



中信证券
CITIC SECURITIES

CSIWM 行业点评

2026 年 9 月 28 日

韩国综合企业行业

本文内容由 Alex Wu (吴俊豪) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

韩国综合企业周报

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 9 月 28 日发布的题为《Korea conglomerates weekly》的报告，在第 33 届投资者论坛期间，投资者热切关注如何推动折扣进一步收窄（当前为 39%）。韩国大型综合企业自下而上的变革已比自上而下的监管压力更为关键。尽管如此，讨论主要集中于 SK Square 和三星物产（Samsung C&T），两者将从三星电子（SEC）和 SK 海力士获得可观的现金流。Samsung E&A 和三星物产的关联订单潜力也仍未被充分认识。

进一步折价收窄的条件

- 在 IF26 期间，投资者热衷于了解从当前水平推动进一步折价收窄（39%行业折价）需要什么条件。大多数投资者询问下一步政策动能会是什么。
- 投资者认同政府的“提升价值”（Value-up）努力将随着后续法规而持续。然而他们表示，除非看到遗产税制度出现重大变化，否则 2025 年至 2026 年的主要商法修订应会强于即将到来的变化。
- 尽管如此，大型综合企业自下而上的变化已变得更为关键，尤其是在自愿提升股东回报政策方面。

三星和 SK 集团将引领股东回报政策

- 中信里昂确实收到了关于 Hanwha Corp 和 Hyosung Corp（N-R）的问题，但市场对其挺身而出并解决扭曲估值的能力持怀疑态度。
- 讨论主要集中于 SK Square 和三星物产，两者都将从三星电子和 SK 海力士获得可观现金流。额外股东回报的时点对于 SK Square 而言可能会比三星物产更快。
- 在 IF26 期间的会议上，SK Square 坚称，在 SK 海力士于 10 月下旬提出其政策后，公司将立即提出具体的股东回报计划。这是假设 SK Square 董事会成员之间达成一致。

三星关联订单的潜力仍未被充分认识

- 另一方面，三星物产的信息集中于其核心业务，包括关联订单，而非股东回报政策，因为其已公布新政策（返还来自关联公司的股息收入的 60-70%）。

- 然而，三星物产指引称，在关联订单激增的推动下，其建筑收入将在未来两到三年内翻倍。同样出席 IF26 的 Samsung E&A 指引称，由于强劲的关联订单，收入可达到 15 万亿韩元。
- 三星物产当前的股东回报政策未纳入经营现金流，而这短期内不太可能改变。然而，持有 4 万亿韩元现金的 Samsung E&A 处于更有利的位置，可以推出积极主动的股东回报政策，包括新的回购和注销。

投资者应该买什么

- 投资者反馈对 SK Square 更为正面，该公司愿意在来自 SK 海力士的现金流变得清晰后推出积极主动的股东回报。另一方面，市场对三星的资本管理政策普遍感到沮丧。
- 尽管如此，激进投资者介入 S1 可能成为检验三星集团未来股东回报立场的试金石。分析指出，Samsung E&A 及其他拥有过剩现金且具备新增回购和注销能力的公司，应在为时已晚之前积极行动。
- 由于其覆铜板（CCL）业务以及核电业务动能反弹，斗山集团（Doosan Corp）仍是中型市值综合企业中被问及最多的名称。LG 集团的折价近期较 SK Square 更窄，主要由于 NAV 实力（包括物理 AI 角度）以及更好的股息收益率。分析指出，LG 集团应加快行动，并在 2026-27 年启动第二轮回购，以维持这一动能。

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。