

1850 南海辰村建設株式会社 (Nankai Tatsumura Construction Co., Ltd.)

Kabugami V3.1 77.5/100 · A

这家公司是做什么的

南海辰村建設主营住宅和非住宅建筑、土木及铁路工程施工；同时承接公共基础设施和其他铁路相关工程，并以关西为主要基地拓展首都圈项目。

最近亮点

2027财年第一季度新签订单279.45亿日元、同比+146.1%，期末未完工结转工程额1047.57亿、同比+43.9%，约为全年527亿销售指引的2倍。

Research cutoff 2026-08-19 · Kabugami Research

Compliance：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资劝诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

先看研究要点

为什么值得研究	订单可见度显著增强，2026 财年营业利润率升至约 6.2%，2027 财年第一季度股东权益比率约 61%；用户提供的月线图约 415 日元附近对应预测 PE 约 7.1 倍、PBR 约 0.6 倍。
最需要担心什么	千亿日元级未完工订单的真实利润率仍未被证明；2027 财年收入指引增长而营业利润指引下降，说明项目结构与成本仍可能令利润率回落。控股股东结构和历史质量事件也解释了部分折价。
Kabugami 现在怎么看	1850 的核心不是“低 PBR 建筑股”，而是接单纪律、利润率和资本配置能否持续改善。订单基础已经明显增强，但当前仍需证明千亿日元级未完工订单能转化为稳定 ROIC 与自由现金流。

01 | 投资问题与当前结论

1850 最值得研究的不是建筑景气本身，而是三个变量能否同时成立：第一，NANKAI 集团提供稳定订单与铁路施工能力基础；第二，公司过去低利润率抢单的问题是否通过“利润优先的接单纪律”真正改善；第三，更健康的资产负债表能否最终转化为 ROIC、自由现金流和股东回报。

2027 财年第一季度表面减速：销售 97.90 亿日元，同比-14.2%；营业利润 4.65 亿，同比-22.3%；经常利润 4.40 亿；归母净利润 2.99 亿。但同期新签订单 279.45 亿、同比+146.1%，期末未完工结转工程额 1047.57 亿、同比+43.9%。这说明当前的核心矛盾不是“没有订单”，而是“这些订单未来能赚多少”。

当前结论：订单与资产负债表已经明显增强，但利润率持续性仍未完全证实。估值有吸引力，却不能把 2026 财年约 6.2%的营业利润率机械外推。

02 | 公司本质与商业模式

南海辰村建設是一家由铁路集团控股、同时具备建筑和土木施工能力的中型综合建设公司。建筑施工业务几乎贡献全部收入，核心由建筑与土木构成；铁路工程又与 NANKAI 集团形成长期关系网络。

建筑侧以住宅、公寓为基本盘，同时扩大首都圈民间非住宅项目；土木侧利用铁路施工、公共基础设施与复杂工程经验，向其他铁路公司和首都圈项目扩张。公司不是靠单一专利或高毛利产品赚钱，而是靠项目选择、施工管理、成本控制、资质、长期客户关系与现场人才把订单转化成利润。

因此更值得跟踪的经济链是：订单质量 → 单价与合同条件 → 施工期成本控制 → 完工毛利 → 营运资金 → 资本开支与人才投入 → ROIC → 自由现金流 → 股东价值。

03 | 产品、客户与供应链

3.1 产品

公司的“产品”不是一件标准化商品，而是建筑、土木、铁路等项目的交付能力。建筑包括住宅与非住宅；土木包括公共基础设施、地下和道路工程以及铁路相关工程；集团还有专业施工子公司，补充铁路和特殊施工方法能力。

3.2 客户

NANKAI 集团是最重要的稳定客户与资本关系方。2026 财年来自南海电铁的合并口径收入约 146 亿日元，占总收入约 31.9%。这带来稳定订单，也形成客户集中和少数股东治理折价。

外部客户的重要性正在提升，尤其是首都圈民间建筑、公共土木和其他铁路相关项目。2027 财年第一季度民间建筑新签订单大幅增长，是当前订单扩张最值得跟踪的部分之一。

3.3 供应链

建设公司的关键供应链不是单一上游，而是钢材、水泥、设备、专业分包、劳务与现场管理人才。材料涨价、技能工短缺和专业分包商的施工能力会直接影响完工成本。公司能否在合同中转嫁成本、是否能主动选择高质量订单，比单纯追求订单金额更重要。

04 | 竞争格局与产业关系

1850 面对大型综合建设公司、地方中坚建设公司、铁路系建设公司和专业土木承包商的多层竞争。它的优势不是全国规模，而是 NANKAI 集团关系、铁路和复杂工程履历、关西根基与向首都圈扩张的组合。

重要产业关系包括：

- NANKAI 集团：控股股东、客户、技术与人员关系方；稳定性强，但治理折价真实存在。
- 其他铁路与公共发包方：是土木业务从集团依赖走向外部市场的关键验证。
- 民间开发商和住宅客户：提供建筑项目规模，但价格竞争与材料成本波动更直接。
- 专业分包商与技术人才：决定施工能力、成本和工期，是隐藏的生产瓶颈。

市场规模本身不是 1850 的主要约束。日本基础设施更新、铁路改良、城市再开发和建筑需求足以支撑中型承包商；真正约束是人员、项目选择和利润率。

05 | 护城河判断

护城河判断为中等偏上，但不是高确定性的经济租金型护城河。

支持证据：铁路与复杂工程需要履历、安全管理、资质、施工窗口经验和长期发包方信任；NANKAI 集团关系形成稳定订单基础；公司百年历史与施工网络有复制成本。

最强反证：建筑业务仍然是项目制竞争，客户可以招标，材料和劳务成本会侵蚀毛利；集团关系也可能带来“稳定收入但不一定最高利润率”。历史质量事件说明施工质量并非天然不会出错。

当前结论：1850 的壁垒更多是关系网络 + 工程履历 + 组织能力，最终必须通过稳定利润率和 ROIC 证明，而不是凭“铁路系”标签直接加分。

06 | 财务质量与现金流

2026 财年销售约 457.97 亿日元，同比下降，但营业利润约 28.42 亿、同比增长，营业利润率约 6.2%。这说明利润改善主要来自项目结构与接单、施工阶段的利润管理，而不是收入规模扩张。

2027 财年指引销售 527 亿、营业利润 25 亿、经常利润 24.10 亿、归母净利润 16.40 亿。收入预计增长约 15%，营业利润反而预计下降约 12%，对应营业利润率约 4.7%。这是本轮研究最重要的反证之一：管理层自己没有把上一年度 6.2% 的利润率当成新常态。

现金流方面，2026 财年经营现金流显著改善，但建筑公司的应收款、合同资产、预收款和应付工程款具有明显项目时点效应，因此不能把单年经营现金流峰值视作正常自由现金流。

资产负债表已经明显增强。2027 财年第一季度现金约 81.6 亿日元，借款规模很低，股东权益约 194 亿，股东权益比率约 61%。但现金中有一部分是项目周转所需的运营流动性，不能全部视为可分配净现金。

ROIC 研究的关键是：若常态营业利润率能稳定在 4.5%-5% 以上，而营运资金不重新吞噬大量现金，则当前资产负债表有能力产生更好的股东价值；若未完工订单利润率偏低且资金占用重，低 PBR 可能持续。

07 | 股东、管理层与治理

NANKAI 集团控制约六成表决权，是治理结构的核心。正面是长期资本关系、订单来源、信用与技术人员支持；负面是少数股东对资本政策和集团内部交易的影响力有限。

公司管理层在近年中期计划中明确承认历史问题，包括建筑低利润率接单、施工阶段利润创造不足、数字化落后、技术人员年龄结构问题，以及过去偏重财务稳健而股东回报较少。

这种“承认问题并明确改善方向”是正面信号，但治理评分不会因为计划文字就大幅上调。真正验证是：集团项目与外部项目的经济性、资本配置、持续回购和分红，以及 ROE 目标能否在利润正常化阶段仍被守住。

08 | 资本政策

资本政策正在改善。公司提出 ROE 8% 以上、股东权益比率 50% 以上、稳定分红与机动回购。2026 财年每股分红提高至 8 日元，2027 财年目前也计划 8 日元。

2026 年 4 月公司通过 ToSTNeT-3 取得 80 万股、约 3.736 亿日元，并注销其中部分股份。这说明“资本效率”开始从文字进入行动。

但当前还不能称为高股东回报公司：预测分红率仍不高，而且现金是否持续转化为分红和回购仍需观察。最重要的未来信号是连续性，而不是一次动作。

09 | 估值与安全边际

以用户提供的月线图中约 415 日元作为本次研究参照，而不是实时交易价格。按公司 2027 财年归母净利润 16.4 亿日元与当前股本粗算，预测 PE 约 7 倍；以最近每股净资产口径，PBR 约 0.6 倍。

Bear

若营业利润率回到约 3.5%-4%，大型未完工订单包含低毛利项目，营运资金重新扩大，且资本回报没有持续提升，则低 PBR 有合理性，估值可能长期停留在受控子公司和小市值承包商折价区。

Base

若销售规模回到 500 亿日元级、营业利润率稳定约 4.5%-5%，资产负债表保持净现金特征，ROE 长期守住 8% 以上，则当前约 0.6 倍 PBR 和约 7 倍预测 PE 提供一定安全边际。

Bull

若利润优先的接单纪律把营业利润率稳定在 5.5% 以上，千亿日元级未完工订单逐步兑现且不显著吞噬现金，同时回购和分红持续，则市场可能重新评估“受控低 PBR 建筑股”的折价。

下行保护主要来自强资产负债表、订单储备和集团订单基础；但建筑项目的潜在损失、治理折价和低流动性意味着账面价值不是绝对地板。

10 | Kabugami 技术结构

价格观察截至 2026-08-21。技术判断重新读取株探年次、月次真实股价时序，并以 Owner 长期月线图作视觉交叉验证。

10.1 真正的问题不是“2025 涨得够不够多”，而是它会不会重演过去几十年的失败脉冲

完整生命史把 1850 的技术问题推得比“低位右侧”远得多。株探年次序列中，1990 年前后高点约 14,700 日元，此后进入长期大幅耗散；但中间从来不是单向下跌。2004—2006 年价格又抬到约 1,000—1,500 日元，2011 年、2013 年、2018 年也都发生过明显向上扩张，结果最终都没有建立可持续的更高价格中枢。2009—2024 年大部分时间重新回到数百日元体系，2020 年最低甚至到 215 日元。

所以这只股票真正的长期指纹是：低位中心存在很强的重新吸收能力，历史上多次上冲都没有改变主要运行世界。2025 必须先通过这段失败史的检验，才有资格被称为长期迁移，而不能因为 650 日元高点本身就升级状态。

10.2 2025 确实完成了一次中心上移，但 2026 的返回深度说明新中心远没有稳定

2024 年全年高 375、低 268、年末 302，仍在旧体系内；2025 从 305 日元起步，4 月一度低至 240，之后 8 月明显扩张、10 月最高 650，年末 601。真正有信息量的是年末价格第一次在多年低位中心之上结束，而不是 650 这个瞬时高点。

但 2026 随即给了这次迁移一次很重的返回实验。年内高点 652 日元，6 月 11 日最低 374，8 月 21 日约 420。从 652 到 374 损失 278 日元，一半修复对应约 513 日元；截至 8 月 21 日仍没有重新回到这个半程位置。换句话说，新价格世界没有被完全打回旧底，但它也尚未证明自己拥有很强的恢复速度。

这使 1850 和 9761 形成鲜明区别：9761 的深回撤十周左右已经完成一半修复，而 1850 到当前仍未完成。恢复半衰期在这里不是看多指标，恰恰提供了对“新中心成熟度不足”的反证。

10.3 7 月 29 日第一季度是一次很干净的压力测试：利润变弱，订单暴增，价格先急跌后快速稳定

纯价格状态形成以后，再把 2026 年 7 月 29 日第一季度放回时间轴。公司销售同比下降 14.2%、营业利润下降 22.3%，但新签订单同比增长 146.1%，未完工结转工程额达到 1,047.57 亿日元。这个事件本身是基本面证据，技术层只看价格如何处理这种“当期利润弱、未来订单强”的矛盾。

7 月 28 日收盘 427 日元；7 月 29 日公告日盘中最低 392、最终收 417，成交量明显放大。第二天仍收 417，7 月 31 日又回 423。市场最初确实给了负向位移，但没有把价格继续压向 240—320 日元的旧中心，冲击很快收敛在 400 日元附近。

这说明当前负向扰动的破坏力已经低于历史弱势阶段，但也不能过度解释：价格只是守住了迁移后的较高区域，并没有因此恢复到 500 日元以上。坏消息越来越难把它打回旧世界，与新中心尚无强恢复力，这两个事实同时成立。

10.4 Price-Fundamental Timing：这轮上移大体与经营改善同步，不属于“价格提前知道答案”

1850 不是典型的 Price-led 案例。2025—2026 财年利润率和资产负债表已经明显改善，价格中心的上移也发生在相近阶段；2026 财年营业利润率升至约 6.2%、回购和分红动作改善时，股价已经完成第一轮大幅扩张。更合理的定义是价格与基本面大体同步重估。

现在的新信息反而来自两者开始出现节奏差：2027 财年第一季度当期利润同比回落，管理层全年营业利润指引也低于上年，而价格仍没有恢复到旧低位中心。这里开始出现一定的 Price-resilient 特征，但证据还不足以说市场已经建立新的长期估值体系。

10.5 当前矛盾：迁移发生过，但“保留”强于“恢复”，真正的新平衡还没有建立

技术状态：1850 已经完成过一次实质性的价格中枢上移，但 2026 深回撤仍未完成一半修复，当前属于迁移后的再吸收与耐久性验证。

确认路径不是简单重新突破 650。更有价值的是价格在下一轮回抽中继续把 400 日元上下守成主要运行区域，随后逐步恢复 450—500 日元以上的可重复价格中枢，再从这里重新扩张。那样才说明旧中心的吸力继续衰退、新中心开始拥有自己的稳定性。

反过来，如果价格重新长期运行在 240—320 日元区域，尤其 400 日元附近也无法形成持续中心，那么 2025 就应被降级为历史失败脉冲中的又一轮，而不是长期状态迁移。当前技术置信度仍为中等：完整生命史和返回实验很有信息量，但新中心的时间证据与恢复速度都还不够。

11 | 风险与催化剂

主要风险

1. 未完工订单利润率：1047 亿日元未完工结转工程额如果包含低毛利长周期合同，订单越多不一定价值越高。
2. 材料与劳务成本：价格转嫁不充分会侵蚀施工利润。
3. 项目进度和营运资金：大型项目的收入、利润和回款确认高度不均匀。
4. 质量与诉讼：历史大津京项目诉讼留下质量信用问题；新诉讼费用需要持续辨别性质。
5. 客户与控股股东集中：集团订单稳定，但少数股东治理折价真实存在。
6. 人才瓶颈：技术人员高龄化与现场人手不足可能限制扩张。
7. 技术状态回落：若月线长期重新进入旧的长期低位价格吸引区，说明 2025 年以来的价格状态变化未能稳定。

催化剂

1. 未完工订单逐季转化为收入，同时利润率保持 4.5%~5% 以上；
2. 外部和首都圈订单占比提高且毛利率不下降；
3. 连续回购、提高分红或明确总股东回报政策；
4. ROE 在利润正常化年份仍保持 8% 以上；
5. 现金与营运资金证明可以持续生成自由现金流；
6. 月线重新夺回并稳定于中期平衡区上方。

12 | Insight / 反常识发现

Insight 1：现在最不应该盯的是第一季度同比利润，而是千亿日元级未完工订单的单位利润。第一季度收入与利润同比下降，同时新签订单和未完工结转工程额大幅增加；这是一种典型“利润表滞后、订单状态先变”的组合。

Insight 2：2026 财年的强现金流不能直接当作自由现金流新常态。建筑公司的现金流受合同资产、应收款和项目结算影响，必须跨周期看营运资金。

Insight 3：0.6 倍 PBR 的意义取决于资本政策。如果现金长期留在受控子公司内部，低 PBR 只是折价；如果回购与分红形成持续框架，同样的 PBR 会变成可释放价值。

Insight 4：管理层的 2027 财年利润指引本身是最重要的反证。销售计划明显增长而营业利润下降，说明公司也认为上期 6.2%利润率不能简单复制。

Insight 5：价格系统和经营端目前都处在“改善已经出现、持续性仍待验证”的阶段。月线已经经历一次明显上行扩张，但价格仍在回抽；经营端则需要未完工订单继续证明利润率和现金转化。两条线方向相近，但证据来源彼此独立。

13 | 下一次值得跟踪什么

下一轮不需要重复“公司是什么”，优先追以下变量：

- 1. 期末未完工结转工程额与新签订单的建筑、土木构成；
- 2. 完工工程毛利率、营业利润率及公司对项目盈利性的措辞；
- 3. NANKAI 集团收入占比与外部订单扩张；
- 4. 合同资产、应收款、应付工程款与经营现金流；
- 5. 现金余额与回购、分红；
- 6. 2027 财年营业利润 25 亿指引是否上修或下修；
- 7. 诉讼相关费用的具体性质；
- 8. 技术人才、数字化与首都圈组织扩张进度；
- 9. 价格在 2026 深回抽后能否把 400 日元上下变成更高的可重复活动中枢，还是重新长期回到 240—320 日元的旧核心区域。

最值得问管理层的问题只有一句：现在这 1000 亿日元以上未完工订单的接单时利润率和施工阶段目标利润率，是否比 2024 年前后的订单结构更高？

14 | V3.1 评分卡

Module	Weight	Score	判断
财务稳健与现金防御	18	16.5	股东权益比率约 61%、低借款、现金充足；但运营现金不可全部视为可自由分配现金
护城河与行业地位	18	13.5	NANKAI 关系、铁路履历与复杂工程经验有价值，但建筑竞争仍强
盈利质量与现金流	14	10.0	利润率改善明显，但 2027 财年指引正常化，营运资金波动大
产品 / 供应链 / 客户结构	14	10.5	订单基础强、外部扩张，但集团集中与劳务、材料依赖存在
估值与安全边际	12	10.5	用户月线图约 415 日元参照下约 7 倍 PE、0.6 倍 PBR，资产负债表提供保护

资本政策	10	7.5	分红提高且实施回购，方向改善；持续性尚待验证
治理	8	5.5	管理层问题意识较清楚，但控股股东结构带来少数股东折价
技术结构	6	3.5	2025 完成一次明显逃逸，2026 深回抽尚未完成一半修复；旧中心未恢复统治，但新中心也尚未成熟
Total	100	77.5	A

评分不是机械买卖信号。当前 A 评级反映“财务安全垫 + 低估值 + 订单增强”已较清楚，但未完工订单利润率、自由现金流持续性和资本回报仍不足以进入更高确定性区间。

15 | 来源与 Compliance

主要来源

1. 南海辰村建設株式会社《2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）》及相关第一季度财务资料。
2. 南海辰村建設株式会社《2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）》及年度财务资料。
3. 南海辰村建設株式会社 第 83 期有価証券報告書。
4. 南海辰村建設株式会社 2025-2027 年度 3 力年経営計画及公司中期经营资料。
5. 南海辰村建設株式会社 关于 2026 年 4 月自己株式取得及消却的公司披露。
6. 南海辰村建設株式会社、NANKAI 集团公开公司资料、治理及股东信息。
7. 关于历史大津京项目诉讼的公司法定披露与公开记录。
8. 用户于 2026-08-19 提供的 1850 长期月线原图；价格 415 日元仅作为本次技术结构与估值研究参照，不代表实时市场价格。

9. 株探 | 南海辰村建設 1850 年次株価时系列

<https://s.kabutan.jp/stocks/1850/historicalprices/yearly/>

10. 株探 | 南海辰村建設 1850 月次株価时系列

<https://s.kabutan.jp/stocks/1850/historicalprices/monthly/>

11. Yahoo!ファイナンス | 南海辰村建設 1850 株価时系列

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/1850.T/history>

研究状态与未知项

- 已证实：订单储备大幅增强、资产负债表强、2026 财年利润率明显改善、资本政策出现回购与提高分红方向。
- 较可能：市场折价主要来自利润率持续性、控股股东结构、小市值流动性与历史质量信用。

- 仍未知：千亿日元级未完工订单的接单时和预计最终利润率、集团订单与外部订单的利润差异、真正可自由分配的现金、部分诉讼费用具体对应事项。
- 会改变结论的证据：连续多个季度在未完工订单转化同时维持高于历史的利润率和自由现金流会增强当前判断；低毛利订单导致损失、营运资金重新恶化或资本回报停滞会削弱当前判断。
- 技术证据边界：技术结构重新读取真实年次/月次市场数据；早期长期价格受拆股、合股等公司行为调整口径影响时，以同一起来源内部的相对路径、价格中枢与返回结构为主要判断对象，不用单一历史绝对价制造精确阈值。

Compliance

本报告为 Kabugami Research 长期研究记录，基于公开资料、用户提供的长期月线图及研究判断制作。任何财务预测、估值、情景、评分和技术结构解释都可能错误。

本报告不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价或收益保证。建设行业存在项目损失、成本上涨、施工事故、质量、诉讼、信用、流动性、治理、宏观与资本市场风险，投资者可能损失部分或全部本金。

资料截止：2026-08-19。

最后一页 Compliance / 风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。