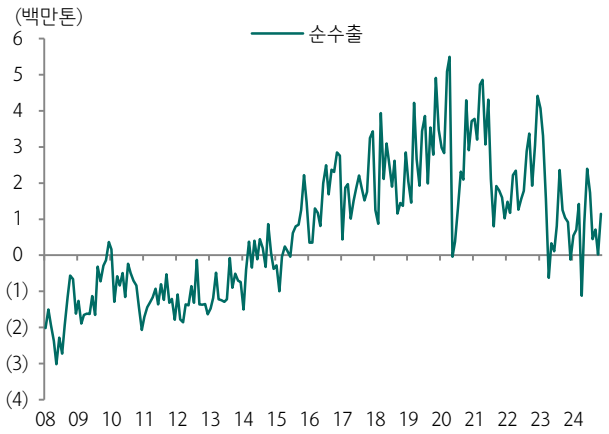
2022~24년 약 3년 간 전쟁의 혼란을 틈타 중국 산동성 Teapot들은 러시아/이란으로부터 약 10~20\$/bbl 저렴한 원유를 조달할 수 있었다. 참고로, 중국의 원유 수입 중 19%는 러시아산, 16%는 이란산(말레이 우회 포함)이다. 하지만, 지난 10월 미국이 이란과 중국 사이의 무역에 관여하는 그림자 선박에 대한 제재를 강화하면서 이란산 원유 도입이 어려워지고 있으며, 트럼프2.0에서 이란에 대한 제재가 더욱 강화될 가능성도 상존한다. 2024년 사우디의 OSP(Arab Light)가 2.0\$/bbl에서 2025년 평균 1.2\$/bbl로 41% 하락한 만큼 한국 정유사의 원가경쟁력은 회복될 것이나, 중국 Teapot의 경쟁력은 급격히 하락할 것이다. 2025년 한국 정유사의 경쟁력 회복과 시황 개선을 전망하며, Top Pick을 S-Oil로 제시한다.

도표 1. 2024년 산동성 Teapot 가동률 평균은 53%에 불과



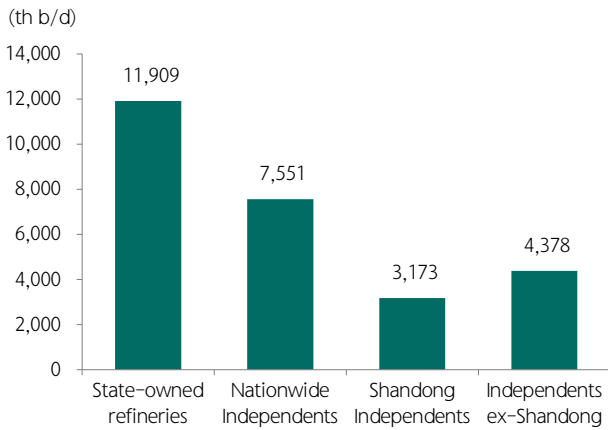
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 중국 석유제품 순수출은 2020년 이후 급감하는 추세



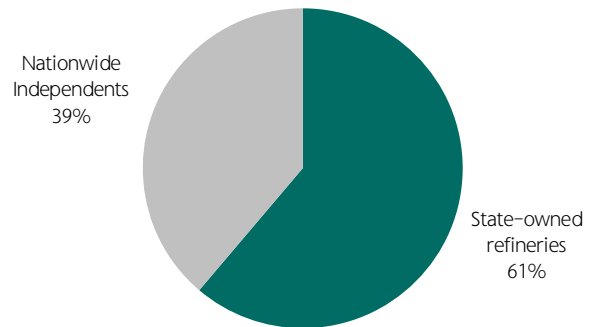
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 중국 정유설비 규모 1,950만b/d. 산동성 Teapot 320만b/d



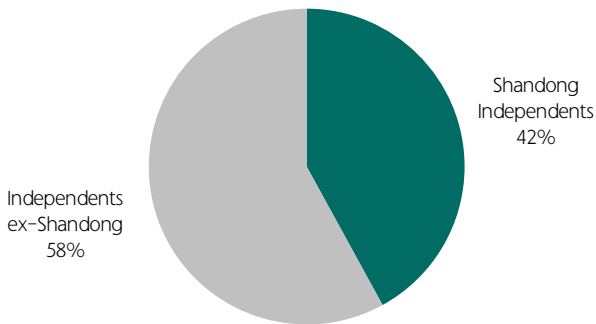
자료: SCl99, Bloomberg, 하나증권

도표 4. 중국 정제설비의 독립업체 비중은 39%



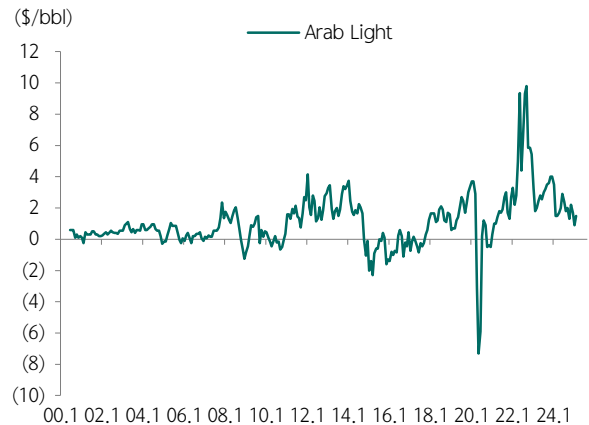
자료: SCl99, Bloomberg, 하나증권

도표 5. 독립업체 중 산동성 소재 업체들의 비중은 42%



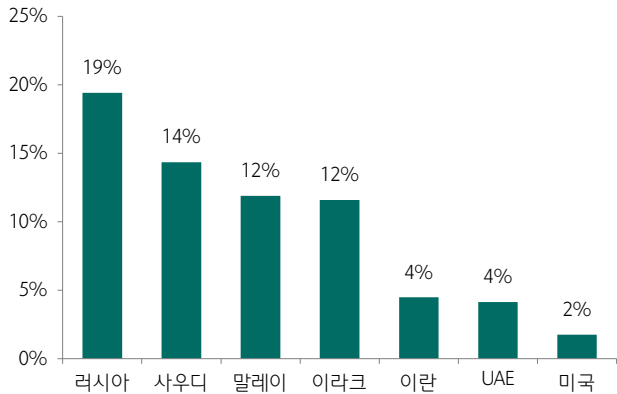
자료: SCl99, Bloomberg, 하나증권

도표 6. 사우디 OSP 24년 2\$. 25년 1~2월 평균 1.2\$. -41% 하락



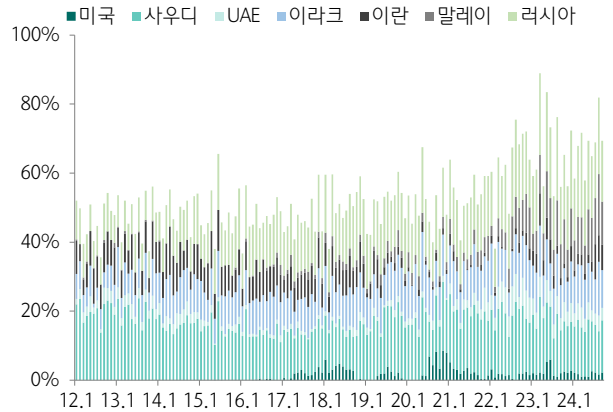
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 중국의 원유 수입 국가별 비중. 이란 원유는 말레이 우회 수입



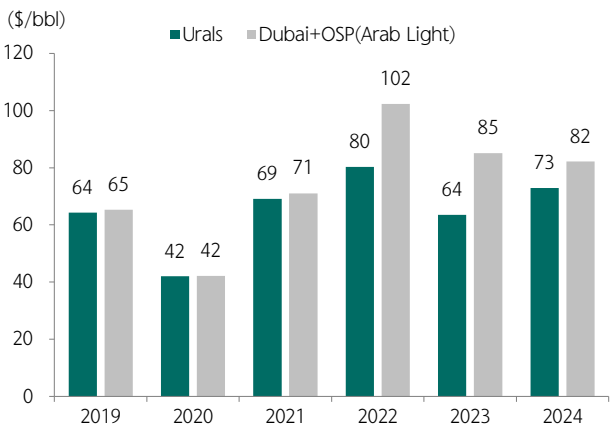
자료: Bloomberg, CEIC, 하나증권

도표 8. 중국의 원유 수입 국가별 비중 추이(기타 국가 제외)



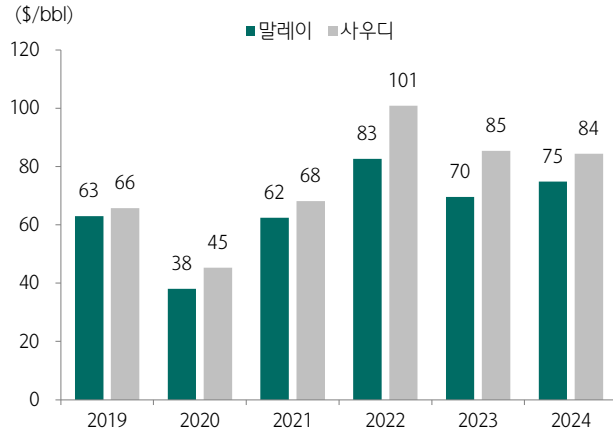
자료: Bloomberg, CEIC, 하나증권

도표 9. 2022년부터 러시아 Urals, Dubai+OSP 대비 9~22\$ 저렴



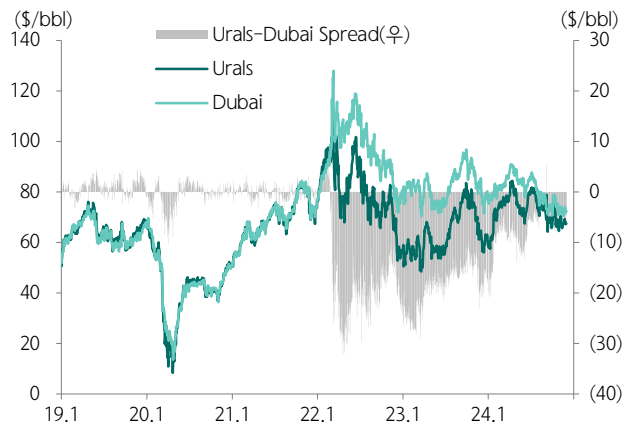
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 중국의 원유 수입 중 이란산(말레이 우회)은 9~18\$/bbl 저렴



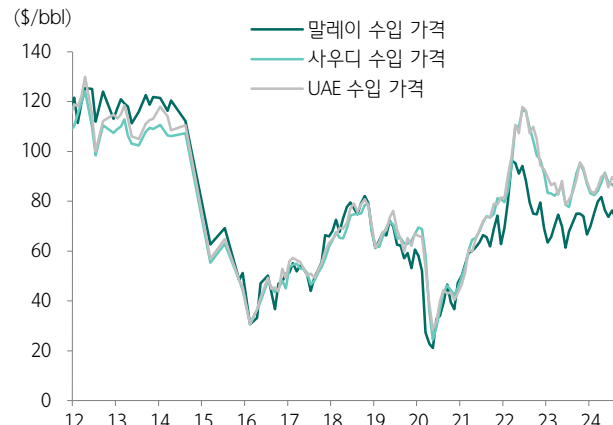
자료: CEIC, 하나증권

도표 11. Urals-Dubai 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

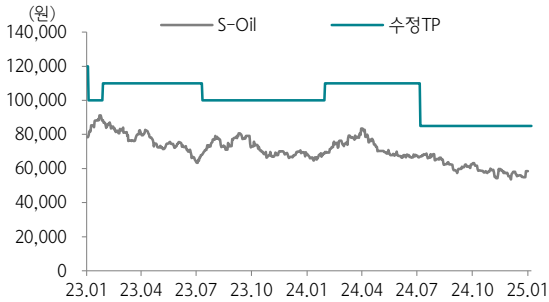
도표 12. 중국의 원유 수입 국가별 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

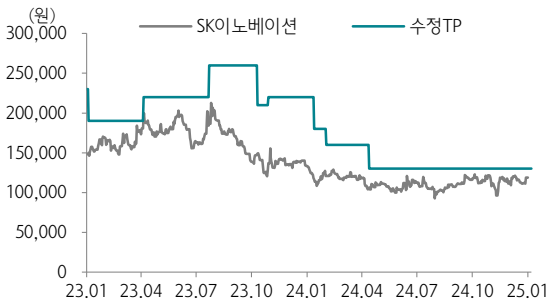
S-Oil



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.12	BUY	85,000		
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%
23.1.9	BUY	100,000	-13.61%	-8.90%
22.8.12	BUY	120,000	-25.99%	-11.25%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.18	BUY	130,000		
24.2.7	BUY	160,000	-25.60%	-19.44%
24.1.18	BUY	180,000	-35.07%	-29.39%
23.11.3	BUY	220,000	-38.12%	-29.32%
23.10.16	BUY	210,000	-36.22%	-28.76%
23.8.3	BUY	260,000	-35.17%	-21.92%
23.7.28	BUY	260,000	-21.42%	-18.26%
23.4.10	BUY	220,000	-18.77%	-7.64%
23.1.9	BUY	190,000	-14.75%	-3.05%
22.11.4	BUY	230,000	-27.86%	-20.86%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)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 2025년 1월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 1월 7일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	94.57%	4.98%	0.45%	100%

* 기준일: 2025년 01월 04일