

5391 株式会社エーアンドエーマテリアル (A&A Material Corporation)

Kabugami V3.2 61.75/100 · B

这家公司是做什么的

エーアンドエーマテリアル主营不燃建筑板材、耐火覆盖和相关施工，同时提供工厂与船舶用保温保冷・断热、防音、伸缩接头、摩擦与密封材料以及工业工程服务。

最近亮点

2027财年第一季度销售113.97亿日元、同比+10.9%，但营业亏损0.24亿日元、经常亏损0.52亿日元、归母净亏损1.93亿日元；公司仍维持全年销售526亿、营业利润21亿、经常利润20亿和归母净利润12亿的预…

资料截止 2026-09-18 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-18
研究规则版本 SHA	4f9fe5411ba95d94a59e0e0aca5a916f03dd0b5a
评分版本	V3.2
发布源 SHA	023c881aa2f16023cd4028379b0a46a30bc7fabcd
交付代码版本 SHA	023c881aa2f16023cd4028379b0a46a30bc7fabcd
交付运行时指纹	95fe63d116ed37fc51370a8f3cc779b8e6ca70ef1d6a9c5a96596d096aa766ca

先看研究要点

为什么值得研究	建材与工业/工程两大业务都围绕“热控制、防火、隔热、耐久”积累产品与施工能力；低 PBR 下大额回购注销显著提高了剩余股东的每股账面权益，政策持股股东太平洋水泥持股大幅下降；2023 年以来股价回抽低点逐级抬高，旧的 800—1,000 日元长期吸引区对价格的再吸收能力明显减弱。
最需要担心什么	2026 财年增收却营业减益，2027 财年 Q1 更出现营业亏损，证明涨价、M&A 和订单扩张尚未形成稳定高利润率；有息负债由约 44 亿日元升至约 89 亿日元、期末现金很薄；历史石棉诉讼与补偿仍带来长尾现金/损益风险；固定行权价新股预约权未来可能增加流通股与议决权，部分抵消回购改善。
Kabugami 现在怎么看	A&A Material 不是单纯的“低 PBR 建材股”。它正在把传统不燃板材与耐火施工、工业保温工程、船舶热控制能力，再叠加大昭和ユニボード和デコール等并购资产，试图扩展成覆盖材料—表面装饰—施工—工业热控制的解决方案平台。资本政策也从历史保守转向回购、M&A 和主动融资。但当前真正决定能否重估的不是资产折价，而是营业利润率能否从 3%—4%重新向更高水平修复，同时不让借款、石棉长尾负担和潜在稀释吞掉每股价值改善。当前 B 反映“便宜且在变”，但尚未证明“变得足够赚钱”。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：资本重组和并购扩张，能否把“低估值老建材”变成更高回报的热控制平台

A&A Material 过去长期容易被市场理解为传统建材与工业保温材料公司：国内成熟市场、项目制工程、低个位数营业利润率、历史石棉负担，因此 PBR 长期偏低。

但 2024 年以来公司做了几件会改变普通股股东经济性的事：大昭和ユニボード与デコール纳入集团、DX 系统整合、太平洋水泥减持背景下的大规模回购、部分注销库存股，以及为后续 M&A 设置固定行权价的新股预约权。管理层也把“熱をコントロールする技術”作为 Vision2033 的核心，并明确希望通过新业务、M&A 与海外扩张提高 PBR。

因此本轮真正的问题不是“0.49 倍 PBR 够不够便宜”，而是：

A&A Material 能否把低估值下的资本重组、材料与施工的一体化、装饰板材并购以及 LNG/工业热控制需求，转换成持续高于历史低个位数水平的营业利润率和资本回报；还是这些增长主要增加规模、借款和股数供给，而没有提高每股盈利质量。

01.2 | 当前答案：每股结构改善是真的，经营质量改善尚未证明

2026 财年销售 457 亿日元、同比+5.2%，但营业利润只有 16.74 亿、同比-12.6%，营业利润率约 3.66%。2027 财年公司预测销售 526 亿、营业利润 21 亿，利润率也只有约 3.99%，明显低于 2026 中期计划原先设定的 7%营业利润率目标。

更重要的是，2027 财年 Q1 销售已经增长 10.9%，营业利润却从上年同期+1.11 亿变成-0.24 亿。这说明收入增长本身并没有自动穿透到利润。原材料、物流、人工、项目验收时点以及诉讼相关成本仍在吞噬经营改善。

资本端的变化更明确。公司 2026 年 3 月从太平洋水泥承接 215 万股回购，之后注销 85 万库存股；低于账面净资产的回购提高了剩余股东每股账面权益。但剩余 130 万股库存股计划用于固定行权价新股预约权，若未来股价达到 2,000/2,500 日元附近并被行使，议决权和流通股会重新增加。

所以当前最准确的定义是：资本效率改善已经发生一部分；经营效率改善仍在等待利润表和现金流验证。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 共同底层不是“建材”，而是对热、防火、隔音与极端环境的控制

集团表面上横跨建材和工业产品，但核心能力有共同物理问题：材料如何在火灾、高温、低温、振动、噪音和复杂施工环境下保持功能。

建材业务生产和销售不燃板材、内装不燃装饰板，并设计施工钢结构耐火覆盖。工业产品与工程业务则覆盖保温、保冷、断热、防音、耐火施工，向工厂、发电/能源设施、船舶等提供材料和工程，同时经营伸缩接头、密封材料、摩擦材料和高温处理用搬送部件等。

这使集团潜在的经济价值不只是“卖一块板”，而是材料规格、认证、加工/制造、工程设计与现场施工的组合。

02.2 | 制造与工程混合模式让收入稳定性和利润率天然不同

标准化板材更接近制造与渠道销售，规模、价格、原材料和产能利用率决定利润。耐火覆盖、工业保温等工程则要面对项目进度、施工人员、验收时点和现场管理，收入与利润确认更不平滑。

公司自己说明，工程验收容易集中在财年节点，尤其第四季度。因此 Q1 亏损不能直接线性年化；但季节性也不能成为利润质量的万能解释。真正需要验证的是：全年完成后，价格调整和工程组合能否把营业利润率从 3%—4%重新抬高。

02.3 | M&A 的目标不是单纯加收入，而是补齐表面材料与解决方案链条

公司先后纳入大昭和ユニボード和 DIC デコール（现デコール）。这些资产带来低压三聚氰胺装饰板、装饰片等能力，与 A&A 既有不燃基材存在组合空间。

如果集团能够把不燃基材、装饰表面和工程渠道组合成一体化产品，价值来自减少客户在基材、表面处理与施工之间的协调，而不是简单把被收购公司的销售额加到报表上。

公司此前曾说明正在开发相关协同产品，并期待 2026 年夏末附近推出；截至本 Review 开始时，官网最新产品新闻中尚未找到明确公开上市确认。这一点保留为 Research Debt，而不把管理层计划当成已经兑现的收入。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 建材端的核心价值来自不燃认证、施工适配和装饰能力

代表性建材包括硅酸钙类不燃板、内装不燃装饰板以及相关耐火构造。对建筑客户而言，产品不只是外观材料，还涉及法定防火性能、施工性、耐久和现场适配。

这类产品的切换成本不是软件式锁定，但认证、设计规格、施工习惯和工程责任会让成熟供应商获得一定粘性。另一方面，客户仍可在多家建材厂商、不同材料体系和施工方案之间选择，因此 A&A 没有证据支持“不可替代”。

03.2 | 工业端更接近高温/低温条件下的工程能力

工业产品涵盖保温保冷、防音、伸缩接头、船舶材料、摩擦/密封材料等。AP コネクター等柔性伸缩接头用于吸收管道位移、振动和应力，高温搬送部件则服务钢铁等高温生产环境。

船舶用保温与 LNG 燃料罐相关的低温隔热是值得跟踪的增长方向。2026 年外部造船业仍在推进 LNG 双燃料船和 LNG 运输船，新船对低温燃料储存与隔热材料提出真实需求。这验证了终端市场存在，并不等于 A&A 已经获得固定份额或高利润订单。

03.3 | 需求来源足够分散，但大客户集中度仍是公开资料缺口

建筑端受都市更新、非住宅建筑、学校/文化设施和施工进度影响；工业端与工厂维护、能源、船舶、钢铁及基础设施投资相关。不同终端可以降低单一行业冲击，但集团未提供足以量化主要终端客户集中度、单一造船厂/工程客户依赖或关键原材料供应商集中度的数据。

因此本轮不把“业务多元化”直接等同于“客户风险很低”。客户与供应商集中度仍是重要 UNKNOWN。

03.4 | 原材料、物流与施工劳动力是利润传导的关键依赖

公司 2026 财年的增收减益已经显示原材料、物流和人工成本压力。2026 年 4 月公司再次发布建材产品涨价通知，说明成本转嫁仍在进行。

外部上，国土交通省 2026 年 7 月建设置业 8 工种调查显示全国整体仍有 1.2% 的劳动力不足，9 月劳动力确保“困难/稍困难”的回答合计 26.3%。这并不代表建筑工程停摆，但支持“施工能力和人工价格仍是项目交付约束”的判断。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 真正的竞争维度是认证、工程能力、价格和现场交付

A&A 面对的替代不仅是同类建材企业，也包括其他不燃材料、耐火工法、保温材料和工程承包商。客户选择会同时考虑性能认证、施工时间、价格、长期维护、现场适配和供货稳定性。

公司具备长期产品历史和施工网络，这形成中等壁垒；但 2020 财年曾经实现约 7.4% 的营业利润率，而近年只有 3%—4%，说明护城河没有强到可以稳定隔离成本压力与项目周期。

04.2 | 同行利润率说明“低利润率”不是整个行业不可改变的宿命

ニチアス、日東紡系隔热材料厂商和日本インシュレーション等同行的产品组合、规模、客户和会计边界并不相同，不能直接做一对一估值比较。

但部分同业长期能够维持明显高于 A&A 当前水平的营业利润率，这至少提供一个重要反证：A&A 的 3%—4% 不是由“所有防火隔热材料天然只能赚这么少”决定。产品组合、价格纪律、工程效率、并购协同和资本使用仍有公司自身改善空间。

04.3 | 太平洋水泥关系正在从资本绑定转向更市场化

太平洋水泥长期是重要股东和产业关系方。2026 年 3 月，其向 A&A 出售 215 万股，出售后仍保持关系并表示继续维持良好交易关系。

这意味着资本结构明显去交叉持股化，但产业关系并没有因此自动消失。对普通股股东而言，这是正面治理变化：战略关系能否存在，不再必须依赖原来那么高的持股比例。

04.4 | LNG 船舶是外部需求期权，不是当前盈利底座

2026 年 3 月常石造船交付全球首艘 LNG 双燃料 KAMSARMAX，日本邮船也持续签订新造 LNG 运输船长期租约；行业确实在增加需要低温储罐、隔热与相关工程的船舶。

但是 A&A 没有公开到足够程度的订单金额、单船价值、市场份额和毛利率。本轮只把它作为工业热控制能力可以扩展的需求方向，不把它计入确定性高增长估值。

05 | 护城河判断

A&A 的护城河属于中等强度的材料认证 + 工程经验 + 场景知识组合，不是高定价权垄断。

正面来自：

- 长期不燃/耐火材料产品与认证积累；
- 材料和施工可以一起提供，减少客户协调成本；
- 工业高温/低温、船舶和工厂保温需要现场经验；
- 并购后有机会把不燃基材与装饰表面产品组合；
- 既有客户和施工网络使新进入者不只要复制产品，还要复制工程履历。

反面同样清楚：

- 客户可以多源采购，材料体系存在替代；
- 工程项目仍有价格竞争；
- 近年利润率低，说明经济租金有限；
- 客户集中度、关键供应商集中度和产品级毛利缺少充分公开证据；
- 并购协同目前更多是战略方向，尚未形成被验证的高回报新利润池。

所以护城河不是“有没有技术”，而是这些技术与施工能力能否稳定转成更高利润率和更高 ROIC。目前证据只能支持“有真实能力，但价值捕获不足”。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2026 财年是典型的“增收不增利”

2026 财年销售 457.00 亿日元、同比+5.2%，营业利润 16.74 亿、同比-12.6%，经常利润 16.14 亿、同比-14.4%。营业利润率从 2024 财年的约 5.6%继续下降到约 3.7%。

建材/建设业务销售增长明显，其中デコール并表贡献了规模；但集团利润没有同步改善。对投资判断而言，这比“销售再创新高”更重要：公司当前缺的不是收入规模，而是收入变成营业利润和现金的效率。

06.2 | 历史证明公司可以赚得更厚，因此当前低利润率值得追责

2020 财年集团销售约 427.6 亿日元时，营业利润曾达到约 31.8 亿，营业利润率约 7.4%。此后疫情、成本、项目结构和经营环境变化显著，但这段历史说明现有业务组合曾经具有更高盈利能力。

因此 2026 中期计划提出 7%营业利润率并非完全脱离历史；真正的问题是，截至 2026 财年和 2027 财年公司预测，这个修复并没有实现。

06.3 | Q1 的销售增长没有穿透到利润，是当前最重要的反证

2027 财年 Q1 销售 113.97 亿日元，同比+10.9%；营业亏损 0.24 亿，经常亏损 0.52 亿，归母净亏损 1.93 亿。公司没有下调全年 526 亿销售与 21 亿营业利润预测。

工程业务存在明显季节性，Q4 往往较强，所以不能拿 Q1 直接乘四。但若全年营业利润要达到 21 亿，后续季度必须出现显著利润率恢复。这使下半年价格调整、工程验收和并购协同成为可验证的硬条件，而不是可选催化剂。

06.4 | 净利润比营业利润更容易被一次性项目扰动

2026 财年归母净利润 17.01 亿日元，看起来远好于前一年的净亏损，但其中包含デコール收购产生的约 2.39 亿日元负商誉收益；另一方面，历史石棉诉讼与健康损害补偿又带来特别损失。

因此 A&A 不适合只用当期 PER 判断正常化盈利。更可靠的核心是营业利润、经营现金流、资本开支、诉讼现金支出与并购资金的合并观察。

06.5 | 资产负债表从“保守”明显转向“主动使用杠杆”

2026 财年末自己资本比率约 39.5%，低于 2025 财年的约 45.7%；有息负债约 89.1 亿日元，较上年约 44.0 亿接近翻倍。期末现金及存款约 1.86 亿日元，表面现金很薄。

公司集团有现金管理和银行融资能力，不能把期末单点现金直接理解为流动性危机；但这也不能被包装成“现金充裕”。回购、M&A、DX 和设备投资已经让资本配置从过去的去杠杆转成主动投入。

06.6 | 石棉是长尾负担，不是已经清零的历史注脚

2026 财年公司使用约 20.70 亿日元诉讼损失准备金支付和解等款项，同时又计提新的诉讼损失准备。2026 年 8 月，埼玉建筑石棉诉讼仍有 A&A 参与和解。

这说明历史责任正在被现金化、解决一部分，但并未证明最终总成本已经封顶。石棉相关负担应该被视为估值折价和资本缓冲需求的一部分，而不是把一次准备金下降解释成风险消失。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 太平洋水泥大幅降持股，是治理结构的实质变化

2026 年 3 月，太平洋水泥向 A&A 出售 215 万股，价格 1,365 日元/股，总额约 29.35 亿日元。交易后太平洋水泥仍保留持股与业务关系，但其对 A&A 的资本绑定显著下降。

这减少了长期战略股东退出对市场形成持续抛压的可能，也让公司股权结构更市场化。对低 PBR 公司而言，回购战略股东股份比单纯在市场上回购更直接地解决了一项结构性股票供给。

07.2 | 管理层的资本效率意识已经增强，但结果必须看 ROIC 而不是动作数量

Vision2033 明确讨论 PBR、ROE、市场评价、M&A、DX 和资本分配；财务负责人也公开承认过去资本配置偏保守，希望通过投资扩张提高业绩。

这是治理语言上的进步，但“更积极”本身不是价值创造。借钱并购只有在新增业务的税后经营回报高于资本成本、并且协同能够转为现金时才提高普通股价值。

07.3 | 历史石棉责任使治理评价无法只看当前董事会制度

长期诉讼与补偿问题会持续影响现金流、会计估计和利益相关者关系。当前管理层并非历史产品责任的全部创造者，但普通股股东承担的是上市公司的连续法律主体。

因此治理分数既考虑当前透明度和资本政策，也保留对长期责任处理、准备金充分性和未来和解路径的约束。

08 | 资本政策

08.1 | 低 PBR 下回购 215 万股具有很强的每股价值逻辑

公司以 1,365 日元回购 215 万股，总额约 29.35 亿日元。当时回购价明显低于每股净资产，且股份来自太平洋水泥。

这种交易同时做了三件事：减少高持股战略股东、把折价交易的股本收回公司、提高剩余普通股股东对净资产和未来利润的每股份额。就资本政策本身而言，这是 2026 年最有价值的动作之一。

08.2 | 注销 85 万股让部分回购价值永久化

公司随后决定注销 85 万股，约占注销前已发行股份的 10.9%，注销后发行股份总数为 692.8 万股。

注销部分不再可能被未来重新投放市场，因此这部分每股价值改善更清晰。

08.3 | 剩余 130 万股不是“消失”，而是被设计为未来 M&A 融资工具

公司同时发行两组固定行权价新股预约权：各 65 万股，行权价分别 2,000 和 2,500 日元，行权期为 2026 年 6 月 9 日至 2029 年 6 月 8 日。公司计划以持有的 130 万股库存股交付，因此不会增加法定发行股份总数，但会增加流通普通股和议决权，官方按 2026 年 3 月末基准测算潜在稀释率 16.71%。

这是一种有条件融资：股价未达到较高水平时，行权动力较弱；股价明显上涨时，公司获得 M&A/战略合作资金，但现有股东会面对更多流通股。

所以 2026 资本政策不能简单打成“强回购”。更准确的结构是：先低价收回战略股东股份，永久注销一部分，再把另一部分作为高价、分阶段的成长融资工具。最终好坏取决于未来拿到的钱能否创造超过稀释成本的回报。

08.4 | 70 日元分红提高当前现金回报，但不是投资逻辑的全部

公司 2027 财年计划每股分红 70 日元，比上一财年 60 日元增加 10 日元；中期政策以约 40% 分红率为基准。

以 9 月 17 日 1,496 日元计，前瞻股息率约 4.7%。这对持有收益有支撑，但如果营业利润和现金流没有修复，高股息不能替代长期资本回报。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 约 0.49 倍 PBR 很低，但折价有现实理由

9 月 17 日收盘 1,496 日元，Yahoo! 显示 PBR 约 0.49 倍。按公司 2027 财年预测，PER 约 6.9 倍，分红率约 4.7%。这些数字在日本成熟工业股中属于明显低估值区间。

但折价并非“市场完全没看见”：

- 当前营业利润率只有约 3%—4%；
- Q1 在销售增长下仍营业亏损；
- 有息负债明显增加；
- 石棉相关现金与损益责任持续；
- 并购协同尚未充分兑现；
- 新股预约权存在未来流通股增加；
- 股票流动性很低。

因此安全边际来自“价格很低 + 每股资本政策改善”，而不是来自“基本面已经高质量”。

09.2 | 如果利润率回到历史中高个位数，低 PBR 才会真正变得有攻击性

公司在 2020 财年曾实现约 7.4% 营业利润率。若未来销售在 500 亿日元以上，同时营业利润率能够回到 6%—7%，营业利润将明显高于当前 21 亿日元预测，资本回报和估值都可能发生质变。

反之，如果销售扩大到 500 亿以上但营业利润率仍停留在 3%—4%，那么 M&A 主要增加了规模而不是经济质量，低 PBR 的合理性会继续存在。

09.3 | 三个估值情境

改善情境：价格调整完全传导，建材与工程验收正常化，デコール/ユニボード协同开始贡献高于集团平均的利润，石棉现金支出继续下降；此时 0.5 倍左右 PBR 具有较大重估空间。

基准情境：销售达到公司计划附近，但营业利润率维持 4% 左右，分红继续，资本政策稳定；此时低估值可以提供持有回报，但重估速度有限。

恶化情境：原材料/人工继续压利润，工程推迟，石棉追加支出扩大，M&A 需要更多借款，而后续预约权又被行使；此时“便宜”会被更低的每股盈利质量抵消。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1 | Technical Question：多次冲到 1,400—1,700 后回到 800—1,000 的旧循环，是否真的结束

A&A 的长期价格历史不是单向趋势，而是典型的高能脉冲与深回撤。1990 年代和 2000 年代曾出现远高于当前的价格区域；进入 2010 年代以后，更具有当前参考意义的结构是：2013—2014、2016—2017、2019—2020 多次冲向 1,400—1,900 附近，但之后往往重新被吸回 800—1,000 日元区域。

因此真正的问题不是“今年有没有涨”，而是旧的运动规律——冲高后被旧低位区重新吸收——是否正在失效。

10.2 | Chart Truth：2023 以后，回抽低点出现连续抬高

真实年线历史显示：

- 2021 年低点约 880 日元，2022 年低点约 829 日元；
- 2023 年从 860 日元附近上行，年末 1,244 日元；
- 2024 年低点约 995 日元；
- 2025 年低点约 1,000 日元；
- 2026 年至今低点升到约 1,300 日元，高点 1,665 日元；
- 9 月 17 日收盘 1,496 日元。

这组事实比单次突破更重要。过去一旦脉冲失败，价格容易完整回到 800—1,000；而 2023 年以来的两次年度回抽先守在约 1,000 附近，2026 年进一步抬到 1,300 附近。旧低价吸引区的回复约束明显减弱。

10.3 | Return Topology：高位保留改善，但新状态还没有越过 1,650—1,700 得到确认

2023 年上冲到 1,299 后，2024 和 2025 虽然都经历回撤，却没有重新跌回 2016—2022 时期的 620—900 主要区域。2026 年进一步冲到 1,665，随后最低约 1,300，目前回到 1,500 附近。

这说明“离开旧区间 → 回抽 → 保留更高低点”的迁移质量比 2013、2016、2019 几轮脉冲更好。

但价格仍处于现代历史中反复遇到供应的 1,400—1,700 区域内，1,665 附近尚未转化成被多次验证的更高稳定运行区间。旧状态在弱化，不等于新状态已经完成建立。

10.4 | 长期记忆：最重要变化是价格中心上移，不是历史高点被收复

1996 年 6,610、2005 年 3,180、2006 年 3,050 等旧高点距离当前太远，它们证明股票曾经有过完全不同的价格制度，但并不是当前最有效的交易锚。

对今天更有解释力的结构锚是 2013 年以来多次形成的 1,400—1,700 高能区域，以及过去反复吸收价格的 800—1,000 低位区。

当前最清楚的变化是长期运行中心从约 900—1,000 向 1,300—1,500 迁移，而不是“重新进入历史高位周期”。

10.5 | 事件响应：坏消息没有把价格重新打回旧区间，但流动性让结论必须降置信度

2026 年 8 月 6 日 Q1 披露销售增长但营业转亏后，股价出现下压；随后到 9 月中旬又回到约 1,500。这个响应说明当前高位结构对坏消息具有一定吸收能力。

但 9 月 17 日成交量只有 1,300 股，近期不少交易日也只有几千股。极低流动性会让单笔交易对价格影响更大，使突破、回抽速度和短期振幅的统计可信度下降。

所以 Technical 结论可以确认“长期价格中心上移”，但对短周期突破强度必须保持更低置信度。

10.6 | 当前纯价格状态与后续确认

当前状态定义为：旧的 800—1,000 日元长期吸引区明显失去控制力，1,300—1,500 附近正在形成更高的主要运行区间；但 1,650—1,700 上方尚未形成可重复的新价格中心，因此属于迁移进行中，而不是已完成新平衡。

后续确认需要看到：有意义的回抽仍能在更高区域终止，并且价格能够在有更可信成交参与的条件重新扩张、突破并保留高于 2026 年高点的区域。

反向证据则是：价格持续跌破近几年已经建立的高位回抽区，重新向 1,000—1,200 附近长期停留。那将说明本轮迁移仍可能只是另一轮大脉冲。

10.7 | Price-Fundamental Timing：价格先于利润表完成了一部分重估

基本面目前仍处在低利润率和 Q1 营业亏损阶段，但价格结构已经明显高于 2021—2022。由此本轮属于 Price-led / 价格领先：市场已经给资本政策、账面折价和未来利润修复一部分信用，利润表尚未完成同等程度的确认。

这不是利空或利多标签，而是时序判断：后续若利润率回升，价格与基本面会同步；若利润修复迟迟不来，当前高位价格中心承受的验证压力会增加。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

1. 利润率修复失败。销售增长但利润不增长，会证明 M&A 和规模扩张没有形成更好的价值捕获。
2. 工程验收与施工能力。项目推迟、人员不足或成本上升会把收入和利润向后移动，并增加执行成本。
3. 石棉长尾责任。后续和解人数、单案金额和准备金可能继续变化，现金支出存在不确定性。

4. 杠杆上升。有息负债较上一年度明显增加，若并购回报不及预期，资本结构会成为拖累。
5. 潜在稀释和股票供给。2,000/2,500 日元固定行权价的新股预约权若行使，库存股会重新进入市场。
6. 并购整合。デコール和ユニボード的协同产品、渠道整合和利润贡献仍需要实证。
7. 低流动性。极小成交量会放大价格噪音、买卖冲击和退出成本。
8. 客户/供应商集中度 UNKNOWN。公开资料不足以证明集团在关键终端或原材料上没有集中风险。

11.2 | 主要催化剂

1. 建材涨价在 Q2/Q3 转化为毛利率和营业利润率改善；
2. 工业/工程业务下半年验收增加，全年营业利润向 21 亿日元计划靠拢；
3. デコール与ユニボード协同产品正式上市并产生可识别订单/毛利贡献；
4. LNG 燃料船及工业热控制相关订单扩大；
5. 石棉和解/补偿现金支出继续下降，准备金不再扩大；
6. 资本配置进一步明确：预约权融资对应的 M&A 项目回报可量化；
7. 股价在更高流动性下完成 1,650—1,700 历史供应区的有效迁移。

12 | 反常识发现

12.1 | 最大亮点不是“回购很多”，而是回购与未来融资被设计成同一套资本重组

表面看，2026 年同时出现巨额回购和潜在稀释，像是互相矛盾。

实际上两者是一套连续动作：公司先用 1,365 日元从战略股东收回 215 万股；永久注销 85 万股；剩余 130 万股则只有在 2,000/2,500 日元较高股价条件下才更可能通过预约权重新进入市场，为 M&A 融资。

这相当于把低价资本收回来，把一部分永久取消，再尝试在更高价格出售另一部分资本。如果未来 M&A 回报足够高，这种设计可能同时改善每股账面价值和增长资金效率；如果 M&A 回报差，则只是把回购带来的好处部分还回市场。

12.2 | 真正的低 PBR 折价核心不是资产，而是“利润率 + 历史责任 + 资本效率”三者叠加

A&A 拥有真实资产、认证、产品与工程能力，PBR 却长期很低。问题并不只是市场忽视净资产。

低利润率降低了账面资本的赚钱能力；石棉长尾责任让一部分资本必须为历史现金支出提供缓冲；并购与工程业务又需要持续投入。只有这三条线一起改善，低 PBR 才会从“合理折价”变成“错价”。

12.3 | 价格结构已经比利润表领先一步

2023 以来，价格回抽底部从 800—900 抬到 1,000，再到 2026 年的 1,300；而同期营业利润率并没有同样程度改善。

这意味着市场当前已经在交易未来资本效率/利润率改善。对于研究而言，这既是正面证据——旧的低价状态在弱化，也是风险——若后续利润没有跟上，价格和基本面之间的时间差会扩大。

12.4 | LNG 不是一个独立“新能源故事”，而是公司既有热控制能力的新应用

更合理的理解不是 A&A 突然成为能源科技公司，而是既有保温、低温隔热、船舶材料和工程能力遇到了新的船舶燃料系统需求。

这类邻接扩张比完全跨界更可信，但也意味着它应该用订单、毛利和现金贡献验证，而不是用行业热度验证。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 最重要的八个跟踪点

- 1. Q2 累计营业利润。半年度营业利润能否接近公司 300 百万日元计划，并形成从 Q1 亏损向正利润的真实恢复。
- 2. 价格调整传导。建材涨价后，毛利率是否改善，而不仅是销售额增加。
- 3. 工程验收与工业业务。下半年项目确认能否兑现公司全年 21 亿营业利润预测。
- 4. デコール/ユニボード协同产品。是否正式发布、获得认证、进入销售以及毛利贡献。
- 5. 石棉现金支出。新和解、诉讼损失准备和健康补偿金额是否继续下降。
- 6. 有息负债与经营现金流。M&A、回购和设备投资后的现金再生成速度。
- 7. 新股预约权行使。2,000/2,500 日元两档的行使进展、资金用途和实际 M&A 回报。
- 8. Technical 高位保留。1,300—1,500 附近能否继续成为回抽后的主要运行区间，以及 1,650—1,700 上方能否形成新的可重复价格中心。

13.2 | 下一次完整 Review 的高价值触发

最有价值的下一组证据是 2027 财年中间期财报、工程验收/价格调整说明、现金流和石棉相关追加信息。

单纯新产品新闻、一次股价突破或预约权行使本身，都不足以自动证明公司已经进入新的完整投资状态。真正需要的是营业利润率、现金回报和每股资本效率共同发生可持续变化。

14 | Kabugami Score V3.2 评分卡

模块	权重	本轮判断（0—100）	加权贡献
财务韧性与下行防御	13	55	7.15
竞争优势与结构耐久性	14	60	8.40
盈利质量、现金转化与资本效率	17	45	7.65
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	60	6.60
估值与安全边际	15	80	12.00
资本配置与股东回报	10	70	7.00
治理、所有权与管理层	7	55	3.85
Kabugami 技术结构	13	70	9.10
合计	100		61.75

Rating：B。

估值与安全边际是本轮最大正贡献：约 0.49 倍 PBR、低个位数预测 PER、高个位数以下但接近 5% 的股息率，再叠加低价回购注销，形成真实的每股价值支撑。

盈利质量是最明显约束：2026 财年增收减益，Q1 进一步营业转亏；并购负商誉、石棉费用、项目季节性和资本投入使净利润比营业利润更难直接外推。

资本政策得分较高但不是满分，因为回购/注销非常有利于剩余股东，而固定行权价预约权与更高借款说明公司仍在以资本换增长。Technical 70 来自旧低价状态明显弱化和价格中心抬高，同时受 1,650—1,700 未完成迁移及极低流动性限制。

V3.2 下，没有因为“研究材料很多”给任何模块额外加分，也没有把同一低 PBR/回购机制在估值、资本政策和 Technical 里重复计算成多份独立价值。

15 | 来源与合规

15.1 | Compliance

本报告仅用于公开信息研究与教育，不构成投资建议、证券买卖推荐、目标价、收益承诺或个别适合性判断。价格、估值倍数、财务数字和公司预测均为特定时点信息，可能在发布后变化。

Owner 提供的月线截图仅作为公开展示与 Technical 观察辅助。纯 Technical State 首先由真实价格历史独立形成；基本面事件只在其后用于研究价格响应。

15.2 | 本 Review 的方法与身份

- Research Producer：GPT Research Lane。
- Review mode：FIRST_COMPLETE。
- Formal Review Start：2026-09-18 13:09 JST。
- Review date / 资料截止：2026-09-18。
- settled price 截至 2026-09-17 东证完成交易日；2026-09-18 盘中价格不作为本 Review 已确认 Technical 事实。
- Research Authority SHA：4f9fe5411ba95d94a59e0e0aca5a916f03dd0b5a。
- Coverage35 Method Epoch：structured-deep-research-v1。
- ResearchSynthesis Method Epoch：full-synthesis-map-v1。
- EditorialRouting Method Epoch：loss-preserving-routing-v1。
- Score Version：V3.2。
- Open Discovery 先形成“资本重组与并购扩张能否转化为更高营业利润率和资本回报”的公司特定问题；随后 35 个 Coverage 领域均进行了第二层主动研究。
- 主要 Research Debt 保留为：核心客户/供应商集中度、LNG/船舶热控制的实际订单份额与毛利、デコール/ユニボード协同产品的正式商业化状态、未来石棉总负担、预约权未来行使与 M&A 实际回报。
- Full Research Truth 在 Research Stop 后进入 Frozen Full Synthesis Map；V3.2 Score 随后形成，Score 未反向决定 Research；最后才执行 Editorial Routing 与 00—15 公开投影。
- 本轮 Owner Media 只使用 Review-specific attachment 3779；该图是公开视觉权威，不是纯 Technical Research 的唯一证据。
- 当前 durable report-source 与两条正式 producer 代码搜索均未发现 5391 既有完整 Review 或同一 Review 的 Canonical 生产占有；网站存在 2026 年早期/7 月的 5391 旧文章，但按当前

authority 属于历史 provenance 而非正式 Single Report complete Review，因此本轮按 FIRST_COMPLETE 处理，不改写旧文章。

15.3 | 主要公开来源

1. A&A Material | 会社概要

<https://www.aa-material.co.jp/company/outline.html>

2. A&A Material | 早わかり A&AM／业务、业绩、负债与股东回报

<https://www.aa-material.co.jp/ir/aboutus.html>

3. A&A Material | 長期経営構想 Vision2033／2026 中期経営計画

<https://www.aa-material.co.jp/sustainability/vision2033/>

4. A&A Material | 財務担当役員メッセージ

<https://www.aa-material.co.jp/sustainability/financialmessage.html>

5. A&A Material | 財務 11 年摘要

<https://www.aa-material.co.jp/sustainability/business-and-financials/financial/>

6. A&A Material | 产品/公司官网 NEWS（截至 2026-09-18）

<https://www.aa-material.co.jp/>

7. A&A Material | 株式情報

<https://www.aa-material.co.jp/ir/stock.html>

8. 2027 年 3 月期 Q1 決算数据 | TDnet 公开信息镜像

<https://disclosure.catr.jp/companies/c25bc/48357/tdnet/841d6/773457>

9. 株探 | 2027 财年 Q1 決算摘要

<https://s.kabutan.jp/news/k202608060109/>

10. 株探 | 2026 财年決算及 2027 财年预测

<https://s.kabutan.jp/news/k202605080096/>

11. EDINET 有価証券報告書公开摘要 | 2026 财年、回购、石棉、M&A

<https://irweather.jp/disclosures/11794819-3455-4512-ad0b-89417c7b0959>

12. 太平洋セメント | A&A Material 持股出售公告（2026-03-25）

<https://www2.jpx.co.jp/disc/52330/140120260325588410.pdf>

13. A&A Material | 固定行权价新股预约权公告（2026-05-22）

<https://www2.jpx.co.jp/disc/53910/140120260522545217.pdf>

14. A&A Material | 自有股份注销公告 (2026-05-22)

https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=5391&i=3222824

15. 国土交通省 | 建設労働需給調査 2026 年 7 月

<https://www.mlit.go.jp/toukeijouhou/chojou/rodo.htm>

16. 常石造船 | 全球首艘 LNG 双燃料 KAMSARMAX 交付 (2026-03-31)

<https://www.tsuneishi.co.jp/english/news/p3272/>

17. 日本郵船 | 新造 LNG 运输船长期租约 (2026-02-05)

https://www.nyk.com/news/2026/20260205_01.html

18. Yahoo!ファイナンス | 5391 股价・PER/PBR・时序 (2026-09-18 参照)

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5391.T/history>

19. 株探 | 5391 长期年次价格履歷

https://s.kabutan.jp/stocks/5391/historical_prices/yearly/

20. 共同通信报道 | 2026-08-06 埼玉建筑石棉诉讼和解

<https://kumanichi.com/articles/2022800>

21. Owner 提供の 5391 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3779。

Publication continuity：本轮形成 5391 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；公开交付只走既有 Single Report → WordPress → Permanent / Gateway / PDF / Timeline / SEO-GEO 路径，不创建第二发布路径。

最后一页 | 合规与风险声明

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。