

5480 日本冶金工業株式会社 (Nippon Yakin Kogyo Co., Ltd.)

Kabugami V3.1 75.2/100 · A

这家公司是做什么的

日本冶金工業主营不锈钢和高功能特殊材料，包括高镍、高耐腐蚀、耐热、非磁性及精密材料；同时在川崎进行一体化冶炼、轧制和精整，并在大江山生产镍铁（Fe-Ni）及推进循环原料利用。

最近亮点

2027财年Q1销售422.75亿日元、营业利润47.01亿、经常利润44.02亿，高功能材料销量同比增长6.8%；公司把全年经常利润预测由120亿上调至145亿。但Q1库存评价由上年同期-13亿转为+16亿，剔除库存…

Research cutoff 2026-08-22 · 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	2023—2025 财年剔除库存评价后的营业利润曾连续达到约 192 亿、220 亿、195 亿，证明高利润并非全部来自镍库存；2026 年半导体/PCB 与能源高端材料需求开始恢复，日本对中国及台湾镍系冷轧不锈钢实施临时反倾销税，全球同行又在向高镍合金和电渣重熔（ESR）投资，多个外部变量第一次同时支持公司高功能化方向。
最需要担心什么	过去十年高功能材料吨数没有形成持续增长，上一轮中期计划战略投资完成后仍出现“投资效果兑现不足”；最新 Q1 真实营业利润同比下降，镍价格通过库存、采购成本、售价传导和营运资金同时影响利润与现金；新中期计划高功能材料 60%目标还包含分类口径变化，不能直接解释为有机增长。
Kabugami 现在怎么看	5480 当前最重要的投资命题不是“镍会不会涨”或“今年 145 亿经常利润能否完成”，而是公司能否把 2023—2025 已经出现过的 190—220 亿级真实营业利润，从特殊价格与产品结构窗口转化成可持续的正常盈利能力。现在需求、价格和产业政策都开始改善，但盈利质量、资本回报和现金转化仍未完成证明。

01 | 投资问题与当前结论

1.1 真正的投资问题：企业身份能不能完成迁移

如果只看行业标签，5480 很容易被理解为“不锈钢价格周期 + 镍价”的交易；如果只看最新决算，又容易被理解成“Q1 利润大增、业绩上修”的恢复股。两种理解都不够。

公司过去十多年一直在推进高功能材料，但真正决定股东价值的不是“高功能材料”这个名称，而是它能否改变三件事：

- 1. 每一吨产品能够留下更高、更稳定的加工价值；
- 2. 工厂和营运资金占用的巨额资本能够产生更高 ROIC；
- 3. 普通不锈钢不再成为亚洲低价竞争下持续侵蚀集团利润的底盘。

现在第一次出现几条有利线索同时发生：半导体/PCB 高端需求恢复，油气等能源用途稳定，日本针对中国、台湾镍系冷轧不锈钢实施临时反倾销措施，印尼通过 RKAB 与 HPM 强化镍资源控制，全球大型不锈钢同行也开始把资本投入高镍合金与电渣重熔（ESR）。

但目前最重要的反证同样明确：最新 Q1 的报表利润增长主要被库存评价放大，剔除库存评价后的营业利润同比仍然下降；上一轮资本开支已经完成不少，但公司自己承认投资效果没有充分兑现。

因此当前状态更接近：

需求拐点：正在增强。

价格与产品结构恢复：正在增强。

真实盈利拐点：已有早期证据。

结构性 ROIC 提升：尚未证实。

1.2 最新复核：没有发现足以改变核心判断的新公司级事件

截至 2026-08-22 再次检查公开适时开示，8 月 5 日 2027 财年 Q1 决算与业绩预测修正仍是最新重大经营披露。8 月 21 日收盘 5,280 日元，PER 约 8.13 倍、PBR 约 0.71 倍；8 月 7 日 Q1 后曾触及年初来高点 5,790 日元。

因此市场已经对“Q1 强、上修、半导体需求恢复”进行过一次明显重估。真正仍可能存在的预期差，不是市场不知道 Q1，而是市场是否仍然把这一轮视为库存评价和普通周期反弹，而没有相信公司可以把真实 ROE 与盈利中枢长期抬高。

1.3 当前结论为什么进入 A

75.2 分并不是“公司普通”，而是证据处在非常不对称的位置：

- 高功能产品与认证壁垒是真实的；
- 2023—2025 真实盈利能力已经被历史证明；
- 估值与股息提供一定容错；
- 完整价格史显示 2022 年以来更高价格中枢已经维持数年，而不是单次题材脉冲；
- 但资本密度、营运资金和镍波动使利润质量难读；
- 高功能材料十年吨数没有持续成长；
- 上一轮投资回报不足；
- 新一轮 382 亿日元投资仍需重新证明。

如果后续连续两个季度出现“高功能材料量价改善 + 剔库存营业利润同比转正 + 营运资金没有明显恶化”，评分存在进一步提高的条件。反过来，如果真实利润再次被原料成本、固定费或需求下滑压回 100 亿以下，本轮转型判断将显著弱化。

02 | 公司本质与商业模式

2.1 它卖的是极端环境下的材料可靠性

日本冶金工业从普通不锈钢延伸至高镍、高耐腐蚀、耐热、析出硬化、非磁性、低/高热膨胀等特殊材料。其经济价值随着应用环境变得更苛刻而提高：海水、强腐蚀化工介质、高温高压油气、高精度 PCB 制造、能源设备等场景中，材料失效的代价远高于吨材料本身的采购差价。

因此高功能材料的价值不是“镍含量高所以贵”，而是：

合金设计 + 熔炼/精炼控制 + 轧制精度 + 表面/形状能力 + 国际标准/客户认证 + 长期使用记录。

客户越接近“材料不能失败”的场景，价格敏感度越低，供应商更换的摩擦越高。这是 5480 从普通周期钢材向高端特殊材料迁移的经济基础。

2.2 两套经济系统共存在同一家公司

公司至少有两种不同的经济机制。

一般材料更接近产业组织生意：国内需求、亚洲进口、镍附加费、加工价差、工厂开工率和价格纪律决定利润。

高功能材料更接近工程材料生意：特定性能、认证、客户设备设计、细分资本开支与产品结构决定利润。

这两者不能混成一个“吨钢利润”。

普通材料的最好状态未必是高增长，只要在贸易秩序正常时稳定盈利并吸收固定成本，就能为高功能业务提供大型熔炼、轧制基础设施。高功能材料则负责提高每单位资本的价值密度。

2.3 大江山 + 川崎的一体化意义

大江山制造所生产镍铁（Fe-Ni）并推进循环原料、杂质控制与工艺改善，川崎制造所进一步完成熔炼、精炼、连铸、热轧、冷轧和精整。对一家多品种、小批量特殊材料企业而言，这种一体化并不等于成本最低，却提供两种重要能力：

- 对复杂原料与多合金体系的适应性；
- 从原料到最终板材性能的工艺连续控制。

真正需要验证的是，这套昂贵资产能否通过高功能材料占比提高 ROIC，而不是仅证明“难复制”。

03 | 产品、客户与供应链

3.1 PCB/半导体：当前最清晰的新需求证据

2027 财年 Q1 公司明确表示，高功能材料销量同比增长 6.8%，PCB 制造用压板需求继续增长，背景是国内外半导体相关投资。

公司的 NAS630 属于析出硬化型高强度不锈钢，产品用途明确包括 PCB 压板。行业侧也出现交叉验证：日本电子回路相关统计中，普通 PCB 面积并没有全面繁荣，但高层数与积层板的金额和面积表现明显更强；SEMI 则预计 2026 年全球半导体制造设备销售继续大幅增长，300mm 存储器投资受 HBM、DDR5 推动。

因此当前更合理的因果链是：

AI/HBM 算力投资

→ 高密度存储器/先进封装

→ 更复杂、多层 PCB

→ PCB 制造设备要求提高

→ PCB 压板等高性能材料需求

→ 5480 高功能材料订单。

这里最重要的未知仍是：NAS630 在全球/日本 PCB 压板中的实际份额、竞争者、客户认证周期，以及每单位新增 PCB 产能对应多少材料需求。行业机会已经较强，但公司可捕获份额仍未量化。

3.2 油气、化工、海洋：认证比吨数更重要

NAS329J3L、NAS74N、NAS185N 等材料进入高腐蚀环境，公司历史上已经取得 NORSOK M-650 等油气领域资格。对部分项目而言，认证不是营销标签，而是进入订单池的先决条件。

这说明 5480 的高功能材料存在真实的市场准入壁垒。但需要避免过度推论：认证证明“能参与”，不证明“拥有高份额”，更不自动证明“拥有无限定价权”。

3.3 印度与中东：产业空间成立，订单兑现仍待验证

公司已经在印度设立当地法人，并把印度及其延伸的中东能源、环境市场列为扩张方向。外部逻辑是合理的：印度钢材需求增长速度明显高于日本；中东长期面临能源设备、LNG、化工与海水淡化投资，高盐、高腐蚀环境天然需要高耐蚀材料。

但目前找到的是产业需求与公司战略的匹配，尚未找到足以量化 5480 收入的项目级订单。因此这一部分应当定义为：

结构性期权价值，而不是当前盈利贡献。

3.4 镍不是一个原料，而是供应链制度变量

镍同时影响公司四层经济：

1. 原料采购成本；
2. 库存评价；
3. 产品售价与镍附加费；
4. 营运资金。

2026 年镍市场最重要的变化不是单纯价格上涨，而是印尼通过 RKAB 生产配额和 HPM 基准强化资源控制。INSG/JOGMEC 对 2026 年的判断由此前大幅过剩快速修正至小幅短缺，说明最大边际供应国的行政政策已经足以改变全球平衡表。

但 LME 库存仍高、印尼未来仍可调整配额，因此“政策权增强”已经较强，“物理性长期短缺”仍未证实。

04 | 竞争格局与产业关系

4.1 普通不锈钢：最大的竞争对手是亚洲过剩产能与进口价格

世界不锈钢粗钢生产高度集中于中国，普通不锈钢长期面临产能充裕、NPI 低成本和出口压力。日本国内需求本身并没有进入强周期，因此一般材料未来改善更应归因于贸易秩序与国产替代，而不是日本钢铁需求繁荣。

日本政府针对来自中国和台湾的镍系冷轧不锈钢板带实施 3.6%—42.1% 的临时反倾销税，调查材料显示进口量和份额上升、国产企业销量与利润受到明显挤压。5480 本身就是调查申请企业之一。

这件事对 5480 的价值在于：

一般材料不需要变成成长业务，只要价格纪律与开工率恢复，就可能提高集团盈利底。

最终措施仍未落定，因此当前只能评为“正在增强”。

4.2 高功能材料：竞争对手正在用资本验证这块利润池

Outokumpu 2026 年明确把高镍合金作为增长方向，第一阶段投入约 3,000 万欧元建设 ESR 能力，后续潜在投资更大；公司把高镍合金描述为具有更好增长、利润率与抗周期性的市场。

Alleima 最新经营表现同样显示，半导体、数据中心相关业务较强，而一般工业、部分化工偏弱。

ATI 则展示了更成熟的高端特殊材料模式：高利润率、长期客户协议、巨大在手订单，以及航空航天、国防和特殊能源占比提高。

这些同行不是 5480 的简单估值可比物，但它们共同说明：

全球材料资本正在追逐“复杂、小批量、高认证、高失败成本”的利润池，而不是继续把普通不锈钢吨数当作唯一增长来源。

这既是 5480 战略方向的外部验证，也是未来竞争会加剧的预警。

4.3 Nickel Related Company Pool | 未来可复用的日本上市公司地图

代码	公司	镍在公司中的角色	镍上涨影响	镍政策/资源安全变化	研究意义
5713	住友金属鉱山	矿山、冶炼、高纯 Ni、硫酸镍	明确利多	强利多	日本最直接的镍价格暴露之一，且已进入国家资源安全体系
5541	大平洋金属	Ferronickel + 矿山权益	双向	潜在强利多	印尼低价 NPI 曾破坏其商业模式，制度逆转可能形成经营修复
5480	日本冶金工業	原料 + 库存 + 高 Ni 成品	双刃剑	总体偏利多	温和上涨最好；暴涨会增加营运资金与传导压力
5491	日本金属	Ni 系不锈钢加工	偏成本压力	反倾销明显利多	更像贸易政策受益股，而非镍价股
5659	日本精線	不锈钢线 + 半导体高端过滤器	中性/看转嫁	偏正面	可观察 Ni 成本传导和高附加值产品结构
5471	大同特殊鋼	特殊钢合金投入	短期偏负、随后转嫁	偏正面	附加费传导速度的优质参照
5401	日本製鉄	集团部分不锈钢	对集团很弱	反倾销正面	政策参与者，但 Ni 影响被集团规模稀释
5711	三菱マテリアル	Black mass 回收 Ni/Co/Li	长期正面	政策利多	日本城市矿山与资源循环的长期期权
4094	日本化学産業	Black mass 回收与精制	长期正面	政策利多	小型资源安全技术期权
8058	三菱商事	海外镍资源权益	轻度正面	正面	与 5713 共同构建非印尼资源来源
5458	高砂鐵工	部分不锈钢相关	很弱	很弱	应从核心镍观察池排除，镍不是主营投资逻辑

这张表不是买入排名，而是产业传导地图。它说明同一个“镍上涨”对日本企业并不是统一利好：上游资源企业可能直接受益，中游冶炼取决于矿价与产品价差，下游材料企业取决于库存、附加费与客户转价能力，回收企业得到的则更多是长期政策期权。

05 | 护城河判断

5.1 护城河是真实的，但形式不是低成本

5480 最有价值的壁垒不是全球最低制造成本。相反，普通不锈钢成本竞争恰恰是它相对脆弱的一面。

更有价值的壁垒来自：

- 合金设计与材料数据库；

- 高 Ni、高 Mo 等复杂化学体系的冶炼与质量控制；
- 多品种小批量能力；
- 厚度、形状、表面精度；
- NORSOK 及客户认证；
- 客户长期使用记录；
- 大型一体化设备与工艺经验组合。

因此它的护城河更像“工程摩擦 + 认证 + 失败成本”，而不是规模成本垄断。

5.2 最强反证：Q1 尚未体现出足够强的成本转嫁

如果护城河已经转化成非常强的定价权，原料涨价应该能够较快传导。但 2027 财年 Q1 的真实利润桥显示，销量和售价正贡献尚不足以抵消原料等成本与其他费用，剔库存营业利润同比下降。

所以当前结论应当保持克制：

进入壁垒较强：已证实。

强定价权：尚未证实。

高端产品结构提高后定价权增强：值得继续验证。

06 | 财务质量与现金流

6.1 十年量价重建：高功能材料发生的是“价值密度提升”，不是持续扩量

按旧口径尽量保持可比，高功能材料销量大致为：

财年	高功能材料销量（千吨）	高功能材料均价（日元/kg，部分为公司销售额/销量推算）
2017/3	44	≈682
2018/3	40	≈760
2019/3	49	≈914
2020/3	47	≈985
2021/3	39	≈933
2022/3	48	≈1,069
2023/3	44	1,727
2024/3	37	2,019
2025/3	40	1,659
2026/3	36	1,489

最值得记录的反常识事实是：

十年高功能材料吨数没有形成持续成长，2026/3 甚至低于2017/3。

所以过去所谓“高功能化”主要表现为每吨销售价值、产品复杂度和产品结构提升，而不是单纯放量。

单价也不能直接等于定价权，因为其中混合了 Ni/Mo 等金属价值、附加费与产品结构。因此下一阶段真正需要拆的是：

金属价值 + 附加费 + 加工价值 + 产品结构。

6.2 真实利润序列：必须剥掉库存评价

公司长期披露“剔除库存评价损益后的营业利润”，这是研究 5480 最重要的管理口径之一。

财年	报表营业利润	库存评价损益	剔除库存评价营业利润
2020/3	78 亿	-13 亿	91 亿
2021/3	61 亿	+7 亿	54 亿
2022/3	140 亿	+86 亿	54 亿
2023/3	293 亿	+101 亿	192 亿
2024/3	200 亿	-20 亿	220 亿
2025/3	170 亿	-25 亿	195 亿
2026/3	110 亿	+3 亿	107 亿

这组数据推翻了两个相反的错误故事。

错误故事 A：“2022—2023 利润暴增说明公司已经结构成长。”

2022/3 真实利润仍只有 54 亿，报表 140 亿主要由+86 亿库存评价放大。

错误故事 B：“2023—2025 高利润都是镍泡沫。”

2023—2025 剔库存利润仍分别达到 192 亿、220 亿、195 亿，尤其 2024/3 在库存评价-20 亿、销量下降的情况下真实利润反而达到 220 亿。

因此公司确实曾经证明过：

190—220 亿级真实营业利润是可实现的。

真正的问题变成：它能否可持续。

6.3 2026/3 是真实衰退，不是会计噪音

2025/3 真实营业利润约 195 亿，2026/3 跌至 107 亿，下降约 88 亿。同期高功能材料销量 40 千吨降至 36 千吨、单价 1,659 日元/kg 降至 1,489 日元/kg。

公司利润桥显示，销量与销售价格恶化被原料成本改善部分抵消，但仍产生显著真实利润下降。因此 2026 财年的低谷具有经营真实性。

6.4 最新 Q1：报表拐点领先于真实利润拐点

2027 财年 Q1：

- 报表营业利润：约 33 亿 → 47 亿；
- 库存评价：约-13 亿 → +16 亿；
- 剔库存营业利润：约 45 亿 → 31 亿。

一年之间库存评价产生约+29 亿摆动，超过报表利润增长本身。

但环比 2026 财年 Q4，剔库存营业利润又从约 24 亿恢复到 31 亿，说明底部之后已经出现早期改善。

因此当前最精确的定义是：

报表盈利恢复：已出现。

底层盈利恢复：环比出现。

底层盈利同比拐点：尚未出现。

6.5 营运资金：利润和现金会向相反方向运动

镍上行期，公司库存单价与在制品价值上升，可能出现库存评价收益；但采购与库存占用也会吞掉现金。

2022/3 就是典型：报表营业利润约 140 亿，但库存增加造成巨大现金占用，经营现金流接近零甚至略负。2023/3 报表营业利润 293 亿、库存评价+101 亿，但库存继续占用大量现金，经营现金流远低于利润。

2024/3 则反过来：库存评价为损失、报表利润下降，但库存释放显著，经营现金流大幅改善。

因此研究 5480 必须同时看：

报表营业利润

剔除库存评价后的营业利润

经营现金流

营运资金

自由现金流。

只看 PER 很容易在周期高点和低点都做出错误判断。

07 | 股东、管理层与治理

7.1 股权相对分散，控制权不是主要风险

公司主要股东包括日本 Master Trust、Custody Bank、供应商持股会等，未见单一绝对控股股东。相对分散的结构意味着管理层不能长期完全忽视资本市场对 ROE 和 PBR 的要求。

2026 年公司还决定不再继续原有大规模买付行为应对方针（收购防卫措施）。这不等于马上存在收购，但治理方向上减少了一层防御性安排。

7.2 管理层最需要重新证明的是资本配置执行力

新中期计划对上一轮的复盘非常关键：战略设备投资大体按计划实施，但“投资效果兑现不足”；高功能材料目标与 ROE 目标均未兑现。

这说明管理层的问题不是“不知道方向”，而是：

知道要高功能化，也投了钱，但资本没有按照原计划形成足够收益。

因此本轮对管理层不应仅因为战略表述更漂亮而加分。真正的治理指标是：新增投资能不能带来新增营业利润、ROIC 和自由现金流。

08 | 资本政策

8.1 新中期计划的资本承诺

中期经营计划 2026—2028 提出大约 382 亿日元投资决策，其中约 158 亿属于战略投资，方向包括 ESR、新合金制造工艺、厚板精整、极薄高功能材料、设备更新、循环原料与数字化。

同时公司提出：

- ROE 目标 10%；
- EBITDA 目标 300 亿日元；
- 高功能材料销售占比目标 60%；

- 分红支付率 35%以上；
- DOE 2.8%以上；
- PBR 1 倍以上作为资本市场目标之一。

这些目标方向合理，但必须注意两个问题。

第一，60%目标采用新分类口径，公司把部分原先划入一般材料的“功能附加材料”重新纳入高功能材料，所以不能用旧口径 41%直接与 60%比较。

第二，上一轮已经证明“投资完成”不等于“投资成功”。

8.2 资本开支真正需要的考核公式

未来对 382 亿投资最重要的不是项目清单，而是逐项建立：

投入资本

- 新增能力
- 新产品/客户
- 新增销量与单位贡献
- 新增营业利润
- 增量 ROIC。

如果资本开支只是提高折旧和固定费，而高功能材料量与贡献利润没有同步增长，PBR 折价会持续。

8.3 股东回报提供持有期缓冲，但不能替代经营质量

新中期计划继续强调 35%以上分红支付率和 DOE 2.8%以上。以近期股价计算，现金股息率大约在 4% 左右，确实提供一定持有期缓冲。

但股息不是“绝对下行保护”。资本密集企业如果 ROIC 低于资本成本，持续分红无法永久抵消价值侵蚀。

09 | 估值与安全边际

9.1 0.71 倍 PBR 既可能是机会，也可能是合理折价

2026-08-21 收盘 5,280 日元，对应市场显示 PER 约 8.13 倍、PBR 约 0.71 倍。

低 PBR 看起来有吸引力，但当前折价有真实经济原因：

- ROE 上一轮只有 7%左右；
- 固定资产和营运资金沉重；
- 盈利受库存评价大幅扰动；
- 高功能材料吨数多年未成长；
- 新旧资本开支回报尚未充分证明；
- 普通不锈钢长期面对亚洲低成本供给。

所以不能把 0.71 倍直接解释为“市场错了”。

真正的重估因果链应当是：

高功能材料真实贡献提高

- 剔除库存评价后的营业利润中枢提高
- 营运资金与自由现金流改善
- ROIC/ROE 稳定 10%以上
- 市场降低资产折价
- PBR 接近或突破 1 倍。

PBR 1 倍是经营结果，不是催化剂本身。

9.2 正常盈利能力：先用区间，不制造假精确

根据历史真实营业利润，暂时可以建立三个经营状态，而不是用七年平均值硬定义“正常利润”。

状态	剔库存营业利润	经济含义
Bear	70—100 亿	需求弱、产品结构差、固定费高、普通材料竞争恶化
Base	120—160 亿	半导体恢复、普通材料秩序改善、成本大致可转嫁
Structural Bull	180—220 亿	高价值产品结构、设备利用、反倾销底盘与转价能力同时兑现

180—220 亿并非乐观模型凭空创造，公司 2023—2025 已经连续实现过 192 亿、220 亿、195 亿级真实利润。

因此估值的关键不是“能不能偶尔达到”，而是“能不能成为新的正常状态”。

9.3 下行保护

正面缓冲包括：

- 低于 1 倍 PBR；
- 约 4%股息；
- 大型制造资产和长期客户关系具有重建成本；
- 普通材料提供基础产量；
- 高功能材料具有真实认证与工艺价值。

但下行漏洞也非常清楚：

- 营运资金；
- 大额资本开支；
- 镍波动；
- 产能事故；
- 新一轮战略再次无法兑现。

因此 5480 不是净现金式深度价值，而是一只“需要经营改善来兑现资产价值”的低估值材料股。

10 | Kabugami 技术结构

价格观察截至 2026-08-21。本轮先用完整年线、月线确认长期迁移，再把 8 月 5 日 Q1 与业绩上修后的真实日线作为第二阶段事件响应实验。

10.1 | Technical Question：迁移已经成立，8月这轮经营确认能不能把更高价格中枢再抬一层

5480 已经不需要回答“是不是还在底部”。长期年线显示，2016 年低点约 940 日元、2020 年低点 1,260，2010 年代后半至 2021 年的现代主要运行区间大致仍在 1,000—2,500 日元。真正的结构断点出现在 2022 年：当年最低 1,972，却以 4,170 收年；之后 2023 年低点 3,820、年末 4,215，2024 年低点 3,690、年末 4,020，2025 年低点 3,300、年末 4,525。

这已经不是一次脉冲。回抽低点、年末重心和主要运行区间连续数年保留在明显更高层级，说明长期价格中枢迁移已经成立。当前真正的问题是：4,000—5,000 日元体系能否继续向上扩展，而不是旧 1,000—2,500 日元中心是否仍主导。

10.2 | Return / Center：2024 的 5,500 并没有留下 5,000 以上中枢，但 2025—2026 回抽底部继续变高

迁移成立不等于每一次扩张都成功。2024 年曾触及约 5,500 日元，随后仍回到 3,690，说明 5,000 以上当时更接近扩张区而非稳定中心。2025 年最低 3,300 后又恢复至 4,525；2026 年 5 月 20 日最低 4,290，回抽终点已经进一步抬高。

所以当前最强的纯价格证据不是 5,790 这个新高，而是：旧中心已经多年没有重新接管，而且最近一次较深回抽仍在 4,000 日元上方结束。这使 4,000—4,500 附近逐渐具备更高价格底盘的性质。

10.3 | Good-news Response：8月5日上修后次日+14.1%，但 5,500 以上还没有形成稳定中心

8月5日收盘后，公司公布 Q1 与业绩预测修正：全年经常利润由 120 亿上调至 145 亿，高功能材料销量同比增长 6.8%。尽管剔除库存评价后的营业利润同比仍下降，这仍是一份明显高于市场短期预期的经营披露。

价格 8 月 5 日收 4,985，8 月 6 日直接收 5,690，单日上涨 705 日元、约 14.1%，成交量 54.58 万股；8 月 7 日盘中进一步到 5,790，最终收 5,600。这个反应强度远高于一般日波动，说明市场确实把业绩上修作为新的经营确认。

但 Return 同样重要。8 月 10 日收 5,520，12 日 5,430，14 日 5,480，18 日 5,500，随后 19 日降到 5,260，8 月 21 日收 5,280。也就是说，事件脉冲的大部分高度相对 4,985 仍被保留，但 5,500 以上还没有成为稳定的新价格中枢。这是成熟迁移体系中的二次扩张与再平衡，而不是一次完成的新层级切换。

10.4 | Price-Fundamental Timing：2022 起价格先完成重估，2026 Q1 才补上新的经营确认

2022—2025 价格中枢持续迁移时，当前这份 2026 Q1 高功能材料恢复、全年上修和反倾销环境还没有完全出现。因此长期时序更接近 Price-led rerating / migration → Fundamental confirmation。

但这份确认仍不干净：Q1 库存评价由-13 亿变成+16 亿，剔库存营业利润反而同比由约 45 亿降到 31 亿。价格对表面上修给出强反应，但基本面研究提醒我们不能把库存评价当成新的盈利中枢。

这构成 5480 现在最重要的交叉验证：价格已经相信“状态比 2020—2021 高很多”，但是否值得再抬一层，必须由真实利润而不是库存收益证明。

10.5 | Current State：成熟迁移成立，当前验证 5,000 附近能否成为下一层可重复价格重心

当前技术状态应定义为：2022 以来的长期价格中枢迁移已经得到跨年度 Return 验证；2026 年 8 月经营上修触发新一轮高能量扩张，事件后价格仍显著高于 4,000—4,500 旧底盘，但 5,500 以上尚未形成稳定中心。

后续最有信息价值的不是立刻突破 5,790，而是下一轮回抽是否继续主要在 4,500—5,000 日元附近结束，并在这个更高区域反复形成价格重心。若能做到，再次扩张时就可以把迁移质量升级；若重新长期跌回 3,000 日元甚至更低，则说明当前更高体系开始失去控制。

技术分维持 5.0/6。高分来自多年中枢迁移 + 深回抽保留 + 强经营事件后的部分高度保留，而不是来自镍题材或单一新高。

11 | 风险与催化剂

11.1 主要风险

风险一：库存利润被资本化。

如果投资者用报表营业利润直接估值，镍上行时容易高估盈利质量。

风险二：高功能材料“销售额增长”来自金属价格而不是真正加工价值。

需要继续拆解金属价值、附加费和加工利润。

风险三：上一轮资本开支失败模式重复。

公司已经证明能建设设备，但尚未证明每轮设备投资都能产生足够 ROIC。

风险四：印尼重新放松镍配额。

如果 RKAB 显著追加，2026 年供需从短缺重新回到过剩，镍制度变化的投资逻辑会弱化。

风险五：普通材料反倾销政策力度不足或终止。

临时反倾销措施还需要最终裁定。

风险六：半导体/PCB 只是短期补库存。

如果高层 PCB 与设备投资不能持续，当前高功能材料需求恢复会变成阶段性行情。

风险七：客户应用分散但宏观资本开支相关性仍高。

高功能材料虽分散到多个行业，本质仍受半导体、能源、化工等资本开支周期影响。

11.2 最值得跟踪的催化剂

1. 连续两个季度剔除库存营业利润同比转正；
2. 高功能材料量和实际加工价值同时提高；
3. 日本反倾销最终措施落地；
4. HZR 等设备按新时间表恢复并改善产能结构；
5. ESR、新合金项目出现明确客户/订单和收益贡献；
6. 印度、中东从战略语言转化为项目级收入；
7. 营运资金在镍上行环境中仍保持可控；
8. ROE 重新向 10%以上移动。

12 | Insight / 反常识发现

12.1 反常识一：镍上涨不是 5480 的简单利好

5713 住友金属鉱山更接近直接受益于镍价的上游企业，5480 不是。

镍上涨时，5480 可能短期获得库存评价收益，报表利润变漂亮；但同时采购成本、库存价值和营运资金上升，而售价传导存在时间差。

因此 5480 真正喜欢的不是镍暴涨，而更可能是：

温和、可预测、能够顺利传导的镍环境。

这也是为什么镍要作为政策变量研究，而不是简单做商品方向判断。

12.2 反常识二：高功能化过去不是“吨数成长故事”

十年数据证明高功能材料吨数没有持续增长。真正发生的是单位销售价值与产品结构提高。

所以公司未来成功的证据不应是“高功能材料占比 60%”这一个数字，而是：

每吨贡献利润、长期订单、库存正常化利润、ROIC 和自由现金流。

12.3 反常识三：2024/3 比 2023/3 更能证明公司质量

2023/3 报表营业利润 293 亿非常醒目，但其中库存评价约+101 亿。

2024/3 报表营业利润降到约 200 亿，库存评价反而约-20 亿；然而剔库存真实营业利润达到约 220 亿，是当前重建序列中的高点。

这说明产品结构与价格确实能够在销量下降时提高真实盈利，不能把公司所有高利润都解释成镍行情。

12.4 反常识四：普通材料不需要成长也能创造巨大股东价值

普通材料过去最大的价值毁灭因素之一是低价进口导致加工价差和开工率恶化。如果反倾销措施使竞争秩序回归，普通材料即使没有结构性销量增长，只要从“拖累”变成“稳定底盘”，就能提高整个川崎资产体系的固定成本吸收能力。

因此普通材料的催化来自产业组织改善，不来自宏观钢铁牛市。

12.5 反常识五：正在形成一个“日本镍资源安全网络”

日本资源安全政策正在同时推动：

- 海外镍/钴权益；
- 国内 nickel matte 能力；
- black mass 回收 Ni/Co/Li；
- 企业循环原料；
- 镍系不锈钢贸易防御。

这意味着镍对日本上市公司不是一条单一价格链，而是一张“资源、冶炼、材料、回收、贸易政策”利润重新分配网络。5480 恰好处在这张网的中下游交叉位置。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 五个核心未知问题

一、高功能材料真正每吨贡献利润是多少？

需要继续拆金属价值、附加费、加工价值和产品结构。

二、PCB 压板实际市场地位如何？

需要找 NAS630 份额、主要竞争者、客户认证周期和材料消耗弹性。

三、新口径高功能材料 60%的可比基准是多少？

需要公司给出或通过资料重建旧业务按新分类重述后的模拟基准。

四、382 亿资本开支的项目级 ROIC 是多少？

以后每个战略项目都要映射新增能力、收入、营业利润和投入资本。

五、印尼镍政策是一轮短期限产还是制度性变化？

继续观察 RKAB、HPM、NPI/LME 价差、LME 库存和 INSG 预测。

13.2 季度跟踪表

以后每次决算至少更新：

- 高功能材料销量；
- 高功能材料单价；
- 新旧口径变化；
- 报表营业利润；
- 库存评价损益；
- 剔库存营业利润；
- Ni-LME；
- 原料成本桥；
- 在制品/原材料/商品库存；
- 有息负债与净负债；
- 经营现金流/自由现金流；
- 一般材料订单和价格；
- 反倾销状态；
- HZR/ESR 进度；
- 印度/中东项目级证据。

13.3 核心判断升级条件

满足下列多数条件时，当前 A 有进一步提高的基础：

1. 真实营业利润连续两个季度同比转正；
2. 高功能材料量价共同改善；
3. 普通材料在反倾销措施后利润率恢复；
4. 年化真实盈利重新进入 160 亿以上并继续上行；
5. 营运资金没有伴随利润恶化；
6. 新资本开支产生可量化的增量回报；
7. ROE 向 10%稳定靠拢。

13.4 核心判断降级条件

以下任一持续发生都需要显著降低判断：

- 剔库存营业利润重新跌向 70—100 亿；
- 高功能材料量再次萎缩且售价/产品结构走弱；
- 镍上行持续压过转价；
- 反倾销最终措施弱于预期且廉价进口重新冲击；
- 新设备继续延期或战略资本开支只有折旧没有收益；
- AI/PCB 高端需求明显转弱。

14 | V3.1 评分卡

模块	权重	得分	主要理由
财务稳健与现金防御	18	13.5	杠杆尚可、资产规模和经营基础稳定，但营运资金与资本密度较高
护城河与行业地位	18	13.3	特殊合金、工艺、认证与一体化是真实壁垒，但全球高端材料竞争仍强
盈利质量与现金流	14	9.2	真实盈利高点已被证明，但库存评价和营运资金严重扭曲年度表现
产品 / 供应链 / 客户结构	14	11.5	半导体、能源、化工等多应用，高功能化方向清楚；Ni 依赖与最终客户暴露仍需细化
估值与安全边际	12	9.6	约 0.71 倍 PBR、约 8 倍 PER 和股息提供容错，但低 ROE 使折价具有合理性
资本政策	10	7.2	DOE/分红政策改善、PBR 意识明确；新资本开支回报仍未证明
治理	8	5.9	股权分散、取消收购防卫措施偏正面；上一轮战略兑现不足压低评分
技术结构	6	5.0	2022 以来长期价格中枢迁移已成立；8 月业绩上修触发二次扩张并保留大部分高度，当前验证 5,000 日元附近能否成为下一层价格重心
Total	100	75.2	A

评分解释

75.2 不是“便宜所以高分”，而是：

- 已经具有足够强的产业和历史真实盈利证据，值得重点研究；
- 完整价格史又确认市场结构已从 2010 年代低价体系迁移到 2022 年以来的更高价格中枢；
- 但从“优秀周期材料公司”到“高质量特殊材料公司”的经营迁移还没有完成；

- 真正能够把评分继续推高的，仍是 ROIC 与真实现金盈利改善，而不是一次库存评价收益或一次业绩上修。

15 | 来源与 Compliance

15.1 公司与监管一手资料

1. 日本冶金工業 | FY2027 Q1 決算短信・決算説明資料・業績予想修正 (2026-08-05)

<https://www.nyk.co.jp/investors/>

2. 日本冶金工業 | 2026 年 3 月期 決算短信・決算説明資料

<https://www.nyk.co.jp/investors/>

3. 日本冶金工業 | 中期経営計画 2026-2028

<https://www.nyk.co.jp/investors/plan/pdf/plan2026-2028.pdf>

4. 日本冶金工業 | 統合報告書 2025

<https://www.nyk.co.jp/pdf/investors/nipponyakinintegratedreport2025single.pdf>

5. 日本冶金工業 | 高機能材产品资料 (NAS630、NAS329J3L、NAS74N、NAS185N 等)

<https://www.nyk.co.jp/products/>

6. 日本冶金工業 | NORSOK M-650 相关认证历史资料

<https://www.nyk.co.jp/news/2015/news150302-40.html>

7. 経済産業省 | 中国・台湾産ニッケル系ステンレス冷延鋼帯・鋼板の反ダンピング調査・暫定措置

<https://www.meti.go.jp/press/2026/07/20260703001/20260703001.html>

8. 財務省 | 反ダンピング調査資料

<https://www.mof.go.jp/aboutmof/councils/customsforeignexchange/>

9. 経済産業省 | 重要鉱物の供給確保計画 (Ni/Co、black mass、国内 nickel matte 等)

<https://www.meti.go.jp/policy/economy/economicsecurity/metal/index.html>

10. JOGMEC / INSG | 世界ニッケル需給・インドネシア RKAB/HPM 更新

<https://journal.jogmec.go.jp/metal/news-flash/>

15.2 产业与同行交叉验证

11. SEMI | Global 300mm Fab Equipment / Memory Equipment Investment Outlook

<https://www.semi.org/>

12. worldstainless | 全球不锈钢粗钢生产统计

<https://worldstainless.org/>

13. worldsteel | Short Range Outlook

<https://worldsteel.org/>

14. Outokumpu | Evolve strategy / high-nickel alloys / ESR investment

<https://www.outokumpu.com/>

15. Alleima | 2026 Q2 Interim Report

<https://www.alleima.com/en/news-media/>

16. ATI | 2026 Q2 Results

<https://ir.atimaterials.com/>

17. 住友金属鉱山 | 2027/3 Q1 説明資料・Ni sensitivity

<https://www.smm.co.jp/ir/>

18. 大平洋金属 | 2027/3 Q1 決算資料

<https://www.pacific-metals.co.jp/>

19. 日本精線 | 2027/3 Q1 決算資料

<https://www.n-seisen.co.jp/>

20. 大同特殊鋼 | ステンレス鋼価格改定・決算説明資料

<https://www.daido.co.jp/>

15.3 市场与技术价格数据

21. Yahoo!ファイナンス | 5480 株価・適時開示・時系列

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5480.T/>

22. 株探 | 5480 年次株価時系列

<https://s.kabutan.jp/stocks/5480/historicalprices/yearly/>

23. 株探 | 5480 月次株価時系列

<https://s.kabutan.jp/stocks/5480/historicalprices/monthly/>

24. 株探 | 5480 日次株価時系列

<https://s.kabutan.jp/stocks/5480/historicalprices/daily/>

15.4 研究边界

- 本报告资料截止为 2026-08-22。
- 财务数字原则上优先采用公司决算短信、说明资料、综合报告和有价证券报告。
- 对“十年高功能材料均价”的早期年份，部分数值为公司披露销售额与销量的简单推算，因此以“≈”表示，不与公司直接披露的精确单价混同。

- 对“剔除库存评价营业利润”，采用公司长期使用的在库評價損益除外口径；2017—2019 因未找到完全同口径连续一手数字，不强行补齐。
- Nickel Related Company Pool 用于解释产业传导，不是股票推荐或收益排序。
- 本次没有 Owner 为 5480 指定并分配正式月线原图，因此 Section 10 不插入替代图；但公开年/月/日价格序列足以支持长期价格结构判断，Owner 图缺失不再等同于长期技术证据缺失。
- 2026 年 8 月月线尚未完整结束，因此 8 月高点与当前价格只作为进行中的扩张观察，不当作已确认月度收盘状态。
- 本报告中的 Bull/Base/Bear、评分、估值判断和产业推演均属于研究假设，可能错误。
- 本报告不构成投资建议、投资招揽、买卖推荐、目标价、收益保证或任何形式的受托资产管理意见；投资者可能损失全部本金。

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。