

# 韩国把**国运**押上牌桌： ₩4,755 万亿 AI 半导体豪赌， 真正的命门不是钱，是**电**

三星 2,655 万亿 + SK 2,100 万亿、青瓦台亲自坐镇的"3 大 Mega Project"——拆穿这盘约 3 万亿美元大棋的构成、时间线与卡脖子

## 01 核心观点

这不是一份采购单，是一国把未来十五年的产业身家压在 AI 内存上的"国运对赌"。₩4,755 万亿（约 \$3.0 万亿）= 三星 ₩2,655 万亿 + SK ₩2,100 万亿，是韩国史上最大私人投资承诺；但真正改变赔率的不是这个数字，而是用龙仁集群**提前 12 年**、"五年内内存产能翻倍"换来的时间差——而它被一个还没有上桌的变量卡住：**电**。

两大财阀合计承诺

**4,755** 万亿₩

≈ \$3.0 万亿 · 国家预算  
6.5 倍

西南圈新建存储型

**800** 万亿₩ / 4 个

三星 2 + SK 2, 光州/全南

龙仁集群电力缺口

**~15** GW 需求

▲ 本地仅供 1.9GW ·  
≈ 10 座核电

SK海力士 Q1 营业利润率

**72%**

▲ 营收 ₩52.6 万亿，史上  
首破 50

- 01 数字是政治抬高的"天花板"，不是开支计划。** ₩4,755 万亿摊到 ~15 年 ≈ ₩317 万亿/年，是两家实际年 capex（合计约 ₩80 万亿）的 4-7 倍——S&P 直言近两年增量"温和、可由自由现金流覆盖"，即承认它后置；三星 2024 年下行期曾把平泽 P5 停工两年，"随行就市可调"的退出条款已写进计划。
- 02 真正的增量新闻只有两块：西南圈 ₩800 万亿 4 个 + 龙仁提前 12 年。** 占比 ~76% 的 ₩2,030 万亿平泽/龙仁，是 2023 年起旧账重新打包（前身 ₩622 万亿集群）；剩下才是新钱。
- 03 卡脖子在电，不在钱、不在芯片。** 龙仁满产需 ~15GW（≈ 10 座核电），本地仅 1.9GW、已落实约 9GW（~60%），尚有 3GW 无解；叠加西南圈 6.3GW + AI 数据中心 8.4→18.4GW，三大支柱新增集中负荷 ~30-40GW，而全国规划新增发电仅约 10GW。6/29 当天，电只换来"责任承诺 + ₩20 万亿基建封顶 + 差别电价 + 新建核电暗示"，而非一张落地的 GW 级供电表。
- 04 最被低估的不是内存（共识），是电力二阶。** 全球 AI 的真瓶颈已从硅转到电——美国 2026 计划 12GW 数据中心中约 7GW 卡在电力设备、变压器交期从 12-18 月拉到 36-48 月。韩国电力设备四强 Q1 在手订单创 ₩8.32 万亿新高，是这盘棋里"不带内存周期、不带建厂执行风险"的最干净敞口。
- 05 这是被迫的"对内反向加码"。** 对美 \$3,500 亿投资承诺（\$2,000 亿现金 + \$1,500 亿造船）的镜像，是把 HBM/先进内存/主权 AI 这些战略命门留在本土；SK海力士 \$294 亿纳斯达克 ADR——用美国资本反向灌进韩国晶圆厂与 ASML EUV。

### 一图看清 ₩4,755 万亿怎么拆：内存晶圆 + AI 数据中心两条腿



来源：财经新闻(fnnews)、Newspim、青瓦台简报，K Research 整理，数据截至 2026 年 6 月（单位：万亿韩元）

**BEAR · 25%****2027-28 内存见顶+电力僵局**

AI capex 拉到顶、中韩产能同期落地引发过剩；W800 万亿西南型"看周期"被推迟，龙仁再跳票；4,755 万亿悄悄缩水。

**BASE · 50%****象征 > 增量，电力限速**

15 年旧账打包，半导体核心（人质级）落地、龙仁部分提前；AI 数据中心与 Physical AI 大打折扣；年化 capex 温和抬升，韩国守住 HBM/DRAM 命门但毛利回归常态。

**BULL · 25%****锁死 AI 内存命门**

计划基本如期，韩国把 HBM/DRAM 与 Physical AI 先发同时锁进 2030 年代超级周期；电力二阶（变压器/燃机/SMR）随建厂浪潮起飞，国运豪赌兑现。

## 02 计划全景拆解

把"4,755 万亿"砸开，它其实是**两家公司承诺 + 三层政府口径**的叠加，不是一个项目。下表是逐条清单——主体、地点、金额、内容、时间一栏不缺。先记住一句话：政府的区域口径（호남 896 / 충청 392 / 영남 270 万亿）**已经内含**了三星与 SK 的数字，三套口径不可相加。

主体	项目 / 地点	金额(万亿 ₩)	建什么	时间
三星电子	平泽+龙仁集群（首都圈）	2,030	逻辑+内存核心群（含既有园区旧账）	~2040，提速
三星电子	光州 호남 集群新	400	新建 2 座内存型（韩国"第二半导体基地"）	本届任内 (~2030)
三星电子	天安·温阳 충남 新	56	先进 HBM 封装型	—
三星显示	牙山 충남	67	折叠屏 + AR/VR 微显示	—
三星(영남)	龟尾 / 釜山 / 蔚山 / 巨济	60	手机母厂+人形机器人量产线+SDS 数据中心+固态电池+造船	—
SK海力士	龙仁	600	DRAM（完工提前 12 年 → 2033）	Y1 ≈ 2027
SK海力士	清州	100	NAND + HBM 后端（含 P&T7 W19）	P&T7 2027-28
SK海力士	西南圈 호남 新	400	2 座内存型	分阶段
SK(SKT 牵头)	全国 AI 数据中心	~1,000	15GW（5→15，多由伙伴/PF/租户出资）	→2035
<b>合计（公司口径）</b>		<b>4,755</b>	三星 2,655 + SK 2,100	

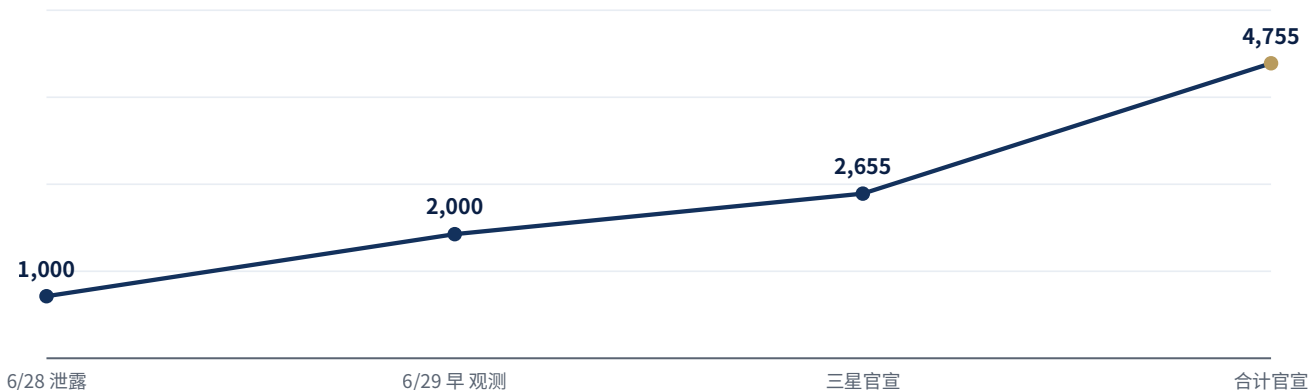
方法注记 · 别重复计算

① 政府"호남 896 / 충청 392 / 영남 270 万亿"已内含公司数字，**勿与 4,755 万亿相加**；② SK 的 AI 数据中心 ₩1,000 万亿大部分由战略伙伴、项目融资与租户合同出资，**不是 SK 表内 capex**，经济含金量弱于 ₩1,100 万亿芯片部分；③ 龙仁 Y1 型 ₩31 ⊂ SK 龙仁 ₩600；P&T7 W19 + ASML EUV W12 ⊂ 清州 W100，且与 ₩45.45 万亿 ADR 募资用途重叠。把 4,755 万亿读成"上限/愿景"，不是"已承诺资本支出"。

## 03 数字升级与真实性质检

用户记忆里的"1000→2000→2655→4000 多"，是一条真实发生的**抬价曲线**：6/28 韩经泄露"超 W1,000 万亿"，6/29 早间 Newsis"观测 W2,000 万亿"，发布会落定三星 W2,655 + SK W2,100 = **W4,755 万亿**，加 GS/Naver 被一些媒体圆成"约 W5,000 万亿"。西方电讯把它砍成"\$576 亿/\$880 亿/\$1.3 万亿"——那是只数了西南 W800 万亿一片或十年增量口径；按 6/30 汇率 ~1,548W/\$ 折算，全口径 ≈ **\$3.0-3.1 万亿**。

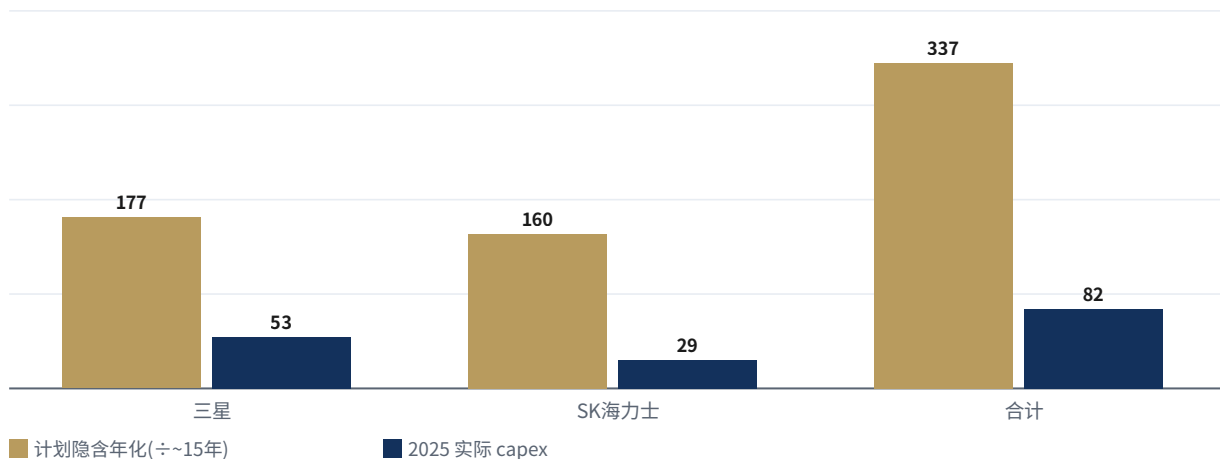
**抬价曲线：从泄露到官宣，头条数字三天翻 4.7 倍**



来源：韩经(Hankyung)、Newsis、财经新闻、Money Today, K Research 整理，2026 年 6 月 28-29 日 (单位：万亿韩元)

但"大"不等于"真"。把承诺摊到 ~15 年 (三星明确"至 2040")，**隐含年化 capex ≈ W337 万亿**，是两家 2025 年实际合计开支 (约 W82 万亿) 的 **4 倍以上**——单看 SK 隐含口径甚至是实际的 5-7 倍。这是物理上不可能的稳态运行，只能读成长周期天花板。

**隐含年化 vs 实际 capex：纸面是 4 倍以上的台阶**



来源：公司年报、Investing.com、TrendForce, K Research 估算 (÷~15 年；三星为全口径，含非芯片)。数据截至 2026 年 6 月 (单位：万亿韩元/年)

反共识 · 这数字到底新在哪

前身是 2024 年那份 W622 万亿龙仁集群——而它本身被《韩国先驱报》定性为"主要是把三星与 SK 此前已公布计划的拼盘"。其中三星 W500 万亿 (龙仁 Namsa W360, 2023 年 3 月已宣) + SK 元三 W122 万亿, 如今统统重新计入 W4,755 万亿。真正增量 ≈ 西南 W800 万亿 4 ㅍ + SK 数据中心, 其余多为旧账升级与延展。SK 会长崔泰源八周前还说"未必非进半导体不可", 发布会上却 U 转; 多家报道指计划**未经董事会**——典型"政治抬高 + 需求挂钩的退出口"。

占 2026 国家预算(W728)

**6.5 倍**

单西南ㅍ ≈ 1.1 倍年度预算

占名义 GDP(W2,560)

**1.86 倍**

韩媒"2 倍"为上修

S&P 近两年增量定性

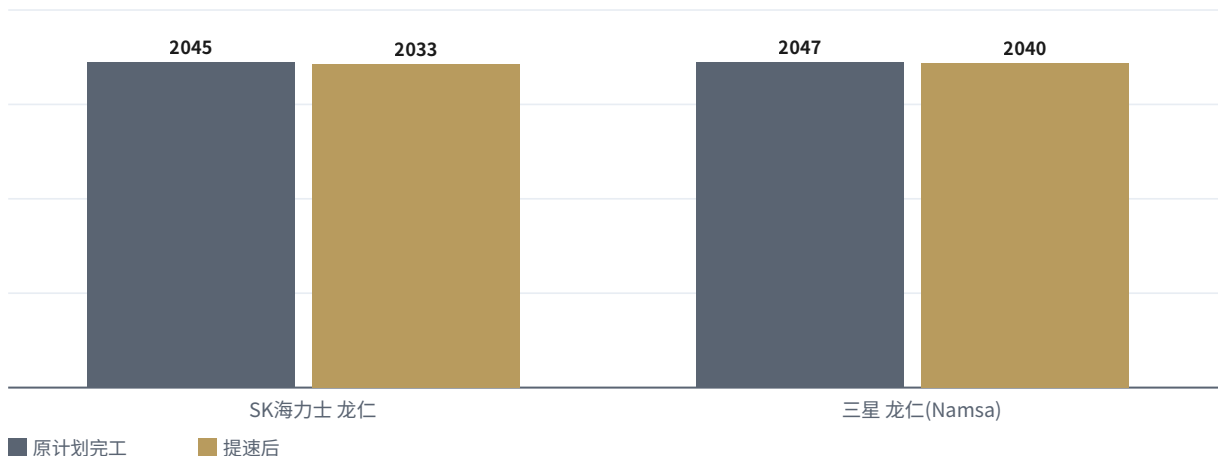
**温和**

可由 FCF 覆盖 = 承认后置

## 04 半导体支柱：时间差才是真武器

这盘棋的硬核不是"建多少"，是"快多少"。政府把 SK海力士龙仁集群完工从 2045 提前到 2033（-12年）、三星龙仁 Namsa 从 2047 提前到 ~2040（-7年），并喊出"五年内把韩国内存产能翻倍"。在内存这种新型两年才爬坡、供给天然滞后的行业里，时间差就是超额利润窗口。

### 把十几年砍掉：龙仁集群完工年份大幅前移



来源：产业通商资源部部长(Sedaily)、Newspim、Korea Herald, K Research 整理, 2026年6月（年份越低=越早完工）

颗粒度上，这是一场内存/HBM/封装主导的战役，不是先进 foundry 故事（2nm/1.4nm 落在被排除的美国泰勒厂）：

环节	韩国当前份额	路线 / 节点	看点
DRAM	~67%（三星 38 + SK 29）	1c(6代 10nm), EUV 渗入 DRAM	Q1 三星反超 SK 重夺第一
HBM	~80%+（SK+三星）	HBM4 量产、HBM4E 12层 48GB 已送样	SK 供英伟达 Rubin HBM4 约 7成
NAND	~49%（较弱）	V9 321层; V10 混合键合 ~2027	YMTC 追赶最快的缺口
先进封装	主导	TC 键合、混合键合、2.5D TSV	清州 P&T7 W19 万亿专攻 HBM
Foundry	远落后台积电	SF2(2nm) 已量产，但在泰勒厂	本计划基本不含，是内存计划

支撑信心的是史诗级财报：SK海力士 Q1 营收 ₩52.6 万亿（史上首破 50）、营业利润 ₩37.6 万亿、**利润率 72%**；三星 Q1 营业利润 ₩57.2 万亿（同比 +756%），其中半导体 DS ₩53.7 万亿占集团九成多。手里有这种现金流，才敢喊 4,755 万亿。

关键数据 · 但曹已在跳票

讽刺的是，龙仁国家产业园本应 2026 年 6 月动工，到 6 月底连招标公告都没发，破土推到 2026 年 12 月；土地补偿到 2025 年底仅 ~14%。"提前 12 年"的口号，要先过"按时动一次工"这关。

## 05 西南圈 W800 万亿：均衡发展的政治学

整盘棋唯一货真价实的**增量地标**，是光州/全南的 4 座新建内存型——三星 2 座 + SK 2 座，合计 W800 万亿；连同 AI 数据中心与 Amkor 封装扩建，西南一揽子约 W896 万亿。这是李在明"均衡发展"的旗舰：호남历史上被工业化边缘化，他拿到约 85% 选票，"特别的牺牲要有特别的补偿"——也因此，反对党把型选址骂成"政治分猪肉"。

### 西南圈一揽子怎么拼：800 万亿型 + 87 数据中心 + 封装

西南圈一揽子 896

4 座内存型 800

896

来源：联合通讯社/财经新闻、Money Today，K Research 整理，2026 年 6 月（单位：万亿韩元）

政府给的**不是钱，是兜底**：依据 8 月生效的《半导体特别法》，中央可承担新集群基础设施（电/水/路）**最高 100%**，叠加快速审批、地方差别税；李在明把项目放进青瓦台"直辖担当官"，喊"唯有速度战"。但选址到 6/30 接力报告会仍未敲定（첨단3지구 / 军用机场地块 / 海南솔라시도三选一），目标"**本届任内 (~2030) 完工**"——一个与 2033/2040 工程时间线脱节的政治截止日。

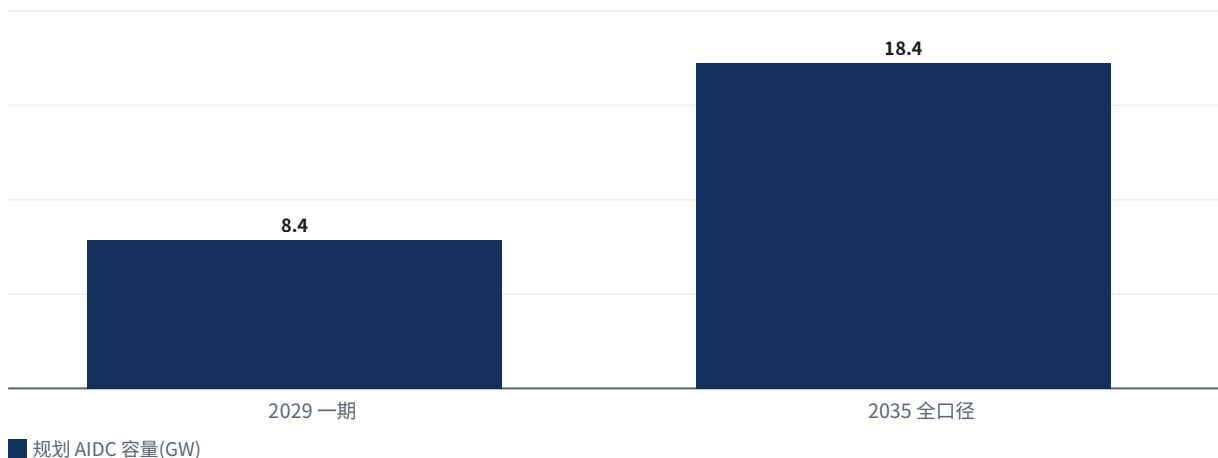
反共识 · 호남会比龙仁顺吗

龙仁从立项到破土花了 6 年、至今还在跳票；而西南圈是个**几乎没有芯片生态**的绿地（现成的只有 Amkor 后端封装）。水：承诺 65 万吨/日，但前朝评估该流域本就缺水；电：호남可再生能源占发电 47%（RE100 友好），却因间歇性"不适合做型主供电"，仍需新建可调度电源 + 输电。专家直言"소부장（材料零部件设备）中小企业必须一起搬，否则生态不完整"，而骨干工程师"挪到地方"被认为是短期唯一解——需要中国 2000 年代那种"3 倍薪资+住房+国际学校"的包。

## 06 AI 数据中心：从消费国到算力出口国

第二支柱是把韩国从"AI 消费国"变成"智能出口国"（崔泰源原话）。全国管线 **8.4GW (2029) → 18.4GW (2035)**，一期 ₩550 万亿由 SK + GS + Naver 出资：SK 5GW（含蔚山 1GW）、GS 东海 2.4GW（江原，建设 ₩30 万亿、含 GPU/内存约 ₩120 万亿）、Naver 世宗 1GW；SK 自身目标 5→15GW。18.4GW ≈ 2030 年亚太 AIDC 的约 25%、约为美国 Stargate（10GW/\$5,000 亿）名义规模的 1.8 倍。

### 十年把 AI 算力容量翻一番多：8.4 → 18.4 GW



来源：首尔经济日报、ETNews、ZDNet Korea, K Research 整理, 2026 年 6 月

外资锚点已经落子：**AWS 蔚山** ₩7 万亿/\$51 亿、6 万张 GPU、可扩到 1GW；**OpenAI "Stargate Korea"**（SKT + 三星）；**英伟达一次性配给韩国 26 万张 GPU**（政府 5 万 Blackwell + 三星 5 万 + SK 5 万 + 现代 5 万 + Naver Cloud 6 万）。三星另起炉灶建海南솔라시도"国家 AI 计算中心"（三星 SDS 联合体，2028 年 1.5 万张 → 2030 年 5 万张 GPU，₩2.4 万亿）。再叠加"K-英伟达"自研 NPU（Rebellions、FuriosaAI）、₩150 万亿国家成长基金、亚洲首部《AI 基本法》（2026 年 1 月生效）——主权 AI 的拼图在快速合拢。

关键数据 · 但都回到电与水

AIDC 单位功率密度是普通机房的数十倍。政府配套：开放 345kV 变电站数据、设 AIDC 专用电价、K-water 承诺再供 30 万吨/日冷却水。换句话说，AI 数据中心和半导体型在抢同一张电网、同一盆水。

## 07 Physical AI：钱最少、最被低估的第三轴

第三支柱"피지컬 AI"（具身智能/机器人）政府掏钱最少（约 W6 万亿/5 年 + W1 万亿核心技术），却撬动重资本。策略是"3M"（制造业 AI 转型 M.AX / 核心技术 Master / 量产 Mass），目标 **2030 年 Physical AI 世界第一、人形机器人全球份额从约 1% 拉到 20%**，2028 年在 10 大产业落地、~2029 量产，3 年内自研基础模型，5 年培养 1 万名专才。

玩家	布局	金额/规模	看点
三星	龟尾人形机器人量产线（영남 W60 中一块）	—	Rainbow Robotics 控股 ~35%（增持付 W2,675 亿）
现代	新万金 AIDC+机器人园+氢	W9 万亿	Boston Dynamics Atlas 2028 量产 3 万台/年
LG	"Axium"机器人执行器品牌	—	CES 2026 发布，深化英伟达联盟
斗山	英伟达 Jetson Thor 智能机器人 OS	—	工业人形 2028
政府	论山防务机器人/无人地面车集群	—	近陆军本部

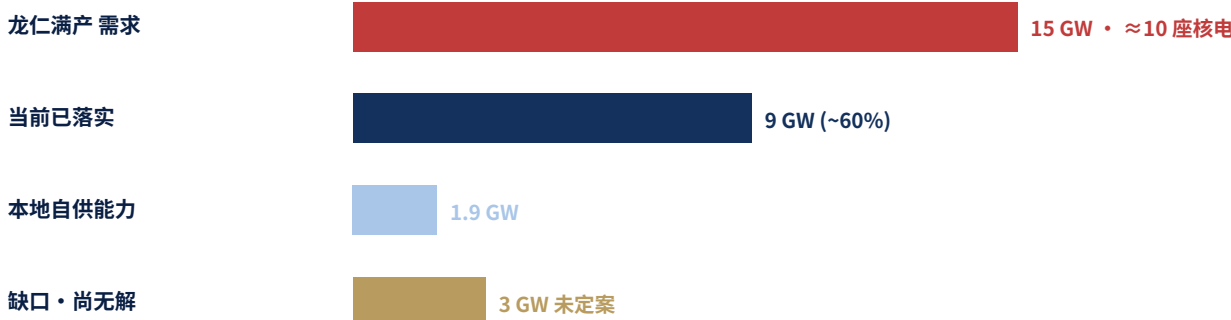
反共识 · 机器人是内存超级周期的"对冲与延伸"

真正的长线在芯片联动：政府另砸 **W30 万亿/15 年**做端侧/传感器侧/防务半导体，SK海力士与英伟达就 Jetson Thor 机器人平台合作内存——把 Physical AI 定位成数据中心 HBM 之外的**新一条内存需求曲线**。SK 索性把 AI 数据中心称作"驱动机器人的心脏"。简言之：当 AI 资本开支某天从云端见顶，机器人是韩国内存的第二增长引擎。

## 08 电：被放在最后、也最没解决的命门

如果只读一页，读这页。整盘棋的约束不在资本、不在芯片，在电。龙仁集群满产需约 **15GW**（官方口径 14.8GW = "10 座核电"），而本地自供只有 **1.9GW**；到 2025 年底落实约 9GW（~60%），还有 **3GW 没有方案**。

### 龙仁一座集群，就要吞掉 10 座核电的电



来源：国会立法调查处(NARS)、首尔经济日报、Digital Today, K Research 整理, 2026 年 6 月 (单位: GW)

把三支柱叠起来更骇人：龙仁 ~15GW + 西南围 6.3GW + AI 数据中心 8.4→18.4GW ≈ **30-40GW 的新增集中负荷**，而全国电力规划目前只打算新增约 **10GW 发电**——这是数量级的缺口。

### 数量级错配：新增需求 ~30-40GW vs 规划新增供给 ~10GW



来源：第 11 次电力供需基本计划、Hanwha 投资证券、青瓦台简报, K Research 估算, 2026 年 (单位: GW)

补丁清单很长、却都还没拧紧：KEPCO 一条 **₩37 万亿、1,153 公里、345kV 远距离输电线**（目标 2036、已豁免预可研）；第 11 次输变电计划总投资 **₩72.8 万亿**（至 2038）；李在明的"能源高速公路"两条 HVDC 干线（东海岸—首都圈 ~₩4.6 万亿/8GW + 西海岸海底 ~₩7.9-12 万亿/8GW, 2036）；KEPCO 自建 3GW LNG 应急电厂。每一条都被 NIMBY、选址、融资拖着。

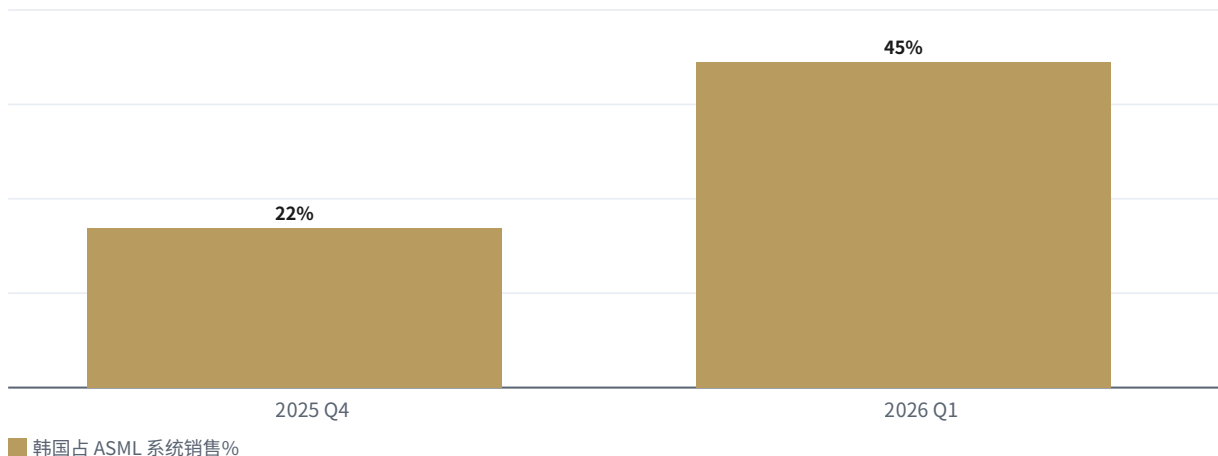
反共识 · "电介绍得最晚"正是断层线所在

6/29 当天，电没有换来一张 GW 级落地供电表，只换来：政府"全力兜底"的**责任承诺**、西南 ₩20 万亿基建封顶（₩5 万亿/年）、地区差别电价 + AIDC 专用电价，以及"**新建核电的暗示**"（留给第 12 次电力计划）。政策室长金容范自己说，怕"电这头怪兽把我们吞掉"。LNG 应急又与三星(RE100 2050)/SK(2045) 的净零承诺正面冲突，绿色联合已在抗议。结论：电是这盘棋里**唯一仍然敞口的核心变量**——也是 bear 情景最快被触发的地方。

## 09 设备链：ASML 是真正的命门

谁卖铲子，谁先赚到。₩4,755 万亿里芯片那块 (~₩800 万亿西南 + 龙仁/清州) 一开工，最确定的受益者是 ASML——EUV 无可替代。2026 Q1，**韩国一举占到 ASML 系统销售的 45%**（上季还只有 22%），由 SK海力士创纪录的 \$79 亿/约 ₩11.9 万亿、约 30 台 EUV（含 High-NA）订单 + 三星 P5 约 20 台 EUV 拉动。

### 一个季度翻倍：韩国吃下 ASML 近一半系统销售



来源：ASML 2026 Q1 财报、Tom's Hardware、TrendForce，K Research 整理，2026 年（占系统销售额%）

受益方	类别	韩国敞口 / 地位	看点
ASML	EUV 光刻	韩国占系统销售 45%	EUV 渗入 DRAM，无替代
Applied / Lam / KLA	美系前道	韩国占营收 20/15/12%	绝对额 AMAT 最大
东京电子 / Advantest	日系前道/测试	TEL 韩国 ~22%	Advantest 吃 HBM 测试
韩美半导体	HBM TC 键合	全球 ~71% 份额	HBM4 "Griffin" 键合机
주성/원익IPS/SEMES	本土沉积/刻蚀	国产替代	消息日 주성+24%/원익+20%

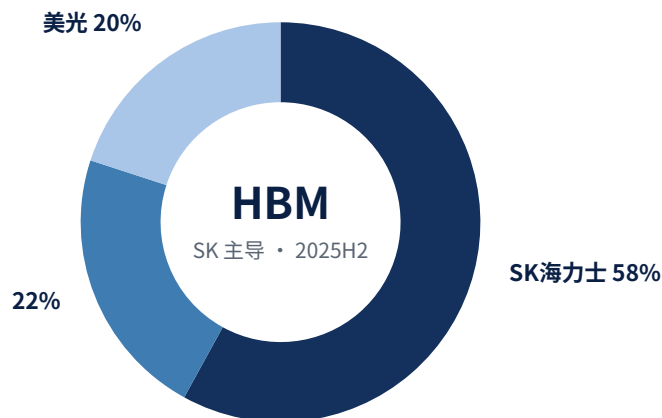
#### 关键数据 · 后端是第二个卡点

按内存型设备占建厂成本约 75% 估，₩800 万亿芯片部分十年隐含 ~\$3,900 亿设备 (~\$350-400 亿/年)，压在一个 2027 年就将冲到 \$1,350 亿的 WFE 市场上。HBM 后端更紧：TC 键合机市场 \$4.61 亿(2024)→\$15 亿(2027)，混合键合机 2028 年逼近 \$20 亿、占比约 50%——韩美半导体、韩华 Semitech 卡在这条最窄的赛道上。

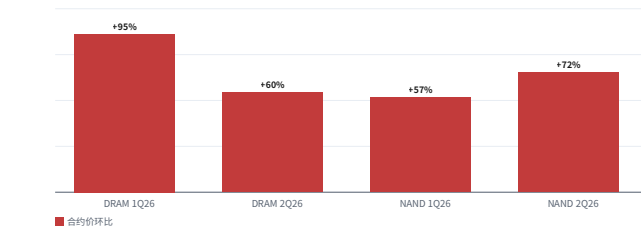
# 10 存储超级周期：为什么敢赌

敢押 4,755 万亿，是因为 2026 年正处在一轮凶猛的内存超级周期。SK海力士 Q1 营收 ₩52.6 万亿（史上首破 50）、营业利润率 72%；三星 Q1 营业利润 ₩57.2 万亿（同比 +756%）；美光毛利率约 81%。三家把产能往 HBM 上倒——HBM 单位晶圆面积是 DDR5 的 3-4 倍，吃掉 2026 年约 23% 的 DRAM 晶圆，导致普通 DRAM 反而紧缺。

## HBM 是命门：SK 一家近六成



## 价格在飞：合约价逐季猛涨



来源：TrendForce, 2026 年（合约价环比）

来源：Counterpoint、TrendForce, 2025 年下半年大致份额

供需是结构性缺口：2026 年 DRAM 需求 +35% vs 供给 +23%，新型要到 2027 年底/2028 年才放量——这“滞后的供给”正是今天敢赌的底气。HBM4（英伟达 Rubin 单 GPU 288GB）3 季度起放量，SK 拿约七成 Rubin HBM4 份额。

### 反共识 · 牛熊就差一个时间点

致命处在**时点与集中度**：₩4,755 万亿 + 美光 + 中国 + 日本的产能，恰好都在 **2027-28** 落地，正是韩国分析师与抖动的市场（美光 6/23 单日 -13%）看到的见顶窗口；而 BofA 坚称“2028 年前无过剩”。多空就卡在这一个时间点上——赌的是 AI 资本开支（2026 约 \$7,250 亿）别在新晋建成前先掉头。

## 11 中国变量：초격차 的真正假想敌

"초격차 (超格差/拉开代差)"不是口号，是冲着中国来的。三星会长李在用嘴上说"全球竞争中以超格差领先"，背后是 CXMT (长鑫) 已成**全球第四大 DRAM 厂**、**Q1 份额约 8%**、产能约 30-35 万片/月，DDR5 份额从不到 1% 冲到约 7%；YMTC (长存) 294 层 NAND、份额约 8% 直奔 15%。

### 中国 DRAM 份额的爬坡：3% → 8% → 奔 17%



来源：Counterpoint、SemiAnalysis, K Research 整理 (2028E 为产能份额预测, %)

但中国的攻势集中在**商品化的传统/主流 DRAM 与 NAND**，在驱动韩国毛利的 AI 内存 (HBM) 那一档，因 EUV 与 HBM 出口管制仍落后约 2 年。美国的牌反而帮了韩国：EUV 天花板把中国按在低端；FAR 新规自 2027 年底起禁止美国联邦采购含 SMIC/CXMT/YMTC 的芯片 (利好韩厂)；同时韩厂保住了对华工厂的年度设备许可。

关键数据 · ROI 的真正威胁是自己

风险一半是自找的：韩国"五年产能翻倍" + 中国传统 DRAM/NAND 同步扩产，是典型的内存繁荣—崩溃配方。一旦 AI 超级周期回归常态，2027-28 年中韩合计的传统内存新增产能可能引爆价格战——这才是 W4,755 万亿回报率最大的远端隐患，而非中国在高端追平。

## 12 地缘：对美 \$3,500 亿的镜像反加码

为什么是对内砸 4,755 万亿？因为它是对美 \$3,500 亿的镜像。2025 年 10 月庆州峰会后，韩国承诺对美投资 \$3,500 亿（\$2,000 亿现金，封顶 \$200 亿/年 + \$1,500 亿造船 MASGA），换来汽车关税 25%→15%、半导体“不劣于台湾”待遇；同时特朗普 1 月起对先进芯片征 25% 232 关税，但“在美建产”可豁免。把资本与政治资本交给华盛顿之后，李在明把 HBM/先进内存/主权 AI 这些**战略命门留在本土**。

### 一出一进：对美 \$3,500 亿 vs 对内头条 ~\$3.0 万亿

对美投资承诺

\$3,500 亿 现金+造船

对内投资承诺(头条)

~\$30,000 亿

来源：USTR、Korea Herald、CNBC，K Research 整理（对内为头条口径，含非芯片与十年累计；单位：\$十亿）

资金闭环很精巧：SK海力士 **\$294 亿纳斯达克 ADR**（史上最大、约 7/10 上市）募资**全部投向韩国本土晶圆厂**（龙仁 Y1、清州 P&T7）与 ASML EUV——用美国资本市场的钱，反向灌进韩国产能。美国同时收紧筹码：BIS 撤销三星/SK 中国厂的 VEU（2025 年底），改为**逐年许可**，把杠杆攥在手里。三星泰勒厂 \$370→440 亿（滑到 2027）、SK 印第安纳 \$38.7 亿 HBM 封装（2028 下半年）则是更受美方牵制的另一条腿。

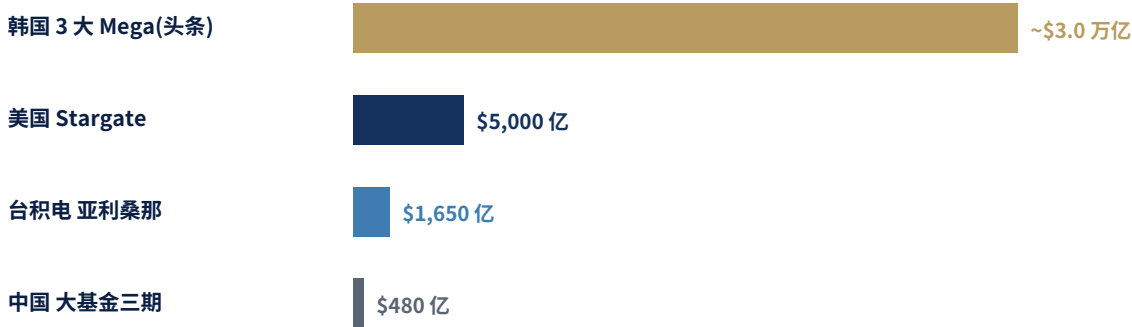
关键数据 · 对冲外流的底气

为抵消 \$3,500 亿外流，首尔同步推“国内投资+汇率稳定税收支持”、引导散户卖出美股、国民年金加大汇率对冲；2025 年录得约 **\$1,200 亿经常账户顺差**，是同时供养“对美外流 + 对内豪赌”的缓冲垫。

## 13 电本位：最干净的二阶受益

放进全球坐标，按头条口径这是**史上最大单一国家级私人投资承诺**（约 6 倍 Stargate、18 倍台积电亚利桑那）；即使用 Bloomberg 的 \$880 亿增量口径，也仍超过 Stargate。

### 全球同台：把 4,755 万亿放进 AI 资本浪潮里看



来源：各公司公告、OpenAI、TSMC、Caixin, K Research 整理（韩国为头条口径；单位：\$十亿）

但真正被低估的交易不是内存（共识），是**电力二阶**。全球 AI 的瓶颈已从硅转到电：美国 2026 计划 12GW 数据中心中约 **7GW 卡在电力设备**，高压变压器交期从 12-18 月拉到 **36-48 月**。这给了韩国电力设备一条“不带内存周期、不带建厂执行风险”的纯敞口。

方向	标的	信号
变压器/电网	HD现代电气 · LS电气 · 晓星重工	四强 Q1 在手订单 W8.32 万亿创新高；HD 现代电气 Q1 新单 \$18 亿；LS 电气拿下美国 345kV 数据中心微电网
海缆	LS 电缆	海外在手 >W12 万亿；美国海缆厂 2027 投产
燃机/核电/SMR	斗山能源	2026 新单 W13.4 万亿；马斯克 xAI 燃机年内交付；昌原 SMR 厂 W8,068 亿、年产约 20 台
全球验证	GE Vernova · 西门子能源	GE 燃机在手约 100GW、售罄至 2029、3 年涨价 300%；西门子能源在手 €1,460 亿

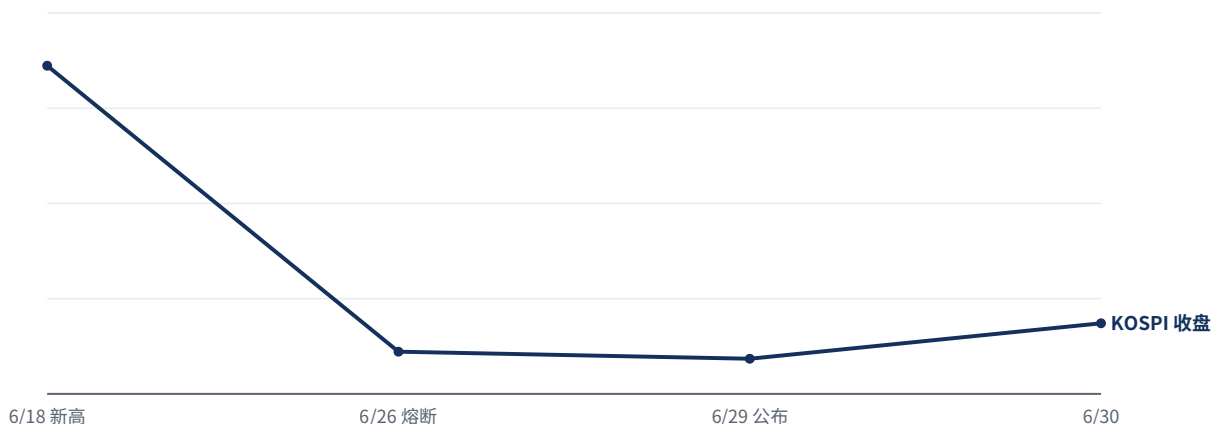
反共识 · “电是新石油”

资本与芯片都不再是限制项，**电力基础设施才是**。韩国变压器/燃机/SMR 名字是整轮全球 AI 资本开支最干净的派生——它们吃的是全世界的建厂需求，而非单押韩国内存周期或某座型能否按时通电。这是本报告的核心非共识 delta：与其追内存，不如盯电本位。

## 14 资金与市场：外资在卖，散户在接

最诚实的信号来自资金面：这份计划砸进的是一个正在回调的市场，不是狂欢。KOSPI 6/18 创 9,063.84 历史新高（HBM 驱动），6/26 单日 -5.81% 触发熔断，6/29 公布日近乎走平（-0.20%），6/30 才反弹 +0.97%。公布当天三星 -4.86%、SK海力士 -1.68%，资金反而轮动去 Kosdaq（+8%）。

### 公布前已熔断：计划落在回调里，而非狂欢中



来源：Infostockdaily、Investing.com、财经新闻，K Research 整理，2026 年 6 月（KOSPI 收盘点位）

更关键的是分歧：6 月外资在 KOSPI 净卖 **₩37.38 万亿**（三星 -20.63、SK海力士 -15.89 为两大卖出），还买入反向 ETF 对冲；接盘的是创纪录 **₩38 万亿** 融资余额的散户。SK海力士 6/22 时隔 25 年首超三星成 KOSPI 市值第一。本土券商把 KOSPI 目标维持在 10,000（高盛 12,000），靠的是 2026 年约 **₩397 万亿** 的盈利大年——但盈利高度集中（三星+SK 占全市场净利增量约 71%），与外资持续减仓形成对冲，是必须盯住的裂缝。

芯片占韩国出口

**~24% (2025)**

▲ 2026E 或冲 ~38%

芯片对 2026 GDP 贡献

**~0.7 ppt**

GDP 增速上修至 2.6%

6 月外资净卖(KOSPI)

**37.4 万亿₩**

▼ 三星/SK 为最大卖出

## 15 情景与风险

维度	BEAR · 25%	BASE · 50%	BULL · 25%
核心假设	AI capex 2027 见顶；中韩产能同期过剩	15 年旧账打包，半导体核心落地、其余打折	计划基本如期，超级周期延续到 2030 年代
关键变量	HBM 订单转弱 + 电力/选址僵局	电力限速，年化 capex 温和抬升	电/水/人才到位，HBM4/物理 AI 双先发
结果	₩800 万亿西南晋推迟、4,755 缩水；毛利回落	象征>增量；守住 HBM/DRAM 命门、毛利常态化	锁死 AI 内存命门；电本位二阶起飞
概率	25%	50%	25%
触发信号	HBM4 减产证实 + DRAM 价格见顶回落	龙仁按期但西南拖延；电价/输电缓慢推进	第 12 次电力计划落实 GW 级供电 + 价格续涨

### 我们错了的信号（证伪清单）

- **HBM 订单簿开裂**：SK海力士确认削减 HBM4 capex 且英伟达下修 Rubin 产量（6/23 已预演 -13%/-12%）—— 2026 Q3 指引前
- **内存 ASP 掉头**：DRAM/HBM 合约或现货价转平/转跌，或库存周数回升逼近 2022-23 的 ~31 周 —— 任一季度报
- **龙仁再跳票**：重定的 2026 年 12 月破土再次落空、或土地补偿停滞 —— 2026 年底
- **退出条款被行使**：三星/SK 公开推迟或缩减无时间表的 ₩800 万亿西南晋"看周期" —— 12 个月内
- **电/水硬停**：KEPCO 输电线滑出 2036，或环境部限制팔당取水 —— 晋建成却供不上电的失败模式

### 风险列表

- **电力/电网** —— 30-40GW 新增需求 vs ~10GW 规划供给，NIMBY 拖延 —— 监测：KEPCO 1,153km 线进度、第 12 次电力计划
- **人才** —— 五年缺约 12.7 万人；三星 30 岁以下一年净减 1 万 —— 监测：地方晋工程师迁移率
- **过剩/价格战** —— 中韩传统内存同期扩产 —— 监测：DRAM/NAND 合约价、库存周数
- **执行/治理** —— 多项承诺未过董事会、政治截止日 ≠ 工程时间线 —— 监测：破土/招标公告
- **政治** —— 李在明支持率连降至 46.5%；选址党争 —— 监测：政府更迭风险、特别法落地

## 16 结论与行动

把 4,755 万亿读成"一国把产业身家压在 AI 内存上的国运对赌"——而非一张采购单。真正改变赔率的，是龙仁提前 12 年与五年产能翻倍换来的**时间差**；真正决定成败的，是那个被放到最后、用承诺而非供电表回应的**电**。对投资者，最干净的表达不是追内存（共识），是盯**电本位二阶**——它吃全球建厂需求，不背内存周期与建厂执行风险。

### 接下来盯什么

2026 / 7 / 10	SK海力士 \$294 亿纳斯达克 ADR 上市定价 —— 美国资本→韩国本土型的闸门
2026 / 8	《半导体特别法》生效 —— 电/水/审批"最高 100% 兜底"是否真落地
2026 Q3	SK海力士 HBM4 放量指引 + 英伟达 Rubin 产量 —— 超级周期是否裂的第一触发
2026 / 12	龙仁国家产业园（重定）破土 —— 执行力试金石，再跳票即印证 bear
2026 年内	第 12 次电力供需基本计划 —— 是否新建核电、落实 GW 级供电
2027 - 2028	中韩内存新产能集中落地 —— 过剩/价格战窗口，回报率的远端隐患

一句话期刊摘要：【K Research No.013】韩国青瓦台 W4,755 万亿 3 大 Mega Project 拆穿——增量只有西南 W800 万亿 4 型与龙仁提前 12 年，真正命门是 30-40GW 对 10GW 的电力错配；最被低估的是电本位二阶受益。



扫码进入口罩哥知识星球 ·  
解锁全部 K Research 独家  
研报

本报告由 K Research 独立制作，所载信息均来源于公开资料，K Research 不对其准确性与完整性作任何保证。报告内容仅代表制作时点的研究观点，不构成任何证券、加密资产或其他金融产品的投资建议，亦不构成任何买卖要约。投资者据此操作，风险自担。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权归 K Research 所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式转载、复制或引用。