

7004 カナデビア株式会社 (Kanadevia Corporation)

Kabugami V3.2 64.36/100 · B

这家公司是做什么的

カナデビア以垃圾焚烧发电和长期运维为最大业务，同时经营水处理、资源循环、工业机械、桥梁与基础设施，并发展氢能、甲烷化、风电等脱碳业务；其能源业务还包含利用垃圾发电和可再生电源进行高压电…

最近亮点

2026年度Q1订单约2,626亿日元、同比约+108%，销售约1,417亿、同比约+13%；营业亏损约24亿，但同比改善约17亿。公司将全年订单目标由8,100亿上调至8,400亿，同时维持销售6,400亿、营业利润255…

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	c7debb74242fa6f32be15cf59f3720d35d877dca
评分版本	V3.2
发布源 SHA	d4d021a48e996d44b3b0b62e392e36d86101d241
交付代码版本 SHA	d4d021a48e996d44b3b0b62e392e36d86101d241
交付运行时指纹	537dab0f6dea9b0de92e6c020a0728eb046bfceb99dbde38857804700df47580

先看研究要点

为什么值得研究	垃圾焚烧发电设计建造、长期运维、数字化与资源回收构成真实全生命周期能力；集团拥有全球大量 WtE/沼气设施履历，并持续把单次 EPC 订单延伸为长期 O&M 和项目开发。Q1 营运资金回收推动营业现金流约 459 亿日元，并偿还约 465 亿日元有息负债。
最需要担心什么	巨大订单余额包含多年长期运维，不能直接当成近期销售；海外大型项目仍可能被采购通胀、地缘、工期和固定价合同吞噬利润。FY2025 ROIC 只有约 2.5%、明显低于 WACC；质量不切合事件曾扩展到多个业务，治理修复需要持续运行证据。与日铁工程的经营统合若条款不利，还可能改变控制、稀释与资本配置结构。
Kabugami 现在怎么看	カナデビア最大的资产不是“2.49 万亿日元订单”这个数字本身，而是垃圾处理设施从设计建造、运营维护到发电、资源回收和生命周期改造的长期安装基础。这个系统能把一次性 EPC 逐步转成重复性收入，但过去一年同时暴露了它最难的两个问题：大型项目执行会侵蚀利润，集团质量治理也没有达到这种工程业务应有的可靠性。日铁工程统合如果能补强采购、项目开发、海外执行和能源基础设施能力，有机会把巨大安装基础转成更高 ROIC；如果统合只是扩大规模而不解决项目利润和治理，低估值可能只是对低资本效率的合理折价。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：巨大安装基础能否把低 ROIC 工程集团改造成高质量循环型基础设施平台

カナデビア的主业最容易被简化成“垃圾焚烧炉”。

但真正的经济系统更长：地方政府或项目业主先采购垃圾处理/WtE 设施，公司负责设计、建设和设备集成；建成后又需要数十年的运营、维护、升级、发电和资源回收。海外子公司 Kanadevia Inova 还进一步进入项目开发、融资、资产管理、沼气和 Waste-to-X。

这意味着一台装置如果能够持续留在公司服务体系里，第一次 EPC 收入只是客户生命周期的起点。

问题在于，工程业务即使订单很多，也可能因为固定价格、原材料、人力、分包、工期和地缘风险而出现“收入很大、资本回报却低”。公司自己披露的 FY2025 ROIC 约 2.5%，明显低于约 6—7% 的 WACC，就是最硬的反证。

所以本轮核心问题是：

约 2.49 万亿日元订单余额、全球 WtE 安装基础、O&M 重复收入与日铁工程统合，能否把カナデビア从项目规模导向的工程集团，真正转成长期 ROIC 高于资本成本的循环资源/能源基础设施平台。

01.2 | 当前答案：订单与客户位置很强，资本回报和治理还没有完成证明

Q1 订单翻倍并创下订单余额新高，说明需求和市场位置没有问题；Q1 毛利率也同比改善，营业亏损缩小。

同时，Q1 营业现金流约 459 亿日元、偿还约 465 亿债务，说明此前占用的营运资金可以在工程收款时释放。

但完整年度盈利历史显示，销售从 FY2021 约 4,418 亿日元增长到 FY2025 约 6,452 亿，营业利润却在 FY2025 降到约 122 亿，营业利润率只有约 1.9%。增长没有自动变成高资本回报。

因此当前判断是：业务基础很强，盈利模型正在修，但尚未证明已经跨过资本成本。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 环境业务是集团经济中心，价值来自设施全生命周期而不是单次设备销售

环境分部贡献集团大部分销售与订单，核心包括垃圾焚烧发电、资源循环、污水/污泥处理、沼气及长期运营维护。

客户购买的不只是一座炉，而是长期满足排放、安全、稳定处理和能源回收要求的公共基础设施。

因此技术、项目执行、长期维护和法规适配共同决定竞争力。

02.2 | EPC 是入口，O&M 和项目开发决定收入质量能否升级

一次性 EPC 工程的特点是金额大、工期长、成本估计容易发生偏差。

若公司能在建成后继续承接长期运维、改造、数字优化和资产管理，收入就从“接一单、做一单”向重复性服务移动。

公司在国内经营数十座设施，也通过 Inova 在海外扩大长期服务、项目开发与 Waste-to-X，这是改善盈利波动最重要的结构方向。

02.3 | 机械、基础设施和脱碳业务提供选择权，但目前不能替代环境主业

机械/社会基础设施包括精密机械、压缩机、桥梁等；脱碳业务包括氢能、甲烷化、风电及核电相关设备。

这些业务能够共享工程、制造和能源客户关系，但当前脱碳板块仍在投资期，Q1 仍亏损。

因此本轮不把“新能源”当成已经验证的第二利润支柱。

02.4 | Power44：电力零售是真业务，但更重要的是它如何嵌入 WtE 资源循环

公司是注册零售电气事业者，利用垃圾发电等可再生电力面向高压客户提供电力，并参与自营/自我托送和零碳供电方案。

2026 年还获得地方政府相关自我托送支援项目；集团持股的陆奥小川原风电项目已开始商业运营，并包含长期 O&M。

这证明电力业务并非宣传概念。

但公司当前零售页面同时明确，暂时辞退新的“电气供需合同”报价；集团也没有把零售电力单独披露成决定性利润池。

所以 Power44 问题的答案是：电力销售对カナデビア的价值主要在于把垃圾发电、风电和资源循环延伸成客户能源解决方案，而不是当前依靠零售电差价形成一个新的集团主利润引擎。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 地方政府和长期公共基础设施客户带来高进入壁垒，也带来招标纪律

垃圾处理设施涉及长期公共服务、严格排放、安全与稳定运行要求。

客户通常是地方政府、公共项目公司或大型基础设施开发方。进入大型项目需要既往履历、工程能力、保证责任和长期运维资源。

这种客户结构提高了新进入者门槛，但也意味着价格由招标、项目风险分配和长期合同条款约束，公司不能单方面提高利润率。

03.2 | 全球安装基础是真实外部壁垒

公司披露全球拥有大量垃圾处理设施和沼气设施履历，覆盖多个国家和地区；国内也运营多座 WtE 设施。

真正的壁垒不是设施“数量看起来很多”，而是每一座在运行项目都积累燃料成分、炉排控制、排放、维护、停炉、备件和生命周期改造的数据与经验。

这些能力会降低业主选择无经验供应商的意愿。

03.3 | 订单余额很大，但必须区分“工程订单”与“多年 O&M 合同”

Q1 末订单余额约 2.487 万亿日元，明显高于年度销售。

这是需求可见度的重要证据，却不能直接除以年度销售推算几年收入，因为其中包含长周期运营维护合同、不同确认节奏的海外项目和长期服务。

最重要的不是订单余额继续创新高，而是订单的毛利、现金条款和项目风险能否保持。

03.4 | 采购、人力和项目管理是隐藏的关键供应链

大型工程的“供应商”不仅是钢材和设备制造商，还包括分包商、工程师、施工人员、物流和当地审批能力。

Q1 环境业务受到采购成本、人件费上升以及中东项目工期延迟影响，说明执行网络本身就是利润风险。

所以未来 ROIC 提升需要采购标准化、模块化设计、项目选择纪律和风险定价同时改善。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | WtE 的竞争不是单纯设备参数，而是“工程履历+融资+运营+本地化”组合

国际 WtE 项目需要的不只是焚烧技术，还包括投标融资、EPC、长期运营、当地法规、燃料结构和项目开发。

Inova 让公司具备海外开发、建设和运营能力，这比单纯出口设备更接近完整基础设施开发商。

但同样因此承担更复杂的工期、政治、融资和采购风险。

04.2 | 与日铁工程的经营统合可能补上项目开发和能源基础设施能力

双方已经推进经营统合研究，目标包括扩大国内外项目开发、Waste-to-Energy/Waste-to-X、CCS 和能源基础设施能力，并希望形成更稳定的重复收益。

从产业逻辑看，日铁工程的钢铁/能源工程、项目开发与カナデビア的 WtE 安装基础具有明显互补性。

但截至本 Review，公开资料仍未确认最终统合比率和完整条件。原计划在 2026 年 9 月签订最终协议，而正式生效目标在 2027 年 4 月。

因此“协同”可以作为经营机会，但不能把尚未确认的统合条件提前算进每股价值。

04.3 | 规模扩大只有在项目选择和资本纪律同步改善时才创造股东价值

工程公司最危险的增长模式是通过更多大项目扩大销售，却把风险和营运资金一起放大。

如果统合后只是订单更多而没有提高项目毛利、现金条款、采购能力和投标纪律，规模会扩大但 ROIC 未必改善。

相反，如果双方能减少重叠成本、提高采购议价、共享海外开发资源并把 O&M 服务做大，统合才真正成为资本效率催化剂。

05 | 护城河判断

カナデビア在 WtE 与资源循环中的护城河属于真实、较强，但会被项目执行质量削弱的工程型壁垒。

正面来自：

- 大量国内外项目履历；
- 复杂燃料和排放条件下的工程经验；
- 长期 O&M 和设施生命周期关系；
- Inova 海外开发与运营平台；
- 地方政府和公共基础设施客户对可靠性的高要求；
- 从垃圾处理延伸到发电、沼气、资源循环和 Waste-to-X 的系统能力。

反面也很明确：

- 单个大型项目成本超支可以吞掉多年毛利；
- 业主和政府招标会限制定价；
- 工程能力不是软件网络效应，竞争者可以靠项目履历逐步追赶；
- 质量治理失效会直接伤害客户对“可靠工程商”的核心信任。

所以护城河不能只看市场地位；执行与治理本身就是护城河的一部分。

06 | 财务质量、现金流与资本效率

06.1 | 五年销售增长明显，利润却没有同步复利

公司披露的 FY2021—FY2025 销售约从 4,418 亿、4,927 亿、5,558 亿、6,105 亿升至 6,452 亿日元。

营业利润约 155 亿、201 亿、243 亿、269 亿、122 亿日元。

也就是说销售规模已经扩大约 46%，但 FY2025 营业利润反而低于 FY2021。

这直接证明“订单增长”不是高质量盈利的充分条件。

06.2 | FY2025 营业利润率约 1.9%，是本轮最重要的反证

前几年营业利润率大致维持 3.5%—4.4%，FY2025 降到约 1.9%。

项目成本、业务组合和执行问题使利润率显著恶化。

公司 FY2026 目标营业利润 255 亿日元，相当于约 4.0% 利润率，属于修复而不是高盈利常态。

06.3 | ROIC 低于 WACC，资本效率改革不能停留在销售目标

公司资料披露 FY2025 ROIC 约 2.5%，而集团 WACC 估算约 6—7%。

这意味着过去一年集团新增/存量资本没有创造超过资本成本的回报。

FY2026 公司预测 ROIC 约 4.9%，即使兑现仍低于 WACC 中枢。

因此未来最有价值的经营 KPI 不是销售突破多少，而是 ROIC 是否持续越过资本成本并留下安全余量。

06.4 | Q1 现金流大幅转正说明工程营运资金可以释放，但波动也很大

Q1 营业现金流约 459 亿日元，主要来自应收和项目营运资金回收；公司同时偿还约 465 亿日元有息负债。

这是资产负债表改善的正面证据。

但 FY2021—FY2025 全年营业现金流曾约 269 亿、280 亿、5 亿、248 亿、116 亿日元，波动很大。

工程公司现金转换应跨项目周期观察，不能用一个季度的回款判断长期现金质量。

06.5 | 资产负债表可承受修复，但不是无风险净现金结构

FY2025 末总资产约 7,186 亿日元、有息负债约 1,841 亿、现金约 773 亿、净资产约 2,034 亿，权益比率约 27.4%。

Q1 权益比率回升至约 29%，债务下降。

这足以支撑日常业务，但在海外大型项目、并购和经营统合背景下，资本纪律仍然重要。

07 | 管理层、治理与质量问题

07.1 | 质量不恰当不是一个孤立事故，而是集团治理的硬反证

2024 年船用发动机相关质量问题之后，集团调查进一步确认多个非发动机业务也存在质量不恰当。

公司自己总结的原因包括：防止数据改写的基础机制不足、对法规和客户合同要求的意识不足、质量合规监督不够，以及经营层未充分掌握一线问题。

这比“个别员工违规”严重得多，因为它指向系统性控制环境。

07.2 | 对工程公司而言，质量治理直接属于经济价值

垃圾处理、基础设施和能源设备需要长期运行和公共安全责任。

如果质量管理失效，后果不仅是罚款或形象损失，还可能包括返工、补偿、客户资格、投标机会和长期 O&M 关系受损。

所以本轮治理模块被明显压低，即使公司已经启动改革。

07.3 | 再发防止措施已经进入执行，但需要时间证明“日常运行”改变

公司已建立集团层面的六项再发防止措施，并持续披露执行进度、强化董事会监督和质量合规体系。

这是正确修复方向。

但真正的毕业证据不是文件发布，而是未来数年重大质量事故下降、数据管理不可篡改、内部审计能主动发现问题、一线人员能在交期/成本压力下仍然停止不合格流程。

07.4 | 日铁工程统合会把治理复杂度进一步提高

经营统合可能带来更大规模、更多海外项目、更多组织与不同历史文化。

如果质量控制、项目审查和资本配置制度不能在统合前后统一，协同反而可能增加管理复杂度。

因此统合是机会，也是治理压力测试。

08 | 资本政策与组合重构

08.1 | 分红政策比过去更清晰，但当前并非高回报型资本政策

公司 2026 年 5 月更新股东回报方针，目标派息率约 30%，并在中长期考虑累进分红。

FY2026 预测年股息 38 日元，高于过去数年的 12、18、23、25、25 日元水平。

以 1,176 日元计算，预测股息率约 3.2%，提供一定现金回报。

08.2 | 没有大规模回购，资本效率改善主要靠经营修复和组合退出

公司当前没有像部分低 PBR 企业那样依靠巨额回购快速缩小权益分母。

因此资本回报改善更依赖：

1. 低回报业务退出；
2. 项目利润率和现金条款改善；

3. 资产/债务使用效率提高；

4. 日铁工程统合后重复成本与资本重叠减少。

08.3 | 业务组合改革已经发生，方向正确但规模仍不足以证明 ROIC 反转

公司近年推进多个出售/退出，包括媒体相关子公司、桥梁业务、发动机子公司股权变化、特殊阀、全固态电池和其他低优先级业务。

这说明管理层不再把“业务多”本身当成价值。

但 ROIC 仍低于 WACC，证明组合改革尚未完成经济结果。

08.4 | 经营统合的资本条款是下一次最重要的资本政策事件

如果统合比率对现有股东不利，或为了规模扩张引入大量低回报资产，当前每股价值会被稀释。

反过来，若条件合理、重叠资产得以削减、订单和 O&M 网络合并后 ROIC 明显提高，统合会成为资本政策层面的正面转折。

因此在最终条款明确前，不对协同价值做无条件加分。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 约 9.4 倍预测 PER 和约 1 倍 PBR 并不贵

9 月 18 日收盘 1,176 日元，公开市场预测 PER 约 9.4 倍、PBR 约 1.0 倍。

这与高订单、高安装基础和中期利润修复潜力相比并不昂贵。

09.2 | 低估值有真实原因：资本回报还没跨过资本成本

便宜不能脱离 ROIC 理解。

当公司 ROIC 约 2.5%、WACC 约 6—7% 时，市场给低估值并不完全是误判；它是在要求公司证明增长能转成经济利润。

所以 PBR 约 1 倍不能直接解释为“资产被严重低估”。

09.3 | 如果 ROIC 恢复到资本成本以上，估值弹性会同时来自盈利和倍数

公司 FY2026 目标营业利润 255 亿、ROIC 约 4.9%，已经比 FY2025 改善。

若环境业务利润率、长期 O&M 占比和项目现金流继续修复，并使 ROIC 持续越过 6—7% WACC，当前估值会拥有明显的再评级基础。

反之，如果订单继续增长但利润率又被成本超支吃掉，9 倍 PER 只是对低质量盈利的合理定价。

09.4 | 安全边际来自“价格不高+长期订单”，但治理与统合条款会决定它是否真实

当前估值、股息和订单基础提供一定下行缓冲。

但质量事件或统合稀释都属于能改变资本化率的非财务风险。

本轮因此给估值较高分，却没有把低倍数直接翻译成高总分。

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 为7004 指定的WordPress Media attachment 3886。该图是本Review 公开视觉权威；Technical Research 独立使用7004 长期调整后价格史与截至2026-09-18 的完整市场数据，不以单张图替代价格证据。

10.1 | Technical Question：2020 年以来的高低点迁移，能否真正摆脱长期低位历史记忆

7004 拥有非常长的上市历史。

调整后年次价格中，1989 年曾高至约 9,380 日元，1990 年仍高至约 9,300；1996 年约 6,300，1997 年约 5,260，1998 年约 3,030。进入 2000 年代后，价格系统长期运行在明显更低区域，2005—2007 年高点大致 1,300 多日元。

更近的低位重构从 2020 年低点约 288 开始，2021—2025 低点依次约 565、655、763、826、749，2026 年最低约 929，5 月最高 1,515。

因此当前真正的问题不是“1,176 算不算低”，而是：

2020 年以后连续抬升的价格重心是否已经建立一个新长期状态，还是 1,515 只是对盈利修复/资本政策的高能脉冲，随后仍会被 1,000 附近旧区间重新吸收。

10.2 | Chart Truth：现代周期的低点确实逐步抬升

2020 年低点约 288，2021 约 565，2022 约 655，2023 约 763，2024 约 826；2025 虽一度回到 749，但年末收 950；2026 年低点约 929。

这说明近六年主要价格底部已经显著离开 2020 低区。

周/月级别的价格重心也从 500—800 区间逐步迁移到 900—1,200 附近。

10.3 | 但 2026 年 1,515 的高位没有被完整保留

5 月 13 日公司年度业绩与股东回报相关信息后，股价强势上冲，盘中高至约 1,515，收约 1,407。

到9月18日收1,176，较1,515回撤约22%。

更关键的是，当前仍低于2024年1,355的年度高位，也尚未重新占领5月高点。

所以这轮脉冲证明向上力量存在，却没有形成“高位已经稳定”的证据。

10.4 | Q1 后的价格响应温和，市场没有把订单翻倍直接当成新状态

8月初Q1披露订单大增、营业亏损同比改善，但价格没有出现类似5月的持续突破。

这说明市场已经在区分“订单很多”和“利润/资本效率真正修复”。

事件本身不是Technical证据；价格对高订单数据的有限反应，反映当前投资者更关注盈利质量与统合条件。

10.5 | 长期历史仍提醒：现代重构很强，但尚未回到更老的高价制度

从2020低点到2026高点，价格曾上涨数倍，这是非常显著的状态迁移。

但与1980—1990年代的长期历史相比，现代价格仍处于更低的结构体系。

因此不能因为现代周期抬升，就把它描述成“完成了全历史长期反转”。

更准确的判断是：旧的极低价格制度已经明显失去控制，但新的高价格制度仍处在构建中。

10.6 | 当前最重要的回抽区域是1,000—1,100附近

如果未来有意义的回撤仍能在约1,000—1,100区域得到吸收，并重新挑战1,300—1,500，那么现代价格重心上移会得到更强确认。

如果长期跌回900以下，并重新进入2021—2023的600—900主要区间，本轮迁移质量就会显著下降。

进一步失守2025年749附近，则说明旧低位吸引力重新加强。

10.7 | 当前纯价格状态与技术裁决

当前纯价格状态：

2020年以来的长期低点 and 价格重心已经显著抬升，现代低价制度明显弱化；2026年曾突破到1,515，但高位没有被充分保留，9月仍处于较高重构区而不是完成长期突破。结构中等偏正，迁移尚待新的回抽—保留—再扩张证明。

Technical Module Judgment = 66 / 100。

Price-Fundamental Timing：价格在5月先对股东回报/全年信息形成高能上冲，Q1订单强劲后却没有继续扩张，说明价格当前更等待盈利质量、ROIC与统合条件确认，而不是单纯追随订单量。

下一步确认：回撤继续守住约1,000—1,100，并重新站上1,300、挑战1,500以上。

结构证伪/明显恶化：持续跌破900并回到600—900旧主要区间；若进一步失守2025年749附近，本轮现代迁移需明显降级。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

大型项目执行。固定价、采购通胀、分包、人力和工期变化可快速吞噬工程毛利。

质量治理。过去的的不適切事件已经证明控制环境曾经不足；再次发生会伤害客户资格、品牌和长期合同。

统合条款。与日铁工程的最终比率、控制关系、资产边界及协同成本仍未完全公开确认。

ROIC 低于 WACC。如果订单继续增长而资本回报不升，企业规模扩大反而会继续破坏价值。

海外/地缘。中东等项目已经出现延期；海外工程还受到汇率、政治、许可和当地供应链影响。

脱碳新业务。氢、甲烷化、风电等需要前期投资，商业化节奏若慢会继续拖累利润。

营运资金。大型项目的收款时点可使现金流在年度间大幅波动。

11.2 | 主要催化剂

- FY2026 环境业务利润率恢复到公司计划水平；
- ROIC 从 2.5%继续向 4.9%并越过 WACC 推进；
- 2.49 万亿订单中高毛利 EPC/O&M 按计划转成销售和现金；
- 日铁工程最终统合条款对现有股东合理，并量化采购/运营协同；
- Inova 项目开发和长期 O&M 提高重复性收入占比；
- 质量再发防止措施持续运行且不再出现重大新案件；
- 电力、风电、Waste-to-X 等能源邻接业务形成可识别的高回报增量。

11.3 | Power44 特定观察：什么时候电力零售会升级成真正投资变量

目前零售电力是 WtE/可再生能源价值链的一部分，但独立经济贡献不透明，而且新供需合同报价目前受到限制。

它要升级成核心投资变量，需要至少看到：

- 外部高压客户和供电量显著扩大；
- 零售/聚合毛利或贡献被单独披露；
- 垃圾发电、风电、PPA、自我托送形成可复制的高 ROIC 组合；
- 电力客户成为 WtE、能源管理、脱碳服务的交叉销售入口。

在这些证据出现前，不把“拥有零售牌照”当作额外成长溢价。

12 | 反常识发现

12.1 | 最大的 Research Dividend 不是订单创新高，而是“订单与资本回报可能同时为真却方向相反”

工程公司可以一边订单爆满，一边 ROIC 低于 WACC。

这不是矛盾：项目签约证明客户需要你，ROIC 证明你是否用股东资本以足够好的价格和效率满足这个需求。

对カナデビア而言，下一阶段最重要的转折不是订单再创新高，而是订单质量和资本纪律能否改善。

12.2 | 电力零售不是独立故事，真正有价值的是“垃圾→能源→长期客户关系”的闭环

单独看零售电力，很容易把公司误解成进入了一个低毛利竞争市场。

更合理的经济解释是：WtE 设施本来就在产生电力，公司把发电、电力调度、自我托送、风电和脱碳服务连接起来，使长期设施客户关系延伸到能源管理。

这提高了客户生命周期价值，但只有当毛利和客户规模被验证时才值得提高估值。

12.3 | 日铁工程统合的真正考题不是“规模破万亿”，而是 WACC 以上的 ROIC

双方合计销售规模超过一万亿日元很容易成为新闻标题。

但如果合并后项目风险、营运资金和低回报资产一起扩大，股东并没有得到更好的公司。

真正应验证的是：统合后 ROIC 能否持续超过资本成本、重复性业务占比是否提高、现金转换是否改善。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 日铁工程最终统合协议

重点看统合比率、控制关系、资产负债边界、预期协同、一次性整合成本和股东权利。

任何一项都可能改变当前每股价值判断。

13.2 | Q2 环境业务利润率与项目成本

订单量已经足够，下一份财报最有价值的是环境分部毛利/营业利润、采购成本、延期项目和 Inova 执行。

若利润率修复持续，FY2025 低 ROIC 更可能是可修复状态而非长期常态。

13.3 | ROIC 与 WACC 差距

公司自己已经把资本成本纳入管理。

未来应直接追踪 ROIC 是否从 2.5%→4.9%→6—7%以上，而不是只看销售和营业利润绝对额。

13.4 | 订单余额的现金转换

重点看预收、应收、合同资产、营业现金流和有息负债。

如果销售增长但现金长期被项目占住，订单价值需要打折。

13.5 | 质量治理是否真正进入日常运行

关注再发防止执行进度、新质量事件、审计发现和客户补偿。

这是一项可以直接改变护城河和资本成本的非财务指标。

13.6 | Technical：1,000—1,100 能否成为新的较高组织区域

如果下一轮有意义回撤不再回到 900 以下，并重新挑战 1,300—1,500，本轮价格重构会更接近成熟。

14 | Kabugami Score V3.2

14.1 | 模块评分

模块	Judgment	权重	加权贡献	核心理由
财务韧性与下行防御	60	13	7.80	现金与资产负债表足以支撑业务，Q1 大额回款并偿债；但权益比率约 29%、项目与并购资本需求仍高。
竞争优势与结构耐久性	80	14	11.20	全球 WtE 履历、长期 O&M、Inova 项目开发和公共基础设施客户关系形成真实壁垒；项目执行仍可侵蚀经济租金。
盈利质量、现金转化与资本效率	48	17	8.16	现金流可释放，但年度波动大；FY2025 营业利润率约 1.9%、ROIC 约 2.5%低于 WACC，是最重要扣分项。
商业结构、产品、客户与关键依赖	72	11	7.92	环境业务需求和长期客户基础强，订单可见度高；大型项目、公共招标、采购人力和海外执行形成集中依赖。
估值与安全边际	74	15	11.10	约 9.4 倍预测 PER、约 1 倍 PBR、约 3.2%股息率并不贵，但低倍数部分反映低 ROIC 和治理风险。
资本配置与股东回报	68	10	6.80	派息率约 30%、累进分红和组合退出方向改善，但缺乏大规模回购，统合条款尚未确认。
治理、所有权与管理层	40	7	2.80	多业务质量不切合暴露系统性控制缺陷；整改正在推进，但需要多年运行证据。
Kabugami 技术结构	66	13	8.58	2020 后价格重心明显抬升，但 1,515 高点未被充分保留，长期迁移

				仍在确认。
总分		100	64.36	B

14.2 | 为什么只有 B 而不是 B+

最主要原因不是业务弱，而是资本效率和治理还没跟上业务壁垒。

一个拥有全球 WtE 安装基础、长期 O&M 和创纪录订单的公司，如果 ROIC 只有 2.5%、低于 WACC，就不能仅凭订单和低 PER 进入更高评级。

同时，质量不确切问题会直接提高工程公司的隐性资本成本。

14.3 | 什么会把评分推向 B+

最重要的三个条件是：

1. 环境业务利润率稳定恢复，FY2026 ROIC 接近并随后超过 WACC；
2. 日铁工程统合条款对现有股东合理，并开始产生可验证协同；
3. 质量整改持续运行，没有新的重大系统性问题。

如果同时价格仍保持合理估值，评分上行会来自真实经济质量，而不是市场情绪。

15 | 合规、研究边界与来源

15.1 | 合规与风险声明

本报告仅用于研究、信息整理与方法实验，不构成任何证券买卖建议、投资顾问意见、投资招揽、目标价、收益承诺或适合性判断。股票价格可能因宏观、汇率、项目执行、政策、公司事件与流动性发生大幅波动；任何投资决定及其风险由投资者自行承担。

Kabugami Score 是研究框架下的结构化判断，不代表未来收益率，也不是信用评级。Technical 判断描述历史价格系统的当前状态，不预测确定性的未来价格。

15.2 | Research Stop 与主要 UNKNOWN

本轮为 FIRST_COMPLETE。Open Discovery 首先确认公司的经济中心是 WtE/资源循环的全生命周期平台；Power44 电力零售问题被验证为真实但次级的能源邻接业务，随后研究重心回到更高 VOI 的“订单/安装基础能否转成 WACC 以上 ROIC，以及治理与日铁工程统合是否改善这一转化”。

之后完成 Coverage35 Structured Deep Research、独立 Technical、跨域整合、Research Debt 复核、Full Synthesis、V3.2 Score 和 Editorial Routing。

Research Stop 成立，因为当前投资判断所需的业务结构、订单、最新财务、现金流、资本效率、质量事件、统合框架、股东回报、估值和长期市场价格均已有足够一手或高可信证据，继续搜索的边际信息价值已明显下降。

仍保留的主要 UNKNOWN：

- 日铁工程最终统合协议、统合比率和完整资本条款截至本 Review 尚未确认；
- 2.49 万亿订单余额中不同 EPC/O&M 合同的逐项目毛利和现金条款并未完整披露；
- 海外大型项目延期和采购通胀对未来正常化利润率的最终影响仍需后续财报验证；
- 质量整改能否在多年运行中真正消除系统性控制问题尚不能提前证明；

- 零售/聚合电力缺少独立销售、毛利、电量和客户规模披露；
- 2026 年 5 月高点后的回撤尚未完成一次长期“回抽—保留—再扩张”验证。

15.3 | 资料与市场边界

- 财务以公司截至 2026-09-19 可取得的 2026 年度 Q1 及最新 IR 资料为核心。
- settled Technical 锚定 2026-09-18 东证完整收盘 1,176 日元，不使用 9 月 19 日非交易日数据作为新确认。
- Owner 月线图 attachment 3886 仅为本 Review 公开视觉权威；Technical Research 独立使用真实长期市场历史。
- 市场估值使用 2026-09-18 公开市场快照，未来随价格变化。
- 对日铁工程统合，只采用截至 Review cutoff 可验证的公开框架；未确认条款保持 UNKNOWN，不从原计划日期反推已经签署。

15.4 | 主要来源索引

1. カナデビア | 2026 年度第 1 四半期 決算说明资料

https://www.kanadevia.com/ir/data/pdf/FY2026-1Q_Financial_Results_J.pdf

2. カナデビア | IR / 決算资料

<https://www.kanadevia.com/ir/>

3. カナデビア | 主要财务数据

<https://www.kanadevia.com/ir/finance/data.html>

4. カナデビア | 股东回报 / 分红政策

<https://www.kanadevia.com/ir/return.html>

5. カナデビア | 质量不确切问题与集团改革

<https://www.kanadevia.com/reform/>

6. カナデビア | 垃圾焚烧发电 / WtE

<https://www.kanadevia.com/business/field/energy/garbage.html>

7. カナデビア | 零售电气事业

<https://www.kanadevia.com/business/field/energy/retail.html>

8. カナデビア | 2026 年 Newsroom

<https://www.kanadevia.com/newsroom/news/2026/>

9. カナデビア | 中期经营 / 经营统合相关信息

<https://www.kanadevia.com/ir/policy/medium-term.html>

10. カナデビア | 股东构成

<https://www.kanadevia.com/ir/stock/configuration.html>

11. カナデビア | 资本成本与股价相关举措

https://www.kanadevia.com/ir/pdf/capital_and_stock_prices.pdf

12. カナデビア | 陆奥小川原风力发电商业运转

<https://www.kanadevia.com/newsroom/news/assets/pdf/FY2025-134.pdf>

13. Yahoo! ファイナンス | 7004 价格与历史

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/7004.T/history>

14. 株探 | 7004 长期年次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/7004/historical_prices/yearly/

15. 日本製鉄 | 经营统合相关公开资料（统合日程/框架）

<https://www.nipponsteel.com/ir/>

16. Owner 提供的 7004 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3886。

Publication continuity：本轮形成 7004 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；后续公开交付只走既有 Single Report → WordPress → homepage / Gateway / Permanent / 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。