

5541 太平洋金属株式会社（Pacific Metals Co., Ltd.）

Kabugami V3.2 61.45/100 · B

这家公司是做什么的

太平洋金属在八户以电炉生产不锈钢原料用フェロニッケル，并持有菲律宾镍矿权益；目前正利用既有冶炼、电力管理和工业基础设施，拓展マット原料、深海多金属ノジュール、小售电/VPP、铍及カルシウ…

最近亮点

2027财年Q1销售24.70亿日元、同比+32.5%，营业亏损8.82亿日元，较前年同期30.67亿日元亏损明显收窄；持分法投资收益10.02亿日元使经常利润转为4.21亿日元。9月17日公司与东京大学又获东京都GX相…

资料截止 2026-09-19 · 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	2026-09-19
研究规则版本 SHA	3e530507558b39a69a5a38870de5d8c007d3fdda
评分版本	V3.2
发布源 SHA	3234ac9c9206f2a8713f288fb41bc2fcab4f9f23
交付代码版本 SHA	3234ac9c9206f2a8713f288fb41bc2fcab4f9f23
交付运行时指纹	537dab0f6dea9b0de92e6c020a0728eb046bfceb99dbde38857804700df47580

先看研究要点

为什么值得研究	2026 年 6 月底自己资本比率约 92.9%，现金、有价证券与矿山权益构成极厚缓冲；菲律宾矿山关系同时提供原料链位置和持分法收益。公司已明确承认旧フェロニッケル模式需要转型，正在推进マツト原料、深海多金属ノジュール、MiRESSO 铍、电力零售/VPP、カルシウムアルミネート等多条资产再利用路径。
最需要担心什么	フェロニッケル受到印尼 NPI 价格优势、废不锈钢配比提高、矿石和能源成本高企的双重挤压，公司已表示可能继续缩小甚至退出。2027 财年仍预测营业亏损 61.85 亿日元；小售电和カルシウムアルミネート目前规模极小且仍亏损，多金属ノジュール商业化还受采矿规则、资本开支和最终客户经济性约束。
Kabugami 现在怎么看	大太平洋金属已经不是一个可以只看“镍价×PBR”的传统资源股。旧主业的经济模型正在被印尼 NPI、废不锈钢和高成本原料侵蚀，董事会与管理层也已经把フェロニッケル缩小/退出纳入明确选项。另一方面，公司拥有超过 600 亿日元净资产、菲律宾矿山权益、八户大型电炉与用电管理能力，这些旧资产又给转型提供了时间和物理基础。投资问题因此从“镍周期何时反弹”变成“能否把高资产安全性转化为新现金流”。Power44 临时方向在本公司是真问题：电力零售已经实际开业，40MW 以上需求响应/VPP 更体现制造用电经验的可商品化能力；但当前财务规模仍远不足以覆盖旧主业亏损，不能把能源故事提前资本化。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：旧冶炼资产能否从亏损包袱变成新业务基础设施

过去研究大太平洋金属，最自然的问题是镍价、汇率、矿石成本和フェロニッケル产量。但今天继续只问这些已经不够。

公司自己已经承认旧模式需要根本转型：2026 年 5 月管理层明确表示フェロニッケル未来可能缩小，甚至退出；マツト原料将作为过渡和用途扩展，多金属ノジュール可能与之并行。与此同时，小售

电、VPP、MiRESSO 铍、カルシウムアルミネート等项目都在尝试使用八户已有的工业、电力、土地和冶炼能力。

因此本轮真正的投资问题是：

大太平洋金属能否在厚资产负债表被旧主业持续消耗之前，把八户的电炉、电力管理、矿石处理、工业土地和资源关系重新组合成至少一个可持续盈利的新收入轴。

01.2 | 当前答案：转型方向已经真实启动，但经济闭环尚未成立

“公司在转型”不是故事层判断，而有真实动作：マット原料已经与潜在客户谈质量、数量、时点和价格；多金属ノジュール已经完成大部分 FS 和试验冶炼并进入更接近实规模的验证；小售电已经开始向外部高压/特高压客户供电；VPP 已经利用制造负荷参与调节力市场；MiRESSO 实证工厂在八户推进。

但财务上还没有完成闭环。2027 财年 Q1“其他业务”销售仅 0.61 亿日元，营业亏损 1.04 亿日元；集团全年仍预计营业亏损 61.85 亿日元。现在只能说转型路径已从 PPT 走到工程/营业阶段，尚不能说新业务已经接住旧主业。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 传统核心：进口镍矿→八户电炉→フェロニッケル→不锈钢客户

大太平洋金属长期在八户把菲律宾等地的镍矿通过电炉冶炼成フェロニッケル，作为不锈钢原料销售。公司还参股菲律宾 Rio Tuba Nickel Mining 和 Taganito Mining，既形成长期矿石关系，也获得矿山利润的持分法收益。

这套模式曾经依赖日本不锈钢产业、稳定矿源和大型冶炼设备形成壁垒。但全球供给结构变化后，印尼大规模 NPI 以更低成本进入不锈钢原料体系，废不锈钢循环利用比例也提高，旧商业模式被持续压缩。

02.2 | 会计上“本业亏、矿山赚”并非完全无关，却不能相互替代

2027 财年 Q1 营业亏损 8.82 亿日元，但持分法投资收益 10.02 亿日元，使经常利润转正至 4.21 亿日元。

管理层解释得很清楚：公司从菲律宾矿山采购的矿石进入营业成本，矿山自身盈利则通过持分法收益进入营业外。它们属于同一资源链的两侧，不应简单把持分法收益视为“与主业完全无关的金融收益”。

但对股东回报而言，营业亏损依然是真实现金经济问题。矿山收益能够缓冲，却不能证明八户冶炼资产本身已经重新具有竞争力。

02.3 | 真正的新公司形态可能是“工业基础设施再利用平台”

若转型成功，公司未来不一定再是单一フェロニッケル厂。

它可能同时利用：

- 大型电炉和冶金技术处理マット、多金属ノジュール等新原料；
- 既有高耗能工厂的电力管理能力做 VPP 和需求响应；
- 工业土地与公用工程承接 MiRESSO 等新材料项目；
- 原有高温工艺能力生产カルシウムアルミネート；
- 菲律宾资源关系保留镍资源链位置。

这也是当前最值得追踪的结构变化。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | フェロニッケル需求的结构性压力比普通周期更深

2026 财年说明资料显示，公司的フェロニッケル销售量同比下降 27%。公司同时指出，不锈钢客户采购正在向具有价格优势的 NPI 转移，碳中和也推动不锈钢废料配比提高。

这意味着需求下降不只是“景气不好”，而存在替代品和工艺结构变化。若这些变化持续，即使全球镍需求恢复，也不保证传统フェロニッケルの相对竞争地位恢复。

03.2 | 菲律宾矿山关系仍然是重要资产

公司从 Rio Tuba 和 Taganito 等菲律宾矿山取得部分矿石，并持有相关权益。Nickel Asia 公开资料也显示，高品位 saprolite 矿石的重要去向之一仍是 Pacific Metals。

这类关系提供矿源、信息和资源国合作基础；但矿石采购价格高时，它也会直接提高八户冶炼营业成本。资源权益更像“供应链位置+利润缓冲”，而不是免费原料。

03.3 | 客户集中度仍是 Research Debt，但国内依赖高

2026 财年フェロニッケル销售约 96%在日本、约 4%在台湾。公司并未在本轮公开资料中充分披露单一最终客户的利润贡献。

因此可以确认地域集中，但不能无证据推断单客依赖程度。若日本不锈钢厂继续提高 NPI 或废料配比，国内集中会放大转型压力。

03.4 | 能源业务是真实经营，不是主题标签

大太平洋金属在 2024 年 3 月 29 日取得小售电注册 A0884，面向高压和特高压客户提供电力，并强调青森本地再生能源、电力需求管理和“电力销售+电气保安全管理”的组合服务。2025 年起已开始外部供电。

更有辨识度的是 VPP。公司利用自身制造流程可调负荷，在需给调整市场以资源聚合商方式提供超过 40MW 的需求抑制型调节力。这里卖的不是“电力差价”本身，而是把多年高耗能工厂的负荷控制能力变成电网服务。

这使 Power44 方向对 5541 具有实质信息价值。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 旧竞争对手已经从“其他フェロニッケル厂”扩大到 NPI 与废料

印尼 NPI 建立了巨大成本和规模优势。2026 年印尼新的出口安排甚至对 NPI 给予不同于フェロニッケルの处理，说明它已是一个独立且重要的供给体系。

与此同时，不锈钢厂提高废不锈钢使用比例，会从另一方向减少原生镍原料需求。

因此大太平洋金属面对的是产品替代+地域成本曲线变化+循环原料渗透，而不是一场简单同质化竞争。

04.2 | 2026 年镍供需收紧也不能直接翻译成利润修复

INSG 在 2026 年 4 月会议后预计，2025 年全球镍过剩约 28.3 万吨，2026 年转为约 3.2 万吨短缺。表面上，这有利于镍价。

但大太平洋金属 Q1 同时指出，矿石、燃料和电力价格仍处高位；管理层也表示，本年度计划中成本压力可能大于销售价格改善。

所以“镍涨价=大太平洋金属盈利大增”不是可靠线性模型。销售价格和原料成本必须一起看。

04.3 | 新业务竞争优势来自旧资产能否低成本再利用

多金属ノジュール若要商业化，需要处理复杂原料并在大规模设备上稳定连续冶炼。大太平洋金属拥有大型电炉和长期冶炼经验，这是真实起点。

VPP 也是同样逻辑：普通电力零售并不稀缺，但能够在不破坏生产的情况下精确调节大型制造负荷，并把它作为调节力出售，则更接近公司特有能力。

未来护城河如果出现，更可能来自旧工业资产的低增量成本再利用，而不是新业务名称本身。

05 | 护城河判断

05.1 | 传统护城河已经被削弱

过去的矿源、冶炼技术、大型电炉和日本客户关系仍然存在，但旧フェロニッケル经济性已经持续恶化。一个需要长期依赖数量抑制才能减少亏损、管理层又公开讨论缩小/退出的业务，不能继续按历史壁垒强度打分。

因此传统业务护城河评价偏低。

05.2 | 矿山权益属于重要结构资产

菲律宾矿山权益并非普通股票投资。它连接原料来源、资源国合作和利润分配，而且在八户冶炼亏损阶段贡献了大量持分法收益。

但真正强的护城河需要把这种资源位置和新用途结合起来，而不是永久靠矿山利润补工厂亏损。

05.3 | VPP 和多金属ノジュール是“可能形成的新壁垒”，尚未完成验证

超过 40MW 需求响应说明工厂负荷控制能力已经具有可交易性；多金属ノジュール则已经从实验室推进到大规模连续冶炼与近实规模验证。

二者都比“公司正在研究新业务”更真实，但都尚未证明集团级盈利贡献。

当前竞争优势判断因此是：旧壁垒衰减，新壁垒出现雏形，但中间存在明显盈利真空期。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 资产负债表极强，给转型真正的时间

2026 年 6 月底集团总资产约 664.03 亿日元、净资产约 619.65 亿日元，自己资本比率约 92.9%，负债仅约 44.37 亿日元。

现金及存款约 163.47 亿日元，有价证券约 23 亿日元；投资有价证券约 270.95 亿日元，其中持分法相关账面额约 216.79 亿日元。

这不是一家公司“明天就会因为亏损失去融资能力”的资产负债表。厚资本是当前最重要的下行防御。

06.2 | 但厚资产并不等于高盈利质量

2026 财年销售 94.14 亿日元，营业利润仍是大额亏损；经常利润 33.23 亿、净利润 26.10 亿主要受持分法矿山收益支撑。2026 财年 ROE 约 4.0%。

如果旧工厂持续亏损，账面净资产会逐年被消耗；PBR 低于 1 倍只能提供时间，不能自动创造价值。

06.3 | 经营现金流已经恢复为正，但仍受库存/产量策略影响

2026 财年经营现金流约 24.20 亿日元，相比 2023 财年约-75.16 亿日元已有明显修复。公司近年通过减产和去库存降低营运资金占用。

但 2027 财年 Q1 和全年预测仍受库存评价减/转回显著影响。管理层明确指出上下半期损益差异主要来自库存会计影响，而不是经营环境自然反转。

因此“下半年亏损缩小”不能简单视为核心毛利率恢复。

06.4 | Q1 看似经常盈利，核心经营仍未转正

Q1 销售 24.70 亿、营业亏损 8.82 亿，虽然比前年同期大幅改善，但ニッケル分部仍亏损 7.93 亿。

10.02 亿日元持分法收益把经常利润推到 4.21 亿。这个结构说明资产端很有价值，但经营端还没有完成转型。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 治理结构具备外部监督，但真正考题是转型资本纪律

公司董事会 6 名董事中有 2 名社外董事，监查役会 4 名中 3 名为社外，并设置指名・报酬相关委员会及风险管理、内部控制机制。

治理的关键不在制度名称，而在未来几年如何分配转型资本：什么时候停止给低回报旧资产继续投入，什么时候对多金属ノジュール等高资本项目按阶段投资，什么时候把剩余资本还给股东。

07.2 | 员工和工厂能力是转型资产，也是固定成本

2026 年 3 月底集团员工 425 人，母公司 384 人，母公司平均勤续约 20.4 年。长期技能积累对冶炼和大型工业设备很重要。

反过来，在产量已经接近经营下限的情况下，大型固定资产和专业人员也构成难以快速收缩的固定成本。

因此“保留最小生产量以维持稳定操业和未来マツト切换”具有工业合理性，却也说明亏损不是可以通过一次简单停炉立即消失。

07.3 | 安全和单一生产基地风险不能忽略

八户制造所承担关键冶炼功能。历史上曾发生电炉相关熔融物泄漏事故，公司随后进行调查和修复。

大型高温冶炼、地震、电力和设备老化都是现实运营风险。未来若把同一工业基地同时用于新材料和能源业务，单点韧性更值得长期跟踪。

08 | 资本政策

08.1 | DOE 约 4% 给股东回报提供底线

管理层 2026 年 5 月确认，当面仍以 DOE 约 4% 为分红方针。2026 财年实际年股息 135 日元，2027 财年当前预测 130 日元。

在利润高度波动的公司里，DOE 比单纯以当期净利润决定股息更稳定，但它的可持续性最终仍取决于净资产不被长期亏损侵蚀。

08.2 | 2025—2026 年自社股回购具有实际规模

2026 年有价证券报告显示，公司在上一轮授权下实际取得约 212.02 万股，金额约 36.42 亿日元。对一个低 PBR、净现金与投资资产充裕的公司而言，这不是象征性动作。

低于账面价值时回购可以提高剩余股东每股净资产份额，但前提仍然是转型资金需求被合理预留。

08.3 | 真正的大资本决策在前方

中长期战略曾列示约 160 亿日元的新业务投资框架，其中多金属ノジュール是重要组成。管理层表示，最终投资仍取决于国际采矿规则和商业条件。

这是正确的可逆性纪律：在规则和最终经济性没有闭合前，不应因为技术成功就把大额资本一次性投入。

未来资本配置评分会高度取决于这种“阶段验证→阶段投资”能否坚持。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.75 倍 PBR 的折价有真实资产，也有真实亏损原因

9 月 18 日收盘 2,667 日元、PBR 约 0.75 倍。账面折价背后不是一堆无法识别的无形资产，而是现金、证券、矿山相关投资和工业资产，资产保护具有实质。

但公司 2027 财年仍预计营业亏损 61.85 亿日元。若每年持续消耗几十亿净资产，当前 PBR 折价并不自动构成安全边际。

09.2 | 预测 PER 约 346 倍没有正常化估值意义

公司 2027 财年预测净利润仅 1.34 亿日元、EPS 7.71 日元，所以当前价格对应表面 PER 约 346 倍。

这个数字并不是说市场在给“成长股 346 倍估值”，而是说明预测净利润接近盈亏临界点，PER 分母失真。当前估值应优先看：

- 可实现的资产价值与现金缓冲；
- 持分法矿山盈利可持续性；
- 旧业务未来现金消耗；
- 新业务何时跨过营业利润盈亏线。

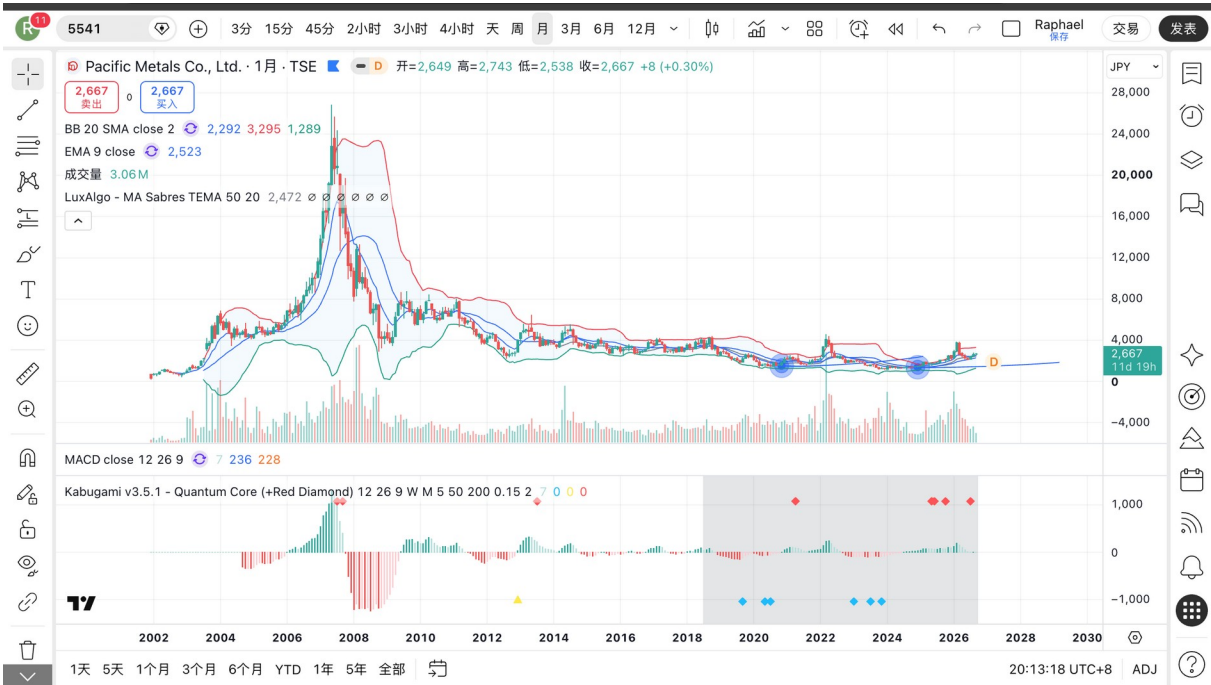
09.3 | 市场已经提前给了转型一部分信用

2024 年低点约 1,143 日元，2025 年低点 1,437、年末 2,266；2026 年一度冲到 3,865，9 月仍在 2,600 日元上方。

价格已明显脱离 2023—2024 低位，不能再把当前状态描述为“市场完全没有看到资产价值”。

重估下一阶段需要盈利证据，而不仅是更多新业务公告。

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。

Owner 原始月线图：本Review 严格绑定Owner 指定WordPress Media attachment 3882。该图是公开视觉权威；以下Technical Research 仍独立使用真实历史价格完成，不以单张图替代价格证据。

10.1 | Technical Question：2023—2024 长期低位是否已完成迁移，还是 2026 年 3 月只是又一次资源脉冲

大太平洋金属的长期价格史极具脉冲性。2000 年代资源周期曾把股价推到远高于当前的水平；之后多年大幅回落。2022 年又冲到 4,590 日元，随后 2023 年低见 1,162；2024 低点 1,143，几乎没有进一步破底。

2025 年低点抬升到 1,437，年末 2,266；2026 年 3 月高点 3,865，但 6 月又快速回落至 2,061，回撤接近一半。

因此核心 Technical Question 不是“股价是否上涨”，而是：

2023—2024 约 1,100—1,500 日元长期低位吸引区是否已经失去控制，并迁移到 2,000—2,700 日元的新中心，还是 3 月高点只是历史上另一轮会被完全吸回的资源脉冲。

10.2 | Chart Truth：连续低点抬升是真实的

2023 年低点约 1,162、2024 约 1,143，构成近似底部；2025 低点约 1,437，2026 年截至 9 月低点约 2,061。

也就是说，最新一轮深回撤虽然幅度大，却没有回到 2023—2024 旧低区。价格底部中心已经出现明显抬升。

这比单看 2026 年 3 月 3,865 高点更重要。

10.3 | 3 月脉冲的回吐说明恢复力还不成熟

从 3 月 3,865 跌到 6 月 2,061，回撤约 47%。如果一个新高位状态已经完全建立，通常不应如此快速丢失接近一半涨幅。

因此 3 月本身不能被视为新长期吸引区的确认；它更像一次高能脉冲，之后进入对新中心的深度测试。

10.4 | 当前正在测试 2025 旧高是否可以从阻力变成平台

2025 全年高点约 2,579，9 月 18 日收 2,667，当前价格刚刚位于这一旧高之上。

这使 2,500—2,700 区间成为当前最重要的结构观察带：若未来有意义的回撤能够在这里或其上方反复组织，并且不再快速返回 2,000 以下，则旧高才有机会转化为新中心的一部分。

反过来，如果再次失守 2,000—2,100 并重新回到 2024—2025 旧区间，迁移质量就会明显下降。

10.5 | 历史记忆仍然很重

这只股票过去多次出现大型商品周期脉冲，并在之后大幅回吐。其“Failed Pulse Memory”不能因为最近两年低点抬升而忽略。

当前最积极的变化是回撤后的低点不再回到 1,100—1,400；最需要继续证明的是高位停留时间和下一次回撤深度。

10.6 | 当前纯价格状态与技术裁决

当前纯价格状态定义为：

旧低位吸引区的控制力明显减弱，价格中心正在向上迁移；但 2026 年 3 月高能脉冲回撤过深，新中心尚未完全稳定。当前 2,500—2,700 附近是“旧高转平台”的关键实验区。

Technical Module Judgment = 70 / 100。

确认条件：后续回撤不破坏 2,000—2,100 的抬升低点，并逐步让 2,500 以上形成可重复停留区。

证伪条件：重新跌回 1,400—1,800 旧区间并长期停留，说明本轮迁移仍是脉冲而非状态变化。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

旧主业持续失血。2027 财年仍预计大额营业亏损；即使资产很厚，长期亏损也会侵蚀净资产。

NPI 与废料替代。这是结构性竞争，不是单纯镍价周期。

矿石与能源成本。镍价上涨可能同时推高矿石成本，能源价格也直接影响大型电炉。

新业务商业化速度。マツト客户、价格和长期合同尚未最终公开闭合；多金属ノジュール受国际规则和资本开支约束；电力和 VPP 当前规模仍小。

资本开支。若在规则/客户/经济性未成熟前投入大额新业务资本，会消耗当前最大优势——资产负债表。

单一基地与安全。八户制造所承担大量核心工业能力，事故、地震、电力和设备故障具有集中风险。

矿山权益波动。持分法收益依赖资源价格、矿山产量及菲律宾经营环境。

11.2 | 主要催化剂

- マット原料客户、质量、数量、价格与 2027 年度生产计划最终落地；
- フェロニッケル营业亏损持续缩小或退出路径明确；
- 多金属ノジュール 2027 大规模扬矿/冶炼验证按计划推进；
- 国际采矿规则与商业合同使受托冶炼资本开支可以作最终决策；
- 小售电/VPP 收入和利润开始在“其他”分部明显增长；
- 40MW 以上需求响应能力进一步对外复制；
- MiRESSO 八户实证工厂投产并形成可验证经济性；
- DOE 与低 PBR 回购继续形成股东回报；
- 股价在未来深回撤中保持 2,000 日元以上、2,500 附近形成稳定中心。

12 | 反常识发现

12.1 | “营业亏、经常赚”并不是简单财技，而是同一资源链被会计分在两层

矿石采购成本压在八户营业利润里，菲律宾矿山利润却通过持分法进入营业外。这解释了为什么大平洋金属长期会出现营业亏损与经常利润背离。

但这种解释不能被用来美化旧工厂。对股东最好的结果仍然是：矿山权益继续赚钱，同时八户资产也不再持续亏损。

12.2 | Power44 真正值得研究的不是“小售电注册”，而是 40MW 制造负荷 VPP

取得小售电牌照本身并不稀缺，外部客户规模目前也很小。

更有信息价值的是公司把大型冶炼工厂的用电调节经验变成超过 40MW 的需求响应能力，并进入需给调整市场。这是从“成本管理能力”向“可销售服务”迁移，和公司旧资产再利用逻辑高度一致。

因此 Power44 方向在 5541 得到保留，但没有进入 Score 作为额外加分项；它只作为真实商业结构证据被研究。

12.3 | 低 PBR 最大的催化剂可能不是镍价，而是“停止旧资产亏损”

当前 PBR 约 0.75 倍。若旧冶炼每年持续大额亏损，市场会自然给净资产打折。

反过来，即使新业务增长并不惊人，只要旧业务现金消耗明显下降，账面资产的折价理由就会减弱。这可能比单纯追求高增长更重要。

12.4 | 9 月 17 日 GX 项目是概率提升，不是利润确认

与东京大学获得东京都 GX 早期社会实施支持，意味着多金属ノジュール项目从概念进一步走向工程验证；计划利用 2027 年南鸟岛周边大规模扬矿测试取得的资源进行近实规模冶炼验证。

这提高技术落地概率，但没有消除采矿规则、资源获取权、资本开支、客户、价格和长期加工费等商业不确定性。因此本轮只提高“可验证性”，没有把未来利润提前计入估值。

13 | 下一次值得跟踪什么

- 1. マット原料。潜在客户何时转成正式合同，质量、数量、价格和投资要求是否公开。
 - 2. フェロニッケル。2027 财年 3,600 Ni 吨销售、3,115 Ni 吨生产假设能否达成，单位现金亏损是否继续下降。
 - 3. 矿山持分法收益。Q1 10.02 亿日元是否具有年度可持续性，菲律宾矿山成本/销量如何变化。
 - 4. 其他分部。小售电、VPP、カルシウムアルミネート能否从 0.61 亿日元季度收入成长为可见利润池。
 - 5. VPP。40MW 以上调节力能否复制到外部工业客户，收益模式和毛利何时可见。
 - 6. 多金属ノジュール。2027 大规模扬矿与近实规模冶炼验证、国际采矿规则和最终投资决定。
 - 7. MiRESSO。八户实证工厂进度、产品规格、客户和商业化节奏。
 - 8. 资本开支。约 160 亿日元新业务框架是否继续坚持“规则/客户/经济性成熟后再投”。
 - 9. 股东回报。DOE 约 4%及未来回购是否在转型期仍能持续。
 - 10. 技术结构。2,500—2,700 日元是否从旧高转为新中心，2,000—2,100 抬升低点是否被保留。
-

14 | Kabugami Score 评分卡

模块	权重	Module Judgment	加权贡献
财务韧性与下行防御	13	85 / 100	11.05
竞争优势与结构耐久性	14	45 / 100	6.30
盈利质量、现金转化与资本效率	17	30 / 100	5.10
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	60 / 100	6.60
估值与安全边际	15	75 / 100	11.25
资本配置与股东回报	10	75 / 100	7.50
治理、所有权与管理层	7	65 / 100	4.55
Kabugami 技术结构	13	70 / 100	9.10
总分	100		61.45 / B

14.1 | 评分解释

财务韧性 85。自己资本比率约 93%、负债极低、现金和资源权益厚，转型失败也不是立刻的生存危机；但持续营业亏损会慢慢消耗缓冲。

竞争优势 45。传统フェロニッケル壁垒被 NPI 与废料替代削弱；矿山关系、大型电炉、VPP 和多金属冶炼可能形成新壁垒，但尚未完成盈利验证。

盈利质量 30。核心营业仍大额亏损，净/经常利润高度依赖持分法矿山收益与库存评价变化。经营现金流恢复是正面，但资本效率仍低。

商业结构 60。资源权益与八户工业基础形成独特资产组合，新业务选择权丰富；单一基地、旧主业规模收缩和新业务尚小限制更高评分。

估值 75。PBR 约 0.75 倍、实物和金融资产厚、股息率约 4.9%，安全边际是真实的；但旧主业现金消耗使低 PBR 有合理性，不能机械回归 1 倍。

资本政策 75。DOE 约 4%、约 36 亿日元级回购体现股东意识；更关键的新业务资本开支目前仍保持条件约束。未来若提前重投而商业条件不足，本项应下调。

治理 65。外部董事/监查结构完整，管理层对旧主业问题表述较直接；真正治理考验是退出纪律、安全生产和转型资本分配。

技术 70。2023—2024 旧低位形成后，2025、2026 低点逐步抬升；但 3 月高点后回撤接近一半，证明新高位状态尚未完全稳定。

15 | 来源与合规

15.1 | 合规与风险声明

本报告为公开资料基础上的研究记录，仅用于信息整理与研究方法展示，不构成证券买卖建议、投资招揽、目标价、收益保证或适合性判断。大平洋金属的未来价值高度依赖旧主业退出/转型、新业务商业化、镍与矿石价格、能源成本、菲律宾矿山收益、国际深海资源规则及资本配置；任何一个环节都可能使本报告中的当前判断失效。

15.2 | Research Stop 与主要 UNKNOWN / Research Debt

本 Review 在以下边界达到 Research Stop：旧フェロニッケル经济性、矿山权益与会计结构、资产安全、资本政策、Power44 电力/VPP 方向、新业务工程进度、主要竞争替代、长期价格结构和当前估值已经足以形成投资判断；继续搜索将主要增加重复证据。

仍保留以下重要 UNKNOWN：

- マット最终客户与经济性。潜在客户、长期数量、加工/销售价格、单位毛利和必要改造投资尚未形成完整公开合同。
- 电力/VPP 独立利润。已确认业务真实存在且 40MW 以上调节能力实际运行，但当前没有足够公开拆分数据计算电力零售和 VPP 各自收入、毛利和 ROIC。
- 多金属ノジュール完整商业成本。技术验证持续推进，但采矿规则、资源权、扬矿成本、运输、冶炼改造投资、长期客户与受托加工费仍未闭合。
- 最终客户集中度。可确认 2026 财年フェロニッケル销售约 96% 在日本，但公开资料不足以精确还原单一不锈钢客户占比与利润贡献。
- 矿石长期合同细节。与菲律宾矿山的长期关系明确，但 2026 以后具体定价机制、最小采购义务和长期合同条件公开不足。

技术价格确认使用最近完整交易日 2026-09-18，未把 9 月 19 日非交易时段或未完成 K 线当成确认。

Owner Media 使用 Owner 明确映射的 attachment 3882，并通过现有 Review-specific Owner Media 交付契约进入 Single Report。该图是公开视觉权威，不替代本轮独立 Technical Research。

15.3 | 研究发现索引

F001 | 传统フェロニッケル经济模型已经结构性受压。NPI 价格优势与不锈钢废料配比提高共同削弱旧主业，管理层已把缩小/退出列为现实选项。对应：01、03、04、05、11。

F002 | 矿山持分法收益与旧主业属于同一资源链，但不能替代营业盈利。Q1 持分法收益 10.02 亿日元把经常利润推正，而ニッケル分部仍亏 7.93 亿。对应：02、06、09。

F003 | 厚资产负债表给转型真实时间。自己资本比率约 92.9%、净资产约 619.65 亿日元，生存风险远低于经营转型风险。对应：06、09、14。

F004 | Power44 电力方向是真实业务而非误配标签。公司是 A0884 小售电注册企业，向高压/特高压客户销售电力并结合本地再生能源和保安全管理。对应：03、12。

F005 | Power44 最有价值的差异化证据是 40MW 以上 VPP。制造流程负荷控制已被转化为需给调整市场资源，代表旧工厂能力向电网服务迁移。对应：03、04、05、12。

F006 | 多金属ノジュール从概念进入近实规模验证，但商业闭环仍未完成。9 月 17 日与东京大学获东京都 GX 项目支持，技术概率上升；采矿规则、资本开支和客户经济性仍是 UNKNOWN。对应：04、05、08、12。

F007 | 新业务目前还接不住旧主业亏损。Q1 其他分部仅 0.61 亿日元销售、1.04 亿日元营业亏损，而集团全年仍预计营业亏损 61.85 亿。对应：01、06、11。

F008 | 资本政策提供真实股东缓冲。DOE 约 4%、2026 财年 135 日元分红、2027 财年 130 日元预测，以及上一轮约 36.42 亿日元自社股回购，使低 PBR 并非只有账面概念。对应：08、09、14。

F009 | 技术结构的正面证据来自低点抬升，不来自 3 月高点本身。2023/2024 旧低约 1,100 日元、2025 低 1,437、2026 低 2,061；但 3,865→2,061 深回撤保留了 Failed Pulse Memory。对应：10。

F010 | 当前 2,500—2,700 日元是旧高转平台的关键实验区。9 月 18 日 2,667 刚站在 2025 年高点 2,579 之上，下一轮回抽能否保留决定迁移质量。对应：09、10、13。

15.4 | 主要来源

1. 太平洋金属株式会社 | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 (2026-08-06)

https://www.pacific-metals.co.jp/file/news/260806_1129_2027%E5%B9%B4%E5%9C%88%E6%9C%9F%E7%AC%AC%E5%9B%9B%E5%8D%8A%E6%9C%9F%E6%B1%BA%E7%AE%97%E7%9F%AD%E4%BF%A1%E6%97%A5%E6%9C%AC%E5%9F%BA%E6%BA%96%E9%80%A3%E7%B5%90.pdf

2. 太平洋金属株式会社 | 2026 年 3 月期 期末決算説明会資料

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

3. 太平洋金属株式会社 | 2026 年 3 月期 期末決算説明会 質疑応答要旨

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

4. 太平洋金属株式会社 | 第 100 期 有価証券報告書 (2026-06-19)

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

5. 太平洋金属株式会社 | 太平洋金属と東京大学、東京都 GX 関連産業創出へ向けた早期社会実装化支援事業に採択 (2026-09-17)

https://www.pacific-metals.co.jp/file/news/260917_1133%E5%A4%A7%E5%B9%B3%E6%B4%8B%E9%87%91%E5%B1%9E%E3%81%A8%E6%9D%B1%E4%BA%AC%E5%A4%A7%E5%AD%A6%E6%9D%B1%E4%BA%AC%E9%83%BD%E3%81%AE_GX%E9%96%A2%E9%80%A3%E7%94%A3%E6%A5%AD%E5%89%B5%E5%87%BA%E3%81%B8%E5%90%91%E3%81%91%E3%81%9F%E6%97%A9%E6%9C%9F%E7%A4%BE%E4%BC%9A%E5%AE%9F%E8%A3%85%E5%8C%96%E6%94%AF%E6%8F%B4%E4%BA%8B%E6%A5%AD%E3%81%AB%E6%8E%A1%E6%8A%9E.pdf

6. 大平洋金属株式会社 | 小売電気事業

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

7. 大平洋金属株式会社 | 電力販売開始 (2025-05-15)

<https://www.pacific-metals.co.jp/file/news/20250515081255-1.pdf>

8. 大平洋金属株式会社 | フェロニッケル

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

9. 大平洋金属株式会社 | 関連会社

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

10. 大平洋金属株式会社 | コーポレート・ガバナンス

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

11. ERM 日本 | 大平洋金属の需給調整市場における調整力供出体制構築を支援 (40MW 超 VPP)

<https://www.erm.com/ja/about/events/press-release-supported-taiheiyo-kouhatsu/>

12. Nickel Asia Corporation | Our Business (high-grade saprolite ore 供給先)

<https://nickelasia.com/our-business>

13. JOGMEC | INSG の 2026 年ニッケル需給予測 (2026-05-14)

https://journal.jogmec.go.jp/metal/news-flash/news-flash_00045.html

14. Reuters | Indonesia to exempt nickel pig iron from centralised export policy (2026-05-22)

<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/indonesia-exempt-nickel-pig-iron-some-palm-oil-derivatives-centralised-export-2026-05-22/>

15. Reuters | Indonesian nickel smelters group says new price formula provides operational certainty (2026-09-17)

<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/indonesian-nickel-smelters-group-says-new-price-formula-provides-operational-2026-09-17/>

16. Yahoo!ファイナンス | 5541 2026-09-18 価格・PBR・日次历史

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5541.T/history>

17. 株探 | 5541 长期年次价格历史

https://s.kabutan.jp/stocks/5541/historical_prices/yearly/

18. Owner 提供の 5541 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3882。

Publication continuity：本轮为 5541 在当前 Structured Deep Research 方法下的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF。公开交付只走既有 Single Report → WordPress → Permanent / Gateway / PDF / Timeline / SEO-GEO 路径；Owner Media 严格使用本 Review 映射 attachment 3882，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。