

5301 Tokai Carbon Co., Ltd.

Kabugami V3.2 55.35/100 · B

这家公司是做什么的

东海碳素主营炭黑、精细碳材料、铝冶炼用阴极及炉衬材料、石墨电极和工业炉，同时经营摩擦材料等碳材料相关业务。

最近亮点

2026财年上半年销售额同比增长9.9%、营业利润增长10.5%，全年营业利润指引上调至350亿日元；公司同时推进约150亿日元回购、40日元分红预测和交叉持股削减。股价截至2026年9月24日升至2,273日…

资料截止 2026-09-24 · 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	Canonical / OpenAI 研究
研究日期	2026-09-24
评分版本	V3.2
发布源 SHA	42c89e4a2ff1b03022c7a379388bf00a6aaf25c5
交付代码版本 SHA	6adb9e692fc16f96274106281d6612e215e65724
交付运行时指纹	6065eb1061b2baaff64472c2b616b768e08d4b54c7949933f51b15611ea503e4
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	1582e4c5-2acf-5863-a0b5-b3b0bfab6592
Canonical 快照 ID	afd9bc40-befb-5121-a124-3420f2bf3192
Canonical 研究日期	2026-09-24
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	5301

先看研究要点

为什么值得研究	公司拥有 Fine Carbon 和工业炉等真实高回报资产，半导体结构需求、工艺能力和客户协作提供增长基础；投资级融资、业务组合、重组和资产变现又提供自我修复能力。资本政策也明显改善，开始把交叉持股和低效资本转换为回购与分红。
最需要担心什么	市场已经按较高成功概率定价，但正常化母公司股东盈利和自由现金流尚不可可靠估计。Fine Carbon 少数股东权益与集中度、Carbon Black 泰国资产回报、库存质量、Smelting & Lining 临时利润支持及石墨电极全球过剩，均可能使营业恢复无法转化为每股价值。
Kabugami 现在怎么看	Kabugami Score V3.2 为 55.35，评级 B，行动为重点观察／等待验证、暂不追价。经营恢复、股东回报改善和旧低位价格状态弱化均属真实进展，但当前估值已计入较多成功执行；在少数股东调整后的正常化盈利、自由现金流、项目 ROIC 及首次深度回撤承接受到证明前，结论仍是有条件观察，而不是确认价值重估已经完成。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复

东海碳素当前最重要的问题，不是销售额能否继续恢复，而是过去并购与资本开支形成的庞大资产、存货和债务，能否转化为持续归属于母公司股东的自由现金流，以及高于资本成本的集团 ROIC。2026 财年上半年销售额和营业利润均增长约一成，公司也上调全年营业利润指引，但归属于母公司股东的利润同比下降，说明营业恢复尚未完整传导到普通股东。

细拆后，Fine Carbon 是最明确的高回报增长来源，工业炉也具备较好产业位置；Carbon Black 拥有规模，却仍受轮胎产量、原料价格、合同调价和泰国资产爬坡影响；Smelting & Lining 及 Graphite Electrodes 经过减值和重组后损失收窄，但尚未证明可以持续赚取正经济利润。因此，当前判断是“组合转换正在发生，但现金与资本效率证明仍不足”。

相关研究发现：F002·F008·F042·F047

01.2 | 市场已从等待恢复转向要求兑现

股价从 2026 年 3 月低点 878 日元升至 9 月 24 日的 2,273 日元，已经越过 2021 年高点并接近 2018 年历史高位。价格改善先于基本面得到完整公开确认，随后 5 月的经营及股东回报方案、8 月的中期业绩又获得了较强且未被迅速回吐的正向响应。

这说明市场不再只按低回报资产组合定价，但也意味着“恢复”本身已不够：进一步回报需要有机现金流、项目 ROIC 和低回报业务处置兑现。若这些证据迟迟不能出现，盈利下修与估值回落可能同时发生；若深度回撤仍能在明显高于旧区间的位置完成整理，则价格结构会为经营转换提供更强外部确认。

相关研究发现：F017·F038·F040

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 五类碳材料业务构成不同的利润池

东海碳素不是单一石墨电极公司，而是由 Carbon Black、Fine Carbon、Smelting & Lining、Graphite Electrodes 及 Industrial Furnaces 等业务组成的全球碳材料集团。

Carbon Black 主要服务轮胎和橡胶工业，贡献最大收入规模；Fine Carbon 向半导体等行业提供高纯度和精密加工碳材料；Smelting & Lining 供应铝冶炼阴极等材料；Graphite Electrodes 服务电弧炉炼钢；工业炉业务提供炉体、加热元件和相关耐火材料。不同业务的需求周期、利润率、资本强度和竞争规则差异很大，集团价值因而取决于业务组合，而非单一行业景气。

相关研究发现：F001·F042

02.2 | 合并增长不等于普通股东全额拥有

合并报表还会放大最强业务对普通股东的表面贡献。东海碳素持有 Tokai Carbon Korea 50.39%，能够将其半导体相关业务纳入合并，但其余 49.61% 的经济利益归属于非控股股东。

2026 年 6 月底，集团净资产中有 347 亿日元属于非控股权益，上半年净利润中 22 亿日元归属于非控股股东。由此，合并 Fine Carbon 增长不能直接等同于东海碳素普通股东获得同等比例的利润和现金；判断经营质量、ROIC 和估值时，都必须回到母公司股东口径。

相关研究发现：F029·F042

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | Fine Carbon 提供最高回报，也集中了最大成长风险

Fine Carbon 是集团最有力的增长引擎。其 2025 财年调整后 ROIC 为 14.0%，明显高于集团 5.8%，而 AI、HBM、DRAM 及先进制程投资正在增加对高纯石墨、固体 SiC 聚焦环、炉用部件和加热元件的需求。

公司拥有从材料分析、试制到净化、CVD 涂层和清洗的一体化能力，2025 财年研发费用为 44 亿日元，国内开发支出的 96%投向降低环境影响。不过，约 80%的 Fine Carbon 销售与半导体相关，客户、应用和固体 SiC 产品集中度以及实际认证壁垒均未披露，结构增长与集中风险同时存在。

相关研究发现：F003·F014·F033·F043

03.2 | 认证强度与母公司归属仍是增长质量的缺口

这里有两个缺一不可的验证条件。第一，需求增长必须通过客户认证、复购和较低替代率转化为持久利润，而不是只跟随一轮半导体设备投资；第二，利润、现金和投入资本需要按 Tokai Carbon Korea 少数股东权益进行归属调整。

现有公开资料既不能给出客户级收入和获批供应商数量，也不能拆分 Fine Carbon 中母公司股东真正拥有的现金流和投入资本。因此，Fine Carbon 可以支持方向性看好，却还不能直接生成可靠的母公司股东口径正常化 EPS。

相关研究发现：F018·F023·F029

03.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务

Carbon Black 约占集团销售额 45.5%，约 70%的需求来自轮胎，是集团规模最大、也最需要转化为现金的业务。轮胎产量决定销量和设备开工率，原料油价格与合同调价时滞决定利润率和营运资金；因此销售增长并不自动意味着现金改善。

Bridgestone 既是客户和回收炭黑合作伙伴，也是泰国炭黑资产交易对手，其选择东海碳素反映了对技术和供应体系的认可，但同时把整合、折旧、利用率和投资回报风险转移给了东海碳素。在泰国资产经历完整正常经营期以前，其增量营业利润和 ROIC 仍无法判断。

相关研究发现：F004·F021·F030·F034·F044

03.4 | 长期绿色期权尚远，能源与物流约束就在当下

Bridgestone 共同推进的回收炭黑项目为技术和客户协作提供了外部验证，但年产 5,000 吨示范装置目标在 2032 财年，技术等效性、认证、成本和商业利润均未确定，现阶段只能视为长期脱碳期权，不能计入近期盈利。供应端则具有更现实的影响：原料油、天然气、电力和物流会先影响成本、库存和现金，再通过合同调价进入收入。

中东能源与运输扰动还可能一面推高 Carbon Black 成本，一面制造 Smelting & Lining 的临时阴极需求，集团层面的净影响并非单向。

相关研究发现：F009·F015·F036

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | Carbon Black 有产业位置，但没有脱离周期的定价权

Carbon Black 面对的是行业共同压力，而不只是东海碳素自身执行问题。同行 Orion 披露的轮胎产量疲弱、进口增加、渠道库存、客户结构不利、合同价格下降和油基原料成本上升，与东海碳素所处环境高度

重合。Bridgestone 对其技术和区域供应能力的认可说明公司具备可信的产业位置，但商品化程度较高的业务仍主要由成本、产能利用率和合同传导决定回报。这里的优势更接近供应可靠性、区域布局和客户协作，而不是可以脱离周期持续提价的垄断地位。

相关研究发现：F004·F030·F031

04.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性

石墨电极业务通过工厂整合、减产和出售德国子公司降低了固定成本，2025 财年恢复盈利，但调整后 ROIC 仍只有 4.3%。电弧炉在美国和印度钢铁生产中的高占比为长期需求提供基础，却不能自动带来高回报：GrafTech 仍指出中国和印度扩产快于需求，出口继续压低全球价格和行业收益。也就是说，东海碳素已经降低了亏损暴露，却尚未解决行业供给过剩；真正的修复需要全球产能纪律，而不只是公司内部重组。

相关研究发现：F005·F020·F032·F037·F046

04.3 | 贸易救济只能改善区域价格，不能独自解决全球过剩

美国针对中印大直径石墨电极的贸易救济调查可能改善区域成交价格，是重要催化剂，但其作用边界必须明确。关税可以限制特定市场的低价进口，却不能消除全球过剩产能，也不能阻止出口转向其他地区。后续要观察的不是政策标题，而是最终税率、区域价格、进口流向、行业开工率和企业是否继续关闭产能；只有这些因素共同改善，定价权才可能从短期政策支持转化为较持久的经济回报。

相关研究发现：F020·F035

05 | 护城河判断

05.1 | 护城河集中在高纯工艺和客户认证

东海碳素的护城河并不均匀。Fine Carbon 和工业炉的优势来自材料纯度、精密加工、净化和涂层工艺、与客户共同开发以及产品进入客户制程后的认证风险；这些能力更可能形成切换摩擦，并已表现为较高 ROIC。研发基地与生产现场相连，也有利于将实验室能力转化为量产工艺。但现有资料没有披露认证周期、第二供应商数量、客户流失或实际切换案例，因此不能把工艺复杂度直接等同于牢不可破的客户黏性。

相关研究发现：F003·F014·F033·F043

05.2 | 最高回报业务尚缺客户切换证据

Fine Carbon 的高回报可能来自真实工艺壁垒，也可能部分受益于当前半导体资本开支与产品集中。两种解释并不互斥，却会产生不同的盈利耐久性：若客户认证严格且替代困难，周期回落时利润仍可能保持较高水平；若主要依赖少数客户或固体 SiC 聚焦环景气，需求调整会迅速放大到利用率和 ROIC。客户级收入、认证时间和双重采购情况缺失，使集团最强的护城河判断仍带有重要上限。

相关研究发现：F023·F042

05.3 | 产品不可或缺，不代表供应商一定拥有经济租金

Carbon Black 和石墨电极则更接近规模、成本和产能纪律竞争。长期客户关系、区域生产和供应可靠性可以减轻波动，却难以抵消轮胎减产、进口压力或全球电极过剩。电弧炉长期渗透支持需求，但只要供给能力持续超过消费，产品的必要性就不会自动转化为股东回报。因此，集团整体护城河应判断为“局部真实、组合层面被稀释”：高质量资产创造的经济租金，仍可能被低回报业务和资本占用消耗。

相关研究发现：F005·F020·F032·F037·F046

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润

2026 财年上半年销售额为 1,737 亿日元，同比增长 9.9%；营业利润 151 亿日元，同比增长 10.5%，全年营业利润指引上调至 350 亿日元。表面上，经营杠杆已经恢复；但归属于母公司股东的上半年利润下降 14% 至 72 亿日元，揭示了利润层级之间的分化。

Fine Carbon 受益于半导体需求，却未必把销量增长全部转化为同等利润率；Smelting & Lining 的恢复则混合了 RuC 许可收入、特殊阴极需求、汇率、成本措施和减值后较低折旧。若不剔除这些因素，就会把报表恢复误认成正常化盈利。

相关研究发现：F002·F003·F006·F019·F024·F043·F045

06.2 | 泰国资产的利用率决定 Carbon Black 能否释放现金

Carbon Black 的盈利桥梁更直接：轮胎产量影响销量和设备开工率，油基原料影响采购成本，合同调价存在时滞，泰国新增资产则先带来折旧和营运负担。只有销量稳定、价格传导完成且新增资产达到合理利用率，收入规模才会转化为利润和现金。当前缺少泰国资产的独立利润、折旧后回报和正常利用率，因此无法判断这笔投入是在扩大现金引擎，还是继续加厚低回报资本。

相关研究发现：F004·F021·F034·F044

06.3 | 库存增长既可能保护供应，也可能隐藏需求风险

截至 2026 年 6 月，库存从 2025 年末约 933 亿日元增至 1,014 亿日元，应收款也上升，而现金下降。库存增加可以来自产量恢复、原料安全储备和泰国业务扩张，但也可能包含销售放缓、价格暴露或周转迟缓。由于公司未披露分部库存、实物数量、库龄、所有权、成本计量和减值准备，现阶段既不能把库存增加视作需求强劲，也不能断言它一定恶化。可以确认的是，库存与应收款已经占用现金，并提高了后续减值或现金释放的不确定性。

相关研究发现：F010·F016·F027

06.4 | 融资韧性较强，有机自由现金流仍弱

过去并购和资本开支使固定资产、商誉、库存及债务同步扩大。2025 财年营业现金流 559 亿日元，但投资现金流流出 511 亿日元，自由现金流仅 48 亿日元；2022 至 2024 年资本开支每年均超过 480 亿日元，2025 年才回落至 369 亿日元。

公司仍有 A/A+ 信用评级、864 亿日元现金和融资能力，但也使用普通债务、商业票据及 700 亿日元次级混合债券。这样的资产负债表足以支持普通周期和重组，却不能替代有机现金流。

若资本开支、营运资金和分红持续依赖资产出售或新增融资，普通股股东的经济索取权将受到挤压。

相关研究发现：F011·F016·F022·F039·F047

06.5 | 从 5.8% 到 12% 以上 ROIC 需要三重兑现

集团 2025 财年调整后 ROIC 只有 5.8%，而 2030 年目标超过 12%，这要求 Fine Carbon 和工业炉继续增长，也要求 Carbon Black 新增资产产生回报，并对持续低于 WACC 的业务进行转换、出售或退出。难点在于现有分部 ROIC 并不能完整复算，Fine Carbon 又存在少数股东归属，Smelting & Lining 及石墨电极的正常化回报尚未建立。

因而当前不能给出可靠的母公司股东口径正常化 EPS 和 FCF 区间。超过 12% 的目标不是不可能，但在看到项目回报、业务退出和现金转换之前，它仍是待验证的经营结果，而非估值输入。

相关研究发现：F008·F018·F025·F028·F029·F042

07 | 股东、役員与治理

公司董事会共有七名董事，其中两名为外部董事；提名和薪酬委员会由外部董事占多数，监事会四名成员中两名为外部成员。该架构较过去更有利于监督资本配置，削减政策性持股、设定分部 ROIC 标准和扩大股东回报也是积极行为。不过，外部董事占比仍不高，历史并购与资本开支曾形成庞大低回报资产，说明制度设计尚不能代替行为证明。治理质量的真正检验，是管理层能否按分部经济利润执行退出纪律、避免新一轮低回报并购，并在目标未达成时及时调整资本。

相关研究发现：F013

08 | 资本政策

08.1 | 回购、DOE 与减持交叉持股改善每股价值

公司推出约 150 亿日元股份回购，2026 财年每股分红预测为 40 日元，并采用约 40% 派息率与调整后 DOE 5% 下限孰高的框架。同时，公司计划把政策性持股从 2025 年末的 363 亿日元降至 2028 年末约 100 亿日元。回购、提高分红确定性和减少低效金融资产，均能提升每股索取权，也表明管理层开始从扩张资产规模转向关注资本成本。

相关研究发现：F007·F008

08.2 | 资产出售能启动回报，不能替代经营现金流

但当前回报方案部分依赖交叉持股变现和资产负债表容量，而不是已经验证的经常性自由现金流。资产出售可以一次性把沉淀资本交还股东，却不能重复产生；真正可持续的顺序应是经营现金流覆盖维护及增长资本开支后，再支持累积分红和回购。2025 财年自由现金流只有 48 亿日元，尚不足以证明长期覆盖能力。若处置收益耗尽后仍需借款维持回报，资本政策改善会转化为杠杆上升。

相关研究发现：F016·F022·F039·F047

08.3 | 是否克制下一轮并购比口号更重要

资本政策的另一半是投资纪律。2030 年 ROIC 目标只有在新增项目回报高于资本成本、低回报业务被修复或退出、且管理层不再依赖大规模并购扩张时才有意义。未来若继续披露项目级回报、减少低效资产并让净债务保持可控，当前政策可视为历史资本积累向经济利润转换的开始；若再次以更高杠杆收购，却没有先证明泰国资产、Smelting & Lining 和石墨电极的回报，则应视为股东价值修复发生逆转。

相关研究发现：F025·F047

09 | 估值与安全边际

09.1 | 21.7 倍预测盈利已计入显著恢复预期

以 2026 年 9 月 24 日收盘价 2,273 日元计算，股票约为公司预测 EPS 的 21.7 倍、账面价值的 1.43 倍，40 日元预测分红对应约 1.8% 收益率；价格距离分析师平均目标 2,350 日元仅约 3%。这与过去低于账面价值、主要依靠资产折价提供保护的状态不同。Fine Carbon 增长、重组、回购和经营恢复已经获得明显重估，市场正在预期较多成功执行，而不是仅仅预期不再恶化。

相关研究发现：F012·F017

09.2 | 估值锚已经从资产折价转向现金与经济利润

当前估值成立的条件，是集团将资本积累转化为经常性母公司股东现金，并使 ROIC 持续超过 WACC。若 Fine Carbon 维持高回报、Carbon Black 泰国资产达到合理利用率、低回报业务不再吞噬资本且股东回报转由有机现金支持，当前倍数可以得到经营兑现。反之，销售增长、交叉持股收益或一次性许可收入都不足以支撑重估，因为它们没有解决资本回报和可重复现金的问题。

相关研究发现：F008·F040·F047

09.3 | 资产负债表保护生存，不再足以保护买入价格

安全边际偏弱的核心原因，是无法建立可复现的少数股东调整后、跨周期 EPS 与 FCF 区间。Fine Carbon 利润归属、Smelting & Lining 正常化利润、石墨电极定价、泰国资产折旧后回报及维护资本开支均未完全解决。

投资级融资和流动性可以降低短期生存风险，却不能阻止盈利与估值同时下修。因此，当前价格更适合等待兑现或等待回落，而不适合仅因 PBR 仍不高就追价；更好的风险回报需要现金和 ROIC 证据增强，或估值显著下降而经营结构没有重新恶化。

相关研究发现：F011·F018·F019·F020·F025·F028·F029

10 | Kabugami 技术结构

10.1 | 两次高位失败之后，2026年首次重返历史高点区域

完整价格历史显示，东海碳素在2002年11月触及155日元历史低点，2016年低点为236日元，随后在2018年6月升至2,373日元历史高点。2018年的上涨被完全重新吸收，2020年跌至666日元；2021年反弹至1,960日元后也再次回到低位。

2022至2025年，股价主要在约741至1,387日元之间波动，并长期围绕800至1,100日元整理。2026年3月股价最低878日元，随后突破多年区间，9月24日收于2,273日元，盘中达到2,283日元，再次接近2018年高点。

当前技术问题因此非常具体：这一次离开旧区间后，能否承受一次有意义的深度回抽，而不重复2018年和2021年的完全回落。

相关研究发现：F041

10.2 | 旧低位区间失去控制，较高价格区域仍在形成

2024至2025年的低波动并非自动利好；其意义来自2026年价格重心停止下移、恢复速度加快，随后向上扩张而没有创出新高。股价从3月878日元回升至超过2021年高点，恢复速度明显快于此前长期修复过程；年内主要波动区间也从旧有800至1,100日元，先上移至约1,500至1,800日元，再扩展到约1,900至2,200日元。

年中回抽没有重新进入旧低位区间，说明旧区间对价格的重新吸收能力已经显著下降。初步可观察到1,600至2,000日元的较高运行区域，但存在时间只有数月，尚不足以认定为稳定的新长期价格吸引区。

相关研究发现：F041

10.3 | 价格先后与公开恢复同步，正面响应得以保留

纯价格状态形成后，再看公开事件响应：股价从3月低点开始改善，早于5月经营与股东回报方案的完整公开确认；5月信息推动股价进一步离开旧区间。8月5日中期业绩公布后，8月6日上涨8.3%，成交量扩大，随后多数涨幅被保留，并在9月继续升至2,000日元以上。

这个顺序属于“价格先行、随后与基本面同步”，只描述公开信息前后真实价格行为，不代表市场预先知道未公开信息。更重要的是，正面信息不再像过去那样迅速被全部回吐，显示好消息保留能力改善；但近期缺少可比的重大负面冲击，坏消息吸收能力还不能同等确认。

相关研究发现：F017·F038·F041

10.4 | 真正的确认来自深度回抽，而不是再创新高

当前纯价格状态可概括为：多年低位区间后的首次重大脱离，较高价格区域开始形成，但迁移验证尚未完成。最有力的后续确认，是多月回撤仍明显守在旧1,100日元区域之上，并在约1,600至1,900日元重新稳定；若月线有效突破2,373日元后仍能保留新高度，证据会进一步增强。

相反，持续跌破约1,500日元并重新进入800至1,100日元旧区间，或突破历史高点后迅速完全回落，都将重现过去失败脉冲的记忆并显著削弱当前判断。结构改善与接近历史高位同时存在，这正是当前技术面的主要矛盾。

相关研究发现：F026·F041

11 | 风险与催化剂

11.1 | 报表恢复可能领先于正常化盈利

最直接的盈利风险，是把临时支持当作持续盈利。Smelting & Lining 当前利润含有许可收入、特殊阴极需求、汇率及减值后较低折旧；母公司股东利润还受到税项和少数股东归属影响。若汇率恢复常态、临时需求消退而基础利润率没有接续，集团营业恢复会高估实际经济利润。相应催化剂则是 2027 财年在这些支持退去后，分部利润和 ROIC 仍能保持改善。

相关研究发现：F002·F006·F024·F045

11.2 | 轮胎、原料与库存构成同一条现金风险链

Carbon Black 的风险链条是轮胎减产或进口增加压低销量，设备开工率下降削弱固定成本吸收，原料油和物流冲击先推高库存及现金占用，合同调价再滞后进入收入。同行证据表明这些压力具有行业性。当前库存上升又放大了价格和可变现性风险。向上的催化剂不是单一销量增长，而是轮胎产量稳定、合同调价完成、泰国资产利用率提高，以及库存和应收款释放现金同时出现。

相关研究发现：F004·F010·F015·F027·F031·F036·F044

11.3 | 贸易救济是催化剂，全球过剩仍是约束

石墨电极方面，美国贸易救济和竞争对手继续关闭产能可能改善区域价格，是较近的催化剂；但中国和印度过剩产能若只是转向其他市场，全球回报仍会承压。回收炭黑项目具有技术与脱碳意义，却要等到 2032 财年才计划建设示范装置，不能抵消近期盈利风险。只有最终贸易措施、全球供给纪律和价格共同改善，石墨电极才可能从“减少损失”转为“创造价值”。

相关研究发现：F005·F009·F032·F035·F046

11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前

组合层面的主要风险，是最强业务过度集中、现金转换不足，而估值已提前反映成功。Fine Carbon 若因半导体资本开支放缓、客户集中或替代而失速，低回报业务会重新主导集团；若分红和回购继续依赖资产出售，融资韧性也会逐步转化为固定索取权压力。相反，Fine Carbon 保持高回报、项目 ROIC 得到披露、低回报业务退出、有机自由现金流覆盖股东回报，并且股价在深度回撤后仍守住较高区域，将共同强化组合转换逻辑。

相关研究发现：F011·F012·F016·F017·F023·F033·F038·F039·F040·F042·F043·F047

12 | 反常识发现

12.1 | 最强增长引擎存在少数股东价值漏损

最容易被合并报表掩盖的事实，是集团最优质的增长并不全部属于东海碳素普通股东。Fine Carbon 的 14.0%调整后 ROIC 和 AI 存储投资暴露确实优秀，但 Tokai Carbon Korea 有 49.61%的少数股东权益。于是“高回报分部增长”与“母公司每股价值增长”之间还隔着归属比例、现金上划和投入资本分配。忽略这一步，会同时高估正常化 EPS、集团 ROIC 和估值安全边际。

相关研究发现：F003·F029·F043

12.2 | 同一地缘冲击可能抬高利润却削弱现金质量

中东扰动也不是简单的单向坏消息。它会提高 Carbon Black 原料和物流成本、增加库存与营运资金，并可能中断 Smelting & Lining 运输；但同一扰动又可能促使铝冶炼客户提前采购阴极材料，并带来有利汇率。结果是某一时期合并利润可能上升，同时现金质量和正常化盈利反而变差。对东海碳素而言，地缘风险的关键不是预测油价方向，而是区分临时需求、成本传导、库存占用和可持续利润。

相关研究发现：F010·F015

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 先回答 Fine Carbon 究竟有多少真正属于母公司股东

第一优先级是建立母公司股东口径盈利。需要 Fine Carbon 按子公司和少数股东拆分的利润、现金流和投入资本，以及客户、应用和固体 SiC 聚焦环集中度、认证周期和第二供应商情况。再结合许可收入、汇率、税项和非控股权益，才能形成可复现的跨周期 EPS 与 FCF 区间。这组证据会直接改变 ROIC、估值和安全边际判断。

相关研究发现：F018·F023·F028·F048

13.2 | 分部 ROIC 将决定组合转换是否成立

第二组证据是分部经济利润：泰国 Carbon Black 在折旧和正常利用率下的增量利润与 ROIC；Smelting & Lining 剔除许可、特殊需求、汇率和减值折旧影响后的利润率；石墨电极在最终贸易措施和全球产能变化后的持续价格；以及低于 WACC 业务是否真正退出。这些数据将证明 2030 年调整后 ROIC 超过 12% 是可执行目标，还是依赖理想化假设。

相关研究发现：F019·F020·F021·F025

13.3 | 库存释放与有机派息覆盖是下一轮现金检验

第三组是现金质量。需要分部库存数量、库龄、成本基础和准备金，观察库存是随出货转化为现金，还是因需求和原料价格变化产生减值；同时应跟踪维护资本开支、汇率敏感性，以及交叉持股处置收益退出后，营业现金流能否覆盖增长投资、累进分红和未来回购。只要这组证据缺失，股东回报就仍可能是资产负债表转换，而不是持续经营成果。

相关研究发现：F010·F022·F024·F027

13.4 | 首次深度回撤比再次创新高更值得跟踪

技术面最有信息价值的下一项证据，不是股价是否立即突破 2,373 日元，而是第一次重大回撤落在哪里、持续多久、随后能否恢复。如果价格在 1,600 至 1,900 日元附近重新稳定并保持高于旧 1,100 日元区域，较高状态的可信度会明显上升；若持续跌破约 1,500 日元并重新进入 800 至 1,100 日元旧区间，则 2026 年的上涨可能再次成为被完全吸收的历史脉冲。该证据只能由未来市场路径提供。

相关研究发现：F026

14 | Kabugami 评分卡

14.1 | 财务韧性与下行防御：8.45 / 13

权重 13，贡献 8.45。投资级评级、流动性、业务分散和可变现交叉持股提供中等偏上的生存能力；但债务、商业票据、700 亿日元混合债券、营运资金上升和低自由现金流限制了下行保护。

相关研究发现：F011·F016

14.2 | 竞争优势与结构耐久性：8.40 / 14

权重 14，贡献 8.40。Fine Carbon 和部分工业炉业务具备真实工艺与客户关系优势，但 Carbon Black 和石墨电极更多受周期、成本和全球产能支配，组合层面的竞争耐久性只属中等。

相关研究发现：F003·F005

14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率：7.65 / 17

权重 17，贡献 7.65。营业利润正在恢复，Fine Carbon 回报较高，但集团 ROIC、自由现金流、营运资金和一次性利润支持尚未证明持续经济利润。这是当前基本面评分最主要的约束。

相关研究发现：F002·F008·F016

14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖：7.15 / 11

权重 11，贡献 7.15。轮胎、半导体、铝冶炼、电弧炉和工业热处理提供多元需求，但最强业务集中于半导体，Carbon Black 又受轮胎、原料和物流共同影响。

相关研究发现：F001·F004·F015

14.5 | 估值与安全边际：5.25 / 15

权重 15，贡献 5.25。约 21.7 倍公司预测盈利、1.43 倍 PBR 及接近分析师目标的价格已经包含较多执行成功预期，而少数股东调整后的正常化 EPS 和 FCF 仍不可得，安全边际偏弱。

相关研究发现：F012·F040

14.6 | 资本配置与股东回报：5.50 / 10

权重 10，贡献 5.50。回购、DOE 下限、提高分红和减持交叉持股显著改善股东取向，但从资产出售支持回报过渡到有机自由现金流支持回报的过程尚未完成。

相关研究发现：F007·F039

14.7 | 治理、所有权与管理层：3.85 / 7

权重 7，贡献 3.85。外部董事和外部成员占多数的提名、薪酬委员会改善了治理架构，但真正效果仍需由低回报业务处置、项目 ROIC 和并购克制来证明。

相关研究发现：F013

14.8 | Kabugami 技术结构：9.10 / 13；总分 55.35 / B

权重 13，贡献 9.10。旧低位状态已明显减弱，脱离、初步保留和正面事件响应均有真实价格证据；但较高区域尚未经历深度回撤，不能把旧状态弱化等同于新状态已经确立。八项贡献合计 55.35，对应 V3.2 评级 B；既定行动为重点观察／等待验证，暂不追价。本节解释已完成的评分，不重新设定权重或改写结论。

相关研究发现：F026·F041

14.9 | V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由
财务韧性与下行防御	13	8.45	投资级评级、流动性、业务分散和可变现交叉持股提供中等偏上的生存能力；但债务、商业票据、700 亿日元混合债券、营运资金上升和低自由现金流限制了下行保护。
竞争优势与结构耐久性	14	8.4	Fine Carbon 和部分工业炉业务具备真实工艺与客户关系优势，但 Carbon Black 和石墨电极更多受周期、成本和全球产能支配，组合层面的竞争耐久性只属中等。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	7.65	营业利润正在恢复，Fine Carbon 回报较高，但集团 ROIC、自由现金流、营运资金和一次性利润支持尚未证明持续经济利润。这是当前基本面评分最主要的约束。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	7.15	轮胎、半导体、铝冶炼、电弧炉和工业热处理提供多元需求，但最强业务集中于半导体，Carbon Black 又受轮胎、原料和物流共同影响。
估值与安全边际	15	5.25	约 21.7 倍公司预测盈利、1.43 倍 PBR 及接近分析师目标的价格已经包含较多执行成功预

			期，而少数股东调整后的正常化 EPS 和 FCF 仍不可得，安全边际偏弱。
资本配置与股东回报	10	5.5	回购、DOE 下限、提高分红和减持交叉持股显著改善股东取向，但从资产出售支持回报过渡到有机自由现金流支持回报的过程尚未完成。
治理、所有权与管理层	7	3.85	外部董事和外部成员占多数的提名、薪酬委员会改善了治理架构，但真正效果仍需由低回报业务处置、项目 ROIC 和并购克制来证明。
Kabugami 技术结构	13	9.1	旧低位状态已明显减弱，脱离、初步保留和正面事件响应均有真实价格证据；但较高区域尚未经历深度回撤，不能把旧状态弱化等同于新状态已经确立。八项贡献合计 55.35，对应 V3.2 评级 B；既定行动为重点观察／等待验证，暂不追价。本节解释已完成的评分，不重新设定权重或改写结论。

总分：55.35 / 100

评级：B

操作建议：WATCH / 等待验证：暂不追价。经营恢复、资本回报改善和技术结构转强值得持续跟踪，但当前估值已反映较多成功执行，而正常化母公司股东口径盈利、自由现金流、项目 ROIC 及首次深度回撤承接仍未得到证明。更有利的介入条件是现金转化和 ROIC 持续改善，或估值回落后安全边际明显扩大，同时价格仍能守住新形成的较高区域。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告为 Kabugami.jp 公开研究记录，不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价、收益保证或适合性判断；投资者可能损失部分或全部本金。

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景、技术结构或其他研究判断均可能因事实遗漏、资料时差、解释差异、模型错误、市场、流动性、信用、业务、技术、治理或资本政策变化而偏离实际结果。读者应阅读最新法定披露，并结合自身风险承受能力、资金期限及税务／法律状况独立决策。

15.1 | 数据截止、来源层级与技术观察边界

本报告以 2026 年 9 月 24 日为 Review date，经营与财务证据主要来自东海碳素公司资料、2026 财年中期业绩、Integrated Report 2026、治理及债务披露；外部交叉验证包括 SEMI、Bridgestone、Michelin、Orion、GrafTech、USITC、World Steel Association 和 IEA。市场价格与估值观察截至 2026 年 9 月 24 日收盘，技术研究使用 2002 年至该日的可得长期价格历史。

未提供 Owner 月线图，因此 Section 10 仅包含文字分析，没有虚构公开图表。

相关研究发现：F041·F042

15.2 | 重要未知、风险声明与非投资建议

公司披露无法完整解决 Fine Carbon 客户集中与母公司归属、供应商集中、维护资本开支、分部库存质量、汇率敏感性、泰国资产 ROIC、Smelting & Lining 正常化利润和少数股东调整后跨周期 EPS／FCF 等问题；这些内容保留为 UNKNOWN，而非以估算填补。分析仅用于投资研究和信息交流，不构成投资建议、收益保证或交易指令。

股价接近历史高位、周期需求、原料与物流、汇率、少数股东权益、杠杆和一次性收益均可能使实际结果偏离当前判断；投资者应结合自身风险承受能力独立决策。本报告未获得任何足以改变结论的未披露重大冲突信息。

相关研究发现：F028·F048

研究发现索引 | 阅读版

本页只列正文 00/01 已提升为核心判断入口的 9 项发现。本次研究共 48 项研究发现；正文里的 F 编号可直接跳到附录 A 的对应发现。在线查看可折叠完整索引 →

发现	对应的中文正文		
F001 · 在线	02	2.1	五类碳材料业务构成不同的利润池
F002 · 在线	01	1.1	真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复
F012 · 在线	09	9.1	21.7 倍预测盈利已计入显著恢复预期
F008 · 在线	01	1.1	真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复
F042 · 在线	01	1.1	真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复
F047 · 在线	01	1.1	真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复
F017 · 在线	01	1.2	市场已从等待恢复转向要求兑现
F038 · 在线	01	1.2	市场已从等待恢复转向要求兑现
F040 · 在线	01	1.2	市场已从等待恢复转向要求兑现

附录 A | 完整研究发现索引

纸面版按“对应中文正文 → 对普通股的含义 → 证据来源”阅读；重复的证据角色与研究域已经合并。内部英文/机器标记只作为核对记录保留，不再占据读者主视线。在线查看逐条可折叠版本 →

F001 | 02 | 2.1 | 五类碳材料业务构成不同的利润池

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；02 | 2.1 | 五类碳材料业务构成不同的利润池；14 | 14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖：7.15 / 11

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Company Overview (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/company/profile.html>) | 怎么用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么用：直接 / 支持
- Company Overview — Legal and Operating Perimeter (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/company/profile.html>) | 怎么用：直接证据；一手验证：01、03；专项深挖：01、03
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么用：直接证据；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Tokai Carbon is a globally diversified carbon-materials group whose principal economic pools are Carbon Black, Fine Carbon, Smelting & Lining, Graphite Electrodes and Industrial Furnaces, each with different cycles, margins and capital needs.
- 内部研究类型：diversified_carbon_materials_economic_identity
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：The listed share represents a diversified portfolio rather than a pure electrode exposure, and consolidated economics are not wholly attributable to the parent shareholder.
- 不确定性（原始记录）：Segment-level parent attribution remains incomplete because acquired subsidiaries and non-controlling interests complicate the consolidated perimeter.

在线打开本发现 →

F002 | 01 | 1.1 | 真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.1 | 真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复；06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润；11 | 11.1 | 报表恢复可能领先于正常化盈利；14 | 14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率：7.65 / 17

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：First-half FY2026 sales and operating profit increased and guidance rose, but recovery quality is uneven: Carbon Black remained pressured, Fine Carbon margin did not fully match volume growth, and Smelting & Lining benefited from license revenue and other temporary supports.
- 内部研究类型：current_operating_change_with_quality_divergence
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Headline operating recovery may overstate recurring parent-attributable earnings and cash generation.
- 不确定性（原始记录）：The durability of the improvement cannot yet be separated fully from licenses, FX, impairment effects and cycle conditions.

在线打开本发现 →

F003 | 03 | 3.1 | Fine Carbon 提供最高回报，也集中了最大成长风险

写入正文：03 | 3.1 | Fine Carbon 提供最高回报，也集中了最大成长风险；05 | 5.1 | 护城河集中在高纯工艺和客户认证；06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润；12 | 12.1 | 最强增长引擎存在少数股东价值漏损；14 | 14.2 | 竞争优势与结构耐久性：8.40 / 14

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么用：直接 / 支持；其他用途：反证
- Global Semiconductor Equipment Sales Forecast to Reach a Record \$229 Billion in 2028 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/global-semiconductor-equipment-sales-forecast-to-reach-a-record-229-billion-dollars-in-2028-semi-reports>) | 怎么用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Korea — Company Information (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么用：直接 / 支持
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- SEMI Projects 300mm Memory Equipment Investment to Surpass \$50 Billion in 2026 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026>) | 怎么用：直接证据；外部现实校验：03、05、11、12、28、30、35；专项深挖：03、05、11、12、28、30
- Tokai Carbon Korea Operating Capabilities and Ownership (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：01、02、05、10、24；专项深挖：01、02、05、07、10、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Fine Carbon is the strongest evidenced structural growth and return engine, supported by 14.0% FY2025 adjusted ROIC and AI-memory investment, but roughly 80% semiconductor exposure and Tokai Carbon Korea's 49.61% minority ownership materially qualify the benefit.
- 内部研究类型：high_return_growth_engine_with_attribution_leakage
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Fine Carbon can lift group economic spread, but consolidated growth overstates ordinary-shareholder value to the extent that economics accrue to minorities.
- 不确定性（原始记录）：Customer and product concentration, qualification strength and exact parent-attributable profit, cash flow and invested capital remain undisclosed.

在线打开本发现 →

F004 | 03 | 3.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务

写入正文：03 | 3.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务；04 | 4.1 | Carbon Black 有产业位置，但没有脱离周期的定价权；06 | 6.2 | 泰国资产的利用率决定 Carbon Black 能否释放现金；11 | 11.2 | 轮胎、原料与库存构成同一条现金风险链；14 | 14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖：7.15 / 11

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Orion S.A. Reports Second Quarter 2026 Earnings (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Bridgestone Announces Sale of Carbon Black Business in Thailand (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据；其他用途：反证
- Carbon Black Business Model (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/carbon_b/summary/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、19；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、19
- Financial Information at June 30, 2026 (<https://www.michelin.com/en/publications/group/financial-information-at-june-30-2026>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、03、05、08、11、12、15、28、35；反向验证：05、11；专项深挖：02、03、05、08、11、12、15、28
- Sale of Bridgestone Carbon Black Thailand to Tokai Carbon (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、07、08、09、10、20、35；反向验证：08、35；专项深挖：02、05、07、08、09、10、20
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Carbon Black remains the principal scale and potential cash engine, but weak tire production, imports, lower contractual pricing, oil-derived feedstock volatility and working-capital needs pressure margins while new Thai capacity adds depreciation and execution risk.
- 内部研究类型：scale_cash_engine_with_pass_through_and_ramp_risk
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：The largest segment must convert scale and recent investment into cash for group returns to improve; otherwise it remains a capital-intensive cyclical drag.
- 不确定性（原始记录）：The Thai asset's normalized incremental operating profit, utilization and ROIC after depreciation are unknown.

在线打开本发现 →

F005 | 04 | 4.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性

写入正文：04 | 4.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性；05 | 5.3 | 产品不可或缺，不代表供应商一定拥有经济租金；11 | 11.3 | 贸易救济是催化剂，全球过剩仍是约束；14 | 14.2 | 竞争优势与结构耐久性：8.40 / 14

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Large Diameter Graphite Electrodes from China and India — Preliminary Determinations (https://www.usitc.gov/fed_reg_notices/antidumpingcountervailing_duty_701731/large_diameter_graphite_electrodes_china_0) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、08、13、30、35；专项深挖：03、08、13、30
- World Steel in Figures 2026 (<https://worldsteel.org/wp-content/uploads/World-Steel-in-Figures-2026.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、05、08、11、12、28、35；专项深挖：03、05、08、11、12、28；同业比较：08、11；其他用途：历史
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Graphite Electrode restructuring and regional trade remedies can improve results, but durable pricing power remains unproven because Chinese and Indian capacity and exports continue to depress global returns.
- 内部研究类型：restructured_business_with_unresolved_global_oversupply
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Reduced fixed costs limit losses, but durable value creation requires industry pricing and utilization sufficient to exceed the segment cost of capital.
- 不确定性（原始记录）：Final trade duties and the degree of future global capacity discipline remain unresolved.

在线打开本发现 →

F006 | 06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润

写入正文：06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润；11 | 11.1 | 报表恢复可能领先于正常化盈利

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Oil Market Report — July 2026 (<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-july-2026>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Smelting & Lining returned to profit after impairment and restructuring, but license revenue, exceptional cathode demand, FX, cost actions and impairment-reduced depreciation make normalized value creation uncertain.
- 内部研究类型：accounting_recovery_ahead_of_normalized_economics
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Reported recovery may not translate into a durable positive economic spread or a reliable valuation contribution.
- 不确定性（原始记录）：Normalized operating margin and ROIC after removing temporary supports cannot yet be established.

在线打开本发现 →

F007 | 08 | 8.1 | 回购、DOE 与减持交叉持股改善每股价值

写入正文：08 | 8.1 | 回购、DOE 与减持交叉持股改善每股价值；14 | 14.6 | 资本配置与股东回报：5.50 / 10

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- Investor Relations FAQ — Shareholder Return Policy (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/support.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Cross-Shareholdings and Repurchase (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Stock Information and Shareholder Structure (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/information.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：21、24、26；专项深挖：21、24、26
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史
- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Long-Term Financial and Cash-Flow Data (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Tokai Carbon introduced a ¥15 billion repurchase, ¥40 dividend forecast, approximately 40% payout guideline, progressive 5% adjusted-DOE floor and major cross-shareholding reduction, but present funding relies partly on finite asset monetization rather than proven recurring free cash flow.
- 内部研究类型：enhanced_shareholder_distribution_policy
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：The package raises per-share claims and improves capital discipline, but could pressure leverage if operating cash conversion disappoints.

- 不确定性（原始记录）：Long-run organic free-cash-flow coverage after asset-sale proceeds is unproven.

在线打开本发现 →

F008 | 01 | 1.1 | 真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复

写入正文：01 | 1.1 | 真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复；06 | 6.5 | 从 5.8% 到 12% 以上 ROIC 需要三重兑现；08 | 8.1 | 回购、DOE 与减持交叉持股改善每股价值；09 | 9.2 | 估值锚已经从资产折价转向现金与经济利润；14 | 14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率：7.65 / 17

研究范围：开放研究 + 35 项覆盖检查

证据来源（14 项；重复标签已按来源合并）

- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Business Portfolio Management (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Capital Allocation and Financial Policy (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Long-Term Financial and Cash-Flow Data (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- Vision 2030 Progress and Cost-of-Capital Measures (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/plan.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、22、30、35；专项深挖：11、13、22、30
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史
- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：支持证据；其他用途：反证
- Global Semiconductor Equipment Sales Forecast to Reach a Record \$229 Billion in 2028 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/global-semiconductor-equipment-sales-forecast-to-reach-a-record-229-billion-dollars-in-2028-semi-reports>) | 怎么使用：支持证据

- Orion S.A. Reports Second Quarter 2026 Earnings
(<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：支持证据
- GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility
(<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：支持证据
- SEMI Projects 300mm Memory Equipment Investment to Surpass \$50 Billion in 2026
(<https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：03、05、11、12、28、30、35；专项深挖：03、05、11、12、28、30
- Sale of Bridgestone Carbon Black Thailand to Tokai Carbon
(<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：外部现实校验：02、05、07、08、09、10、20、35；反向验证：08、35；专项深挖：02、05、07、08、09、10、20；其他用途：反证
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment
(<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30；其他用途：反证
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality
(<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Raising adjusted ROIC from 5.8% in FY2025 to more than 12% by 2030 requires high-return growth, successful asset ramps and conversion or removal of businesses still earning below WACC; revenue growth by itself is not evidence of value creation.
- 内部研究类型：portfolio_conversion_and_economic_spread_test
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A larger group creates per-share value only if recurring consolidated and parent-attributable returns exceed the capital cost.
- 不确定性（原始记录）：Independent segment ROIC and WACC calculations are not fully reproducible, and management's willingness to exit recovering but sub-WACC businesses remains unproven.

在线打开本发现 →

F009 | 03 | 3.4 | 长期绿色期权尚远，能源与物流约束就在当下

写入正文：03 | 3.4 | 长期绿色期权尚远，能源与物流约束就在当下；11 | 11.3 | 贸易救济是催化剂，全球过剩仍是约束

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Joint Project Launched to Advance Performance Properties and Production of Recovered Carbon Black
(<https://www.bridgestone.com/corporate/news/2025012701.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Research and Development System
(<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/research/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、07、10；专项深挖：04、07、10
- Bridgestone-Tokai Carbon Recovered Carbon Black Development
(<https://www.bridgestone.com/corporate/news/2025012701.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、05、07、09、10、30、35；专项深挖：04、05、07、09、10、30
- FY2025 Materiality and Targets
(https://www.tokaicarbon.co.jp/en/sustainability/pdf/csr_management_2025.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、13；反向验证：23；专项深挖：04、06、13、23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Bridgestone-backed recovered-carbon-black project provides credible external validation, but its 5,000-ton demonstration target is not until FY2032 and remains long-duration optionality.
- 内部研究类型：long_duration_decarbonization_option
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：The project offers strategic optionality but should not support near-term normalized earnings or valuation.
- 不确定性（原始记录）：Technical equivalence, qualification, cost and commercial economics are unresolved.

在线打开本发现 →

F010 | 06 | 6.3 | 库存增长既可能保护供应，也可能隐藏需求风险

写入正文：06 | 6.3 | 库存增长既可能保护供应，也可能隐藏需求风险；11 | 11.2 | 轮胎、原料与库存构成同一条现金风险链；12 | 12.2 | 同一地缘冲击可能抬高利润却削弱现金质量；13 | 13.3 | 库存释放与有机派息覆盖是下一轮现金检验

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Carbon Black Business Model
(https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/carbon_b/summary/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、19；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、19
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality
(<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持；

外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：

02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：

02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30

- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Inventory rose to ¥101.4 billion at June 2026 while receivables increased and cash declined; the build is consistent with activity and supply protection but also increases cash and realizability risk.
- 内部研究类型：working_capital_build_with_dual_interpretation
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The build can support supply and growth, but weak demand or falling input prices could consume cash and create write-downs.
- 不确定性（原始记录）：Segment ownership, physical volume, aging, costing basis and reserves are not disclosed sufficiently.

在线打开本发现 →

F011 | 06 | 6.4 | 融资韧性较强，有机自由现金流仍弱

写入正文：06 | 6.4 | 融资韧性较强，有机自由现金流仍弱；09 | 9.3 | 资产负债表保护生存，不再足以保护买入价格；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前；14 | 14.1 | 财务韧性与下行防御：8.45 / 13

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Long-Term Financial and Cash-Flow Data (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Rating and Corporate Bonds (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/corporate_bond.html) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25、29；专项深挖：18、25、29
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同

业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Tokai Carbon retains A/A+ investment-grade ratings and substantial liquidity, but funds its capital-heavy portfolio with ordinary debt, commercial paper and ¥70 billion of subordinated hybrid bonds.
- 内部研究类型：investment_grade_but_capital_heavy_balance_sheet
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Investment-grade access supports restructuring and downturn survival, but hybrids and debt remain fixed claims against a still-low-return asset base.
- 不确定性（原始记录）：Parent-available cash, subsidiary transfer restrictions and severe-downturn cash burn are not publicly resolved.

在线打开本发现 →

F012 | 09 | 9.1 | 21.7 倍预测盈利已计入显著恢复预期

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；09 | 9.1 | 21.7 倍预测盈利已计入显著恢复预期；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前；14 | 14.5 | 估值与安全边际：5.25 / 15

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Rating and Corporate Bonds (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/corporate_bond.html) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25、29；专项深挖：18、25、29
- Tokai Carbon Analyst Consensus (https://s.minkabu.jp/stock/5301/analyst_consensus) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；专项深挖：27、31
- Tokai Carbon Historical Price and Valuation Data (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5301.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34、35；外部现实校验：29；反向验证：29；专项深挖：34
- Tokai Carbon Annual Price History (https://s.kabutan.jp/stocks/5301/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：33；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：12、27、29、31、33、34、35；其他用途：历史
- TSE 5301 Long-Horizon Price References (<https://in.tradingview.com/symbols/TSE-5301/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：33；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、29、31、33、34、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At ¥2,273, Tokai Carbon traded near 21.7 times company-forecast earnings, 1.43 times book and a roughly 1.8% dividend yield, only about 3% below the analyst target; substantial successful execution is already expected.
- 内部研究类型：rerated_execution_dependent_valuation
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Near-target and near-historical-high pricing leaves limited protection from execution misses and shifts downside support from assets to earnings and cash delivery.
- 不确定性（原始记录）：A defensible minority-adjusted through-cycle EPS and FCF range is unavailable.

在线打开本发现 →

F013 | 07 | 7.1 | 治理架构改善，最终仍要由资本配置行为验证

写入正文：07 | 7.1 | 治理架构改善，最终仍要由资本配置行为验证；14 | 14.7 | 治理、所有权与管理层：3.85 / 7

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- Corporate Governance Structure (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/governance.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23
- FY2025 Materiality and Targets (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/sustainability/pdf/csr_management_2025.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、13；反向验证：23；专项深挖：04、06、13、23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The seven-member board includes two outside directors and outside-majority nomination and remuneration committees; governance design has improved, although independence remains modest and effectiveness depends on future capital-allocation behavior.
- 内部研究类型：governance_architecture_with_execution_test
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Governance determines whether portfolio discipline and capital returns persist rather than reverse in another acquisition cycle.
- 不确定性（原始记录）：Future delivery against segment ROIC milestones and willingness to divest sub-WACC operations remain the decisive tests.

在线打开本发现 →

F014 | 03 | 3.1 | Fine Carbon 提供最高回报，也集中了最大成长风险

写入正文：03 | 3.1 | Fine Carbon 提供最高回报，也集中了最大成长风险；05 | 5.1 | 护城河集中在高纯工艺和客户认证

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Research and Development System
(<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/research/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、07、10；专项深挖：04、07、10
- FY2025 Materiality and Targets
(https://www.tokaicarbon.co.jp/en/sustainability/pdf/csr_management_2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、13；反向验证：23；专项深挖：04、06、13、23
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review
(<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2025 R&D expense reached ¥4.4 billion and 96% of domestic development spending was directed to environmental-impact reduction, supported by integrated laboratory and production capabilities.
- 内部研究类型：environmentally_focused_research_capability
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：R&D creates value only when process capability translates into qualification, pricing, market share or returns above capital cost.
- 不确定性（原始记录）：Patent quality, qualification time and commercial returns from environmental development are not quantified.

在线打开本发现 →

F015 | 03 | 3.4 | 长期绿色期权尚远，能源与物流约束就在当下

写入正文：03 | 3.4 | 长期绿色期权尚远，能源与物流约束就在当下；11 | 11.2 | 轮胎、原料与库存构成同一条现金风险链；12 | 12.2 | 同一地缘冲击可能抬高利润却削弱现金质量；14 | 14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖：7.15 / 11

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32

- Oil Market Report — July 2026 (<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-july-2026>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Middle East disruption can raise carbon-black feedstock and logistics costs, increase working capital and interrupt transport while also creating temporary cathode demand and FX benefits for Smelting & Lining.
- 内部研究类型：bidirectional_geopolitical_earnings_transmission
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The same disruption can lift one segment while damaging another, making consolidated direction ambiguous and current profit difficult to normalize.
- 不确定性（原始记录）：The net normalized contribution and currency sensitivity by segment are not disclosed.

在线打开本发现 →

F016 | 06 | 6.3 | 库存增长既可能保护供应，也可能隐藏需求风险

写入正文：06 | 6.3 | 库存增长既可能保护供应，也可能隐藏需求风险；06 | 6.4 | 融资韧性较强，有机自由现金流仍弱；08 | 8.2 | 资产出售能启动回报，不能替代经营现金流；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前；14 | 14.1 | 财务韧性与下行防御：8.45 / 13；14 | 14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率：7.65 / 17

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（13项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；其他用途：反证
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Long-Term Financial and Cash-Flow Data (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/>)

dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：

04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：

02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同
业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他
用途：历史

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Investor Relations FAQ — Shareholder Return Policy (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/support.html>) | 怎么使用：支持证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Cross-Shareholdings and Repurchase (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Vision 2030 Progress and Cost-of-Capital Measures (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/plan.html>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：11、13、22、30、35；专项深挖：11、13、22、30
- SEMI Projects 300mm Memory Equipment Investment to Surpass \$50 Billion in 2026 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：03、05、11、12、28、30、35；专项深挖：03、05、11、12、28、30
- Sale of Bridgestone Carbon Black Thailand to Tokai Carbon (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：外部现实校验：02、05、07、08、09、10、20、35；反向验证：08、35；专项深挖：02、05、07、08、09、10、20；其他用途：反证
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30；其他用途：反证
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Heavy M&A and capex created a large fixed-asset, goodwill, inventory and debt base; FY2025 free cash flow was only ¥4.8 billion, so recurring parent-attributable cash—not reported sales or gains—is the central proof still required.
- 内部研究类型：cash_conversion_constraint
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Weak cash conversion would prevent sustainable distributions and could force renewed borrowing despite accounting profit recovery.
- 不确定性（原始记录）：Normalized maintenance capex and recurring parent-attributable FCF remain unresolved.

在线打开本发现 →

F017 | 01 | 1.2 | 市场已从等待恢复转向要求兑现

写入正文：01 | 1.2 | 市场已从等待恢复转向要求兑现；09 | 9.1 | 21.7 倍预测盈利已计入显著恢复预期；10 | 10.3 | 价格先行后与公开恢复同步，正面响应得以保留；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Tokai Carbon Analyst Consensus (https://s.minkabu.jp/stock/5301/analyst_consensus) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31；专项深挖：27、31
- Tokai Carbon Historical Price and Valuation Data (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5301.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34、35；外部现实校验：29；反向验证：29；专项深挖：34
- Tokai Carbon Annual Price History (https://s.kabutan.jp/stocks/5301/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：33；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：12、27、29、31、33、34、35；其他用途：历史
- TSE 5301 Long-Horizon Price References (<https://in.tradingview.com/symbols/TSE-5301/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：33；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、29、31、33、34、35；其他用途：历史
- Tokai Carbon Daily Price History — 2026 Event Responses (<https://stockanalysis.com/quote/tyo/5301/history/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：30、31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The 2026 operating recovery and capital-return package coincided with retained positive price responses and a move out of the old base, but the higher state remains unvalidated pending a deep return test.
- 内部研究类型：fundamental_technical_timing_consequence
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Improved price acceptance supports the recovery narrative, but near-ATH positioning increases loss severity if cash and ROIC delivery disappoint.
- 不确定性（原始记录）：The first severe post-escape return has not occurred, so durability of the higher price region remains unknown.

在线打开本发现 →

F018 | 03 | 3.2 | 认证强度与母公司归属仍是增长质量的缺口

写入正文：03 | 3.2 | 认证强度与母公司归属仍是增长质量的缺口；06 | 6.5 | 从 5.8% 到 12% 以上 ROIC 需要三重兑现；09 | 9.3 | 资产负债表保护生存，不再足以保护买入价格；13 | 13.1 | 先回答 Fine Carbon 究竟有多少真正属于母公司股东

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Tokai Carbon Korea — Company Information (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么使用：直接证据
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Tokai Carbon Korea Operating Capabilities and Ownership (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：01、02、05、10、24；专项深挖：01、02、05、07、10、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: how much Fine Carbon profit, cash flow and invested capital is economically attributable to Tokai Carbon ordinary shareholders after minority interests?
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The answer could materially change normalized parent earnings, ROIC and valuation.
- 不确定性（原始记录）：No reasonable current public path provides segment profit, cash flow and invested-capital attribution between the parent and TCK minorities.

在线打开本发现 →

F019 | 06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润

写入正文：06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润；09 | 9.3 | 资产负债表保护生存，不再足以保护买入价格；13 | 13.2 | 分部 ROIC 将决定组合转换是否成立

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/>)

dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：

01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：

01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史

- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: normalized Smelting & Lining margin and ROIC after removing RuC license revenue, exceptional demand, FX and impairment-reduced depreciation.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The answer determines whether the segment has repaired its economic spread or merely its reported profit.
- 不确定性（原始记录）：Temporary license, demand, FX and depreciation effects cannot yet be isolated reliably.

在线打开本发现 →

F020 | 04 | 4.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性

写入正文：04 | 4.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性；04 | 4.3 | 贸易救济只能改善区域价格，不能独自解决全球过剩；05 | 5.3 | 产品不可或缺，不代表供应商一定拥有经济租金；09 | 9.3 | 资产负债表保护生存，不再足以保护买入价格；13 | 13.2 | 分部 ROIC 将决定组合转换是否成立

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接证据
- Large Diameter Graphite Electrodes from China and India — Preliminary Determinations (https://www.usitc.gov/fed_reg_notices/antidumpingcountervailing_duty_701731/large_diameter_graphite_electrodes_china_0) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、08、13、30、35；专项深挖：03、08、13、30
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: whether electrode trade remedies and capacity closures produce durable pricing power in a structurally oversupplied global market.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The answer determines whether restructuring creates a durable return or only a cyclical respite.
- 不确定性（原始记录）：Final trade outcomes and future global capacity discipline are not presently observable.

在线打开本发现 →

F021 | 03 | 3.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务

写入正文：03 | 3.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务；06 | 6.2 | 泰国资产的利用率决定 Carbon Black 能否释放现金；13 | 13.2 | 分部 ROIC 将决定组合转换是否成立

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Bridgestone Announces Sale of Carbon Black Business in Thailand (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Sale of Bridgestone Carbon Black Thailand to Tokai Carbon (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、07、08、09、10、20、35；反向验证：08、35；专项深挖：02、05、07、08、09、10、20
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: stabilized incremental operating profit and ROIC from the Thai Carbon Black assets after depreciation, acquisition effects, demand adjustments and pass-through lags.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A weak ramp would enlarge the low-return capital base and undermine Carbon Black's role as a cash engine.
- 不确定性（原始记录）：The combined Thai asset base has not completed a normalized operating period.

在线打开本发现 →

F022 | 06 | 6.4 | 融资韧性较强，有机自由现金流仍弱

写入正文：06 | 6.4 | 融资韧性较强，有机自由现金流仍弱；08 | 8.2 | 资产出售能启动回报，不能替代经营现金流；13 | 13.3 | 库存释放与有机派息覆盖是下一轮现金检验

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation
(<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Long-Term Financial and Cash-Flow Data
(<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Cross-Shareholdings and Repurchase
(<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review
(<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：
02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同
业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他
用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: whether normalized operating cash flow can fund maintenance and growth capex, progressive dividends and future repurchases without asset-sale proceeds.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：The answer determines whether current distributions are durable or balance-sheet conversion.
- 不确定性（原始记录）：Future cash flow after cross-shareholding proceeds are exhausted is not yet observable.

在线打开本发现 →

F023 | 03 | 3.2 | 认证强度与母公司归属仍是增长质量的缺口

写入正文：03 | 3.2 | 认证强度与母公司归属仍是增长质量的缺口；05 | 5.2 | 最高回报业务尚缺客户切换证据；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前；13 | 13.1 | 先回答 Fine Carbon 究竟有多少真正属于母公司股东

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf) | 怎么使用：直接证据
- Global Semiconductor Equipment Sales Forecast to Reach a Record \$229 Billion in 2028 (https://www.semi.org/en/semi-press-release/global-semiconductor-equipment-sales-forecast-to-reach-a-record-229-billion-dollars-in-2028-semi-reports) | 怎么使用：直接证据
- Tokai Carbon Korea — Company Information (https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php) | 怎么使用：直接证据
- SEMI Projects 300mm Memory Equipment Investment to Surpass \$50 Billion in 2026 (https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、05、11、12、28、30、35；专项深挖：03、05、11、12、28、30
- Tokai Carbon Korea Operating Capabilities and Ownership (https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：01、02、05、10、24；专项深挖：01、02、05、07、10、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: Fine Carbon concentration by customer, application and solid-SiC focus rings, and the practical strength of qualification and switching barriers.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A concentrated growth engine could reverse group ROIC rapidly if qualification or customer capex changes.
- 不确定性（原始记录）：Customer-level revenue, approved-supplier counts and switching events are not public.

在线打开本发现 →

F024 | 06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润

写入正文：06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润；11 | 11.1 | 报表恢复可能领先于正常化盈利；13 | 13.3 | 库存释放与有机派息覆盖是下一轮现金检验

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史

- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: the portion of FY2026 earnings dependent on favorable exchange rates and profit sensitivity under currency normalization.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Favorable FX could make temporary earnings appear structurally improved.
- 不确定性（原始记录）：Segment currency sensitivity is not disclosed in sufficient detail.

在线打开本发现 →

F025 | 06 | 6.5 | 从 5.8%到 12%以上 ROIC 需要三重兑现

写入正文：06 | 6.5 | 从 5.8%到 12%以上 ROIC 需要三重兑现；08 | 8.3 | 是否克制下一轮并购比口号更重要；09 | 9.3 | 资产负债表保护生存，不再足以保护买入价格；13 | 13.2 | 分部 ROIC 将决定组合转换是否成立

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Business Portfolio Management (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Capital Allocation and Financial Policy (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- Vision 2030 Progress and Cost-of-Capital Measures (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/plan.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、13、22、30、35；专项深挖：11、13、22、30
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同

业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: what evidence would prove that adjusted ROIC above 12% is achievable without another acquisition cycle or materially higher leverage.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Failure would leave the company larger without delivering a positive economic spread.
- 不确定性（原始记录）：The target depends on future project returns, portfolio exits and cash conversion.

在线打开本发现 →

F026 | 10 | 10.4 | 真正的确认来自深度回抽，而不是再创新高

写入正文：10 | 10.4 | 真正的确认来自深度回抽，而不是再创新高；13 | 13.4 | 首次深度回撤比再次创新高更值得跟踪；14 | 14.8 | Kabugami 技术结构：9.10 / 13；总分 55.35 / B

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Tokai Carbon Historical Price and Valuation Data (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5301.T/history>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：27、31、34、35；外部现实校验：29；反向验证：29；专项深挖：34
- Tokai Carbon Annual Price History (https://s.kabutan.jp/stocks/5301/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：33；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：12、27、29、31、33、34、35；其他用途：历史
- TSE 5301 Long-Horizon Price References (<https://in.tradingview.com/symbols/TSE-5301/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：33；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、29、31、33、34、35；其他用途：历史
- Tokai Carbon Daily Price History — 2026 Event Responses (<https://stockanalysis.com/quote/tyo/5301/history/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：30、31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: whether the first major post-September-2026 return will hold in the emerging higher region or repeat the full reabsorption pattern of 2018 and 2021.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：A full reabsorption would materially weaken the favorable timing and expectation interpretation.
- 不确定性（原始记录）：The required post-escape return is future price evidence and cannot be resolved at the review cutoff.

在线打开本发现 →

F027 | 06 | 6.3 | 库存增长既可能保护供应，也可能隐藏需求风险

写入正文：06 | 6.3 | 库存增长既可能保护供应，也可能隐藏需求风险；11 | 11.2 | 轮胎、原料与库存构成同一条现金风险链；13 | 13.3 | 库存释放与有机派息覆盖是下一轮现金检验

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Carbon Black Business Model (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/carbon_b/summary/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、19；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、19
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: how much of the June 2026 inventory build reflects growth or supply protection versus slow-moving or price-exposed stock.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The answer could reveal either future cash release or demand deterioration and write-down risk.
- 不确定性（原始记录）：Segment inventory, aging, physical quantity, ownership and reserves are unavailable.

在线打开本发现 →

F028 | 06 | 6.5 | 从 5.8%到 12%以上 ROIC 需要三重兑现

写入正文：06 | 6.5 | 从 5.8%到 12%以上 ROIC 需要三重兑现；09 | 9.3 | 资产负债表保护生存，不再足以保护买入价格；13 | 13.1 | 先回答 Fine Carbon 究竟有多少真正属于母公司股东；15 | 15.2 | 重要未知、风险声明与非投资建议

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfb404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32

、33、35；专项深挖：

01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：

01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史

- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Tokai Carbon Analyst Consensus (https://s.minkabu.jp/stock/5301/analyst_consensus) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31；专项深挖：27、31
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved: a defensible minority-adjusted through-cycle EPS and FCF range after normalizing temporary and non-parent items.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Without this range, intrinsic value and downside cannot be anchored confidently.
- 不确定性（原始记录）：License income, FX, taxes, Thai depreciation, cycle conditions and minority interests cannot yet be normalized into a defensible range.

在线打开本发现 →

F029 | 02 | 2.2 | 合并增长不等于普通股东全额拥有

写入正文：02 | 2.2 | 合并增长不等于普通股东全额拥有；03 | 3.2 | 认证强度与母公司归属仍是增长质量的缺口；06 | 6.5 | 从 5.8% 到 12% 以上 ROIC 需要三重兑现；09 | 9.3 | 资产负债表保护生存，不再足以保护买入价格；12 | 12.1 | 最强增长引擎存在少数股东价值漏损

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Tokai Carbon Korea — Company Information (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32

- Tokai Carbon Korea Operating Capabilities and Ownership
(<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：01、02、05、10、24；专项深挖：01、02、05、07、10、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Tokai Carbon controls 50.39% of Tokai Carbon Korea and consolidates its semiconductor-related operations, but 49.61% of that subsidiary's economics remains attributable to minority shareholders.
- 内部研究类型：controls_with_material_minority_leakage
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F030 | 03 | 3.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务

写入正文：03 | 3.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务；04 | 4.1 | Carbon Black 有产业位置，但没有脱离周期的定价权

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Joint Project Launched to Advance Performance Properties and Production of Recovered Carbon Black
(<https://www.bridgestone.com/corporate/news/2025012701.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Bridgestone Announces Sale of Carbon Black Business in Thailand
(<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Bridgestone-Tokai Carbon Recovered Carbon Black Development
(<https://www.bridgestone.com/corporate/news/2025012701.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、05、07、09、10、30、35；专项深挖：04、05、07、09、10、30
- Sale of Bridgestone Carbon Black Thailand to Tokai Carbon
(<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、07、08、09、10、20、35；反向验证：08、35；专项深挖：02、05、07、08、09、10、20

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Bridgestone validates Tokai Carbon's carbon-black capabilities through customer, technology-development and Thai-asset relationships, while also concentrating exposure to tire-industry conditions.
- 内部研究类型：customer_partner_and_asset_counterparty
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F031 | 04 | 4.1 | Carbon Black 有产业位置，但没有脱离周期的定价权

写入正文：04 | 4.1 | Carbon Black 有产业位置，但没有脱离周期的定价权；11 | 11.2 | 轮胎、原料与库存构成同一条现金风险链

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Orion S.A. Reports Second Quarter 2026 Earnings (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30
- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Bridgestone Announces Sale of Carbon Black Business in Thailand (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Orion's overlapping carbon-black results confirm that weak tire production, imports, contractual pricing, customer mix and feedstock costs are industry mechanisms rather than solely Tokai Carbon execution issues.
- 内部研究类型：externally_qualified_by_competitor
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F032 | 04 | 4.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性

写入正文：04 | 4.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性；05 | 5.3 | 产品不可或缺，不代表供应商一定拥有经济租金；11 | 11.3 | 贸易救济是催化剂，全球过剩仍是约束

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Large Diameter Graphite Electrodes from China and India — Preliminary Determinations (https://www.usitc.gov/fed_reg_notices/antidumpingcountervailing_duty_701731/large_diameter_graphite_electrodes_china_0) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：03、08、13、30、35；专项深挖：03、08、13、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：GrafTech's capacity closure supports rationalization but its evidence of continuing Chinese and Indian overcapacity contradicts any assumption that electrode pricing power is already durable.
- 内部研究类型：recovery_narrative_contradicted_by
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F033 | 03 | 3.1 | Fine Carbon 提供最高回报，也集中了最大成长风险

写入正文：03 | 3.1 | Fine Carbon 提供最高回报，也集中了最大成长风险；05 | 5.1 | 护城河集中在高纯工艺和客户认证；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- Global Semiconductor Equipment Sales Forecast to Reach a Record \$229 Billion in 2028 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/global-semiconductor-equipment-sales-forecast-to-reach-a-record-229-billion-dollars-in-2028-semi-reports>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Korea — Company Information (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么使用：直接 / 支持
- SEMI Projects 300mm Memory Equipment Investment to Surpass \$50 Billion in 2026 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、05、11、12、28、30、35；专项深挖：03、05、11、12、28、30
- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：AI, HBM, DRAM and wafer-fab investment supports Fine Carbon and furnace demand, while increasing dependence on semiconductor capital spending and a narrow set of qualified applications.
- 内部研究类型：supported_and_concentrated_by_end_market
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F034 | 03 | 3.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务

写入正文：03 | 3.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务；06 | 6.2 | 泰国资产的利用率决定 Carbon Black 能否释放现金

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Orion S.A. Reports Second Quarter 2026 Earnings (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Bridgestone Announces Sale of Carbon Black Business in Thailand (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据；其他用途：反证
- Carbon Black Business Model (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/carbon_b/summary/) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、19；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、19
- Financial Information at June 30, 2026 (<https://www.michelin.com/en/publications/group/financial-information-at-june-30-2026>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、03、05、08、11、12、15、28、35；反向验证：05、11；专项深挖：02、03、05、08、11、12、15、28
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Tire manufacturers drive Carbon Black volume and utilization, while production adjustments, imports and contract-price lags determine margin and working-capital outcomes.
- 内部研究类型：economically_driven_by_customer_group

- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F035 | 04 | 4.3 | 贸易救济只能改善区域价格，不能独自解决全球过剩

写入正文：04 | 4.3 | 贸易救济只能改善区域价格，不能独自解决全球过剩；11 | 11.3 | 贸易救济是催化剂，全球过剩仍是约束

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Large Diameter Graphite Electrodes from China and India — Preliminary Determinations
(https://www.usitc.gov/fed_reg_notices/antidumpingcountervailing_duty_701731/large_diameter_graphite_electrodes_china_0) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、08、13、30、35；专项深挖：03、08、13、30
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment
(<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30
- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes
(<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility
(<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：U.S. trade remedies could improve regional electrode pricing, but cannot by themselves remove global excess capacity or prevent exports from being redirected elsewhere.
- 内部研究类型：conditionally_supported_by_policy
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F036 | 03 | 3.4 | 长期绿色期权尚远，能源与物流约束就在当下

写入正文：03 | 3.4 | 长期绿色期权尚远，能源与物流约束就在当下；11 | 11.2 | 轮胎、原料与库存构成同一条现金风险链

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Oil Market Report — July 2026 (<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-july-2026>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Global oil, gas and logistics disruption raises feedstock, transport and working-capital volatility across Carbon Black and Smelting & Lining.
- 内部研究类型：exposed_to_input_system
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F037 | 04 | 4.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性

写入正文：04 | 4.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性；05 | 5.3 | 产品不可或缺，不代表供应商一定拥有经济租金

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- World Steel in Figures 2026 (<https://worldsteel.org/wp-content/uploads/World-Steel-in-Figures-2026.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、05、08、11、12、28、35；专项深挖：03、05、08、11、12、28；同业比较：08、11；其他用途：历史
- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：High electric-arc-furnace penetration preserves long-run electrode consumption, but durable demand does not guarantee attractive returns while electrode production capacity remains excessive.
- 内部研究类型：consumed_by_end_market
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F038 | 01 | 1.2 | 市场已从等待恢复转向要求兑现

写入正文：01 | 1.2 | 市场已从等待恢复转向要求兑现；10 | 10.3 | 价格先后与公开恢复同步，正面响应得以保留；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前

研究范围：开放研究

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Historical Price and Valuation Data (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5301.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34、35；外部现实校验：29；反向验证：29；专项深挖：34
- Tokai Carbon Annual Price History (https://s.kabutan.jp/stocks/5301/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：33；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：12、27、29、31、33、34、35；其他用途：历史
- TSE 5301 Long-Horizon Price References (<https://in.tradingview.com/symbols/TSE-5301/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：33；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、29、31、33、34、35；其他用途：历史
- Tokai Carbon Daily Price History — 2026 Event Responses (<https://stockanalysis.com/quote/tyo/5301/history/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：30、31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Price began improving before full public fundamental confirmation, then retained positive responses to the May and August 2026 disclosures; this strengthens evidence of old-state weakening but does not validate the new higher technical state or alter Pure Technical Truth.
- 内部研究类型：price_led_then_synchronized_response
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F039 | 06 | 6.4 | 融资韧性较强，有机自由现金流仍弱

写入正文：06 | 6.4 | 融资韧性较强，有机自由现金流仍弱；08 | 8.2 | 资产出售能启动回报，不能替代经营现金流；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前；14 | 14.6 | 资本配置与股东回报：5.50 / 10

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- Investor Relations FAQ — Shareholder Return Policy (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/support.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Long-Term Financial and Cash-Flow Data (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Cross-Shareholdings and Repurchase (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Stock Information and Shareholder Structure (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/information.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：21、24、26；专项深挖：21、24、26
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史
- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Cross-shareholding monetization and balance-sheet capacity currently support buybacks and dividends, but recurring organic free cash flow has not yet proven that these returns are sustainable after disposal proceeds are exhausted.
- 内部研究类型：temporarily_funds
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F040 | 01 | 1.2 | 市场已从等待恢复转向要求兑现

写入正文：01 | 1.2 | 市场已从等待恢复转向要求兑现；09 | 9.2 | 估值锚已经从资产折价转向现金与经济利润；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前；14 | 14.5 | 估值与安全边际：5.25 / 15

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（18项；重复标签已按来源合并）

- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Business Portfolio Management (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Capital Allocation and Financial Policy (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- Vision 2030 Progress and Cost-of-Capital Measures (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/plan.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、22、30、35；专项深挖：11、13、22、30
- Tokai Carbon Analyst Consensus (https://s.minkabu.jp/stock/5301/analyst_consensus) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；专项深挖：27、31
- Tokai Carbon Historical Price and Valuation Data (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5301.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34、35；外部现实校验：29；反向验证：29；专项深挖：34
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Long-Term Financial and Cash-Flow Data (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：支持证据；其他用途：反证
- Global Semiconductor Equipment Sales Forecast to Reach a Record \$229 Billion in 2028 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/global-semiconductor-equipment-sales-forecast-to-reach-a-record-229-billion-dollars-in-2028-semi-reports>) | 怎么使用：支持证据
- Orion S.A. Reports Second Quarter 2026 Earnings (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：支持证据
- GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：支持证据

- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Rating and Corporate Bonds (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/corporate_bond.html) | 怎么使用：支持证据；一手验证：18、25、29；专项深挖：18、25、29
- SEMI Projects 300mm Memory Equipment Investment to Surpass \$50 Billion in 2026 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：03、05、11、12、28、30、35；专项深挖：03、05、11、12、28、30
- Sale of Bridgestone Carbon Black Thailand to Tokai Carbon (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：外部现实校验：02、05、07、08、09、10、20、35；反向验证：08、35；专项深挖：02、05、07、08、09、10、20；其他用途：反证
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30；其他用途：反证
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The rerated valuation can be justified only if portfolio conversion produces recurring parent-attributable cash and consolidated ROIC above WACC; sales growth or temporary gains alone are insufficient.
- 内部研究类型：required_to_justify
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F041 | 10 | 10.1 | 两次高位失败之后，2026 年首次重返历史高点区域

写入正文：10 | 10.1 | 两次高位失败之后，2026 年首次重返历史高点区域；10 | 10.2 | 旧低位区间失去控制，较高价格区域仍在形成；10 | 10.3 | 价格先行后与公开恢复同步，正面响应得以保留；10 | 10.4 | 真正的确认来自深度回抽，而不是再创新高；14 | 14.8 | Kabugami 技术结构：9.10 / 13；总分 55.35 / B；15 | 15.1 | 数据截止、来源层级与技术观察边界

还不能确定：受保护的 Technical Research 结构；公开边界以其正文路由为准。

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Protected Tokai Carbon Technical Synthesis

- 内部研究类型：protected_technical_synthesis
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 公开边界：受保护 Technical Research 仅保留可追踪身份，本索引不重写其内部语义。

在线打开本发现 →

F042 | 01 | 1.1 | 真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复

写入正文：01 | 1.1 | 真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复；02 | 2.1 | 五类碳材料业务构成不同的利润池；02 | 2.2 | 合并增长不等于普通股股东全额拥有；05 | 5.2 | 最高回报业务尚缺客户切换证据；06 | 6.5 | 从 5.8% 到 12% 以上 ROIC 需要三重兑现；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前；15 | 15.1 | 数据截止、来源层级与技术观察边界

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（38 项；重复标签已按来源合并）

- Company Overview (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/company/profile.html>) | 如何使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 如何使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 如何使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 如何使用：直接 / 支持
- Company Overview — Legal and Operating Perimeter (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/company/profile.html>) | 如何使用：直接证据；一手验证：01、03；专项深挖：01、03
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 如何使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 如何使用：直接 / 支持
- Global Semiconductor Equipment Sales Forecast to Reach a Record \$229 Billion in 2028 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/global-semiconductor-equipment-sales-forecast-to-reach-a-record-229-billion-dollars-in-2028-semi-reports>) | 如何使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Korea — Company Information (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 如何使用：直接 / 支持
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/>)

- aea49369f066/140120260805509340.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- SEMI Projects 300mm Memory Equipment Investment to Surpass \$50 Billion in 2026 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、05、11、12、28、30、35；专项深挖：03、05、11、12、28、30
 - Tokai Carbon Korea Operating Capabilities and Ownership (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：01、02、05、10、24；专项深挖：01、02、05、07、10、24
 - Orion S.A. Reports Second Quarter 2026 Earnings (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持
 - Bridgestone Announces Sale of Carbon Black Business in Thailand (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据；其他用途：反证
 - Carbon Black Business Model (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/carbon_b/summary/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、19；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、19
 - Financial Information at June 30, 2026 (<https://www.michelin.com/en/publications/group/financial-information-at-june-30-2026>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、03、05、08、11、12、15、28、35；反向验证：05、11；专项深挖：02、03、05、08、11、12、15、28
 - Sale of Bridgestone Carbon Black Thailand to Tokai Carbon (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、07、08、09、10、20、35；反向验证：08、35；专项深挖：02、05、07、08、09、10、20；其他用途：反证
 - Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30；其他用途：反证
 - Oil Market Report — July 2026 (<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-july-2026>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14
 - GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持
 - Large Diameter Graphite Electrodes from China and India — Preliminary Determinations (https://www.usitc.gov/fed_reg_notices/antidumpingcountervailing_duty_701731/large_diameter_graphite_electrodes_china_0) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、08、13、30、35；专项深挖：03、08、13、30

- World Steel in Figures 2026 (<https://worldsteel.org/wp-content/uploads/World-Steel-in-Figures-2026.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、05、08、11、12、28、35；专项深挖：03、05、08、11、12、28；同业比较：08、11；其他用途：历史
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30；其他用途：反证
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Long-Term Financial and Cash-Flow Data (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Rating and Corporate Bonds (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/corporate_bond.html) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25、29；专项深挖：18、25、29
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史
- Corporate Governance Structure (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/governance.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23
- FY2025 Materiality and Targets (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/sustainability/pdf/csr_management_2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、13；反向验证：23；专项深挖：04、06、13、23
- Research and Development System (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/research/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、07、10；专项深挖：04、07、10
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Business Portfolio Management (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Capital Allocation and Financial Policy (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Vision 2030 Progress and Cost-of-Capital Measures (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/plan.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、22、30、35；专项深挖：11、13、22、30
- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- Investor Relations FAQ — Shareholder Return Policy (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/support.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Cross-Shareholdings and Repurchase (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持

- Stock Information and Shareholder Structure (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/information.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：21、24、26；专项深挖：21、24、26
- Tokai Carbon Analyst Consensus (https://s.minkabu.jp/stock/5301/analyst_consensus) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；专项深挖：27、31
- Tokai Carbon Historical Price and Valuation Data (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5301.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34、35；外部现实校验：29；反向验证：29；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable Business Portrait | Tokai Carbon's durable foundation is a diversified set of essential industrial consumables and equipment supported by process know-how, customer relationships, geographic production and investment-grade financing. Fine Carbon and Industrial Furnaces are the strongest value-creating assets; Carbon Black supplies scale but remains cyclical; Smelting & Lining and Graphite Electrodes are less damaging after restructuring but have not demonstrated durable economic spread. Self-repair comes from portfolio ROIC discipline, consolidation, divestiture, impairment recognition, asset monetization and financing access. Structural failure would arise from loss of Fine Carbon relevance, failed Thai returns, renewed acquisition-led expansion before cash proof, or persistent oversupply in weak businesses.
- 内部研究类型：durable_business_portrait
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The group can survive adverse cycles, but durable per-share value requires its strongest assets to outweigh minority leakage, fixed-capital intensity and sub-WACC businesses.
- 不确定性（原始记录）：Durability is limited by unresolved parent attribution, normalized segment returns, organic free cash flow and management's future exit discipline.

在线打开本发现 →

F043 | 03 | 3.1 | Fine Carbon 提供最高回报，也集中了最大成长风险

写入正文：03 | 3.1 | Fine Carbon 提供最高回报，也集中了最大成长风险；05 | 5.1 | 护城河集中在高纯工艺和客户认证；06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前；12 | 12.1 | 最强增长引擎存在少数股东价值漏损

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- Global Semiconductor Equipment Sales Forecast to Reach a Record \$229 Billion in 2028 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/global-semiconductor-equipment->

sales-forecast-to-reach-a-record-229-billion-dollars-in-2028-semi-reports) | 怎么使用：直接 / 支持

- Tokai Carbon Korea — Company Information (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- SEMI Projects 300mm Memory Equipment Investment to Surpass \$50 Billion in 2026 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、05、11、12、28、30、35；专项深挖：03、05、11、12、28、30
- Tokai Carbon Korea Operating Capabilities and Ownership (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：01、02、05、10、24；专项深挖：01、02、05、07、10、24
- Research and Development System (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/research/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、07、10；专项深挖：04、07、10
- FY2025 Materiality and Targets (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/sustainability/pdf/csr_management_2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、13；反向验证：23；专项深挖：04、06、13、23
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：AI-linked growth engine and parent capture | AI and advanced-memory investment raises demand for specialty graphite, focus rings, furnaces and heating elements, supporting utilization and margins; semiconductor concentration and TCK minorities reduce durability and parent capture.
- 内部研究类型：cross_domain_growth_transmission
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：This is the clearest route to higher group ROIC, but not all consolidated growth belongs to Tokai Carbon ordinary shareholders.
- 不确定性（原始记录）：The duration of the AI-memory cycle and exact parent-attributable economics remain unresolved.

在线打开本发现 →

F044 | 03 | 3.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务

写入正文：03 | 3.3 | Carbon Black 必须从规模业务变成现金业务；06 | 6.2 | 泰国资产的利用率决定 Carbon Black 能否释放现金；11 | 11.2 | 轮胎、原料与库存构成同一条现金风险链

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（11 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Orion S.A. Reports Second Quarter 2026 Earnings (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Bridgestone Announces Sale of Carbon Black Business in Thailand (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据；其他用途：反证
- Carbon Black Business Model (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/carbon_b/summary/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、19；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、19
- Financial Information at June 30, 2026 (<https://www.michelin.com/en/publications/group/financial-information-at-june-30-2026>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、03、05、08、11、12、15、28、35；反向验证：05、11；专项深挖：02、03、05、08、11、12、15、28
- Sale of Bridgestone Carbon Black Thailand to Tokai Carbon (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、07、08、09、10、20、35；反向验证：08、35；专项深挖：02、05、07、08、09、10、20
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史
- Oil Market Report — July 2026 (<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-july-2026>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Carbon Black volume-to-cash engine | Tire production drives volume and fixed-cost absorption; feedstock and contract lags drive margins and inventory; Thai capacity creates scale only after depreciation and ramp costs are absorbed.
- 内部研究类型：cross_domain_operating_cash_chain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Carbon Black must become a dependable cash generator rather than merely the largest revenue segment.
- 不确定性（原始记录）：Thai utilization, pass-through lag and normalized asset returns are unknown.

在线打开本发现 →

F045 | 06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润

写入正文：06 | 6.1 | 营业利润恢复快于母公司股东利润；11 | 11.1 | 报表恢复可能领先于正常化盈利

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Oil Market Report — July 2026 (<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-july-2026>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Smelting recovery versus normalization risk | Middle East disruption and aluminum activity can lift precautionary cathode demand while also raising logistics and energy volatility; FX, licenses and reduced depreciation accelerate reported recovery ahead of economic proof.
- 内部研究类型：competing_explanations_structure

- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The segment should not receive full normalized valuation credit until recurring returns exceed WACC.
- 不确定性（原始记录）：Current evidence cannot distinguish durable recovery from temporary demand and accounting effects.

在线打开本发现 →

F046 | 04 | 4.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性

写入正文：04 | 4.2 | 石墨电极减少了损失，却尚未恢复行业经济性；05 | 5.3 | 产品不可或缺，不代表供应商一定拥有经济租金；11 | 11.3 | 贸易救济是催化剂，全球过剩仍是约束

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Large Diameter Graphite Electrodes from China and India — Preliminary Determinations (https://www.usitc.gov/fed_reg_notices/antidumpingcountervailing_duty_701731/large_diameter_graphite_electrodes_china_0) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、08、13、30、35；专项深挖：03、08、13、30
- World Steel in Figures 2026 (<https://worldsteel.org/wp-content/uploads/World-Steel-in-Figures-2026.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、05、08、11、12、28、35；专项深挖：03、05、08、11、12、28；同业比较：08、11；其他用途：历史
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Electrode restructuring inside global oversupply | Chinese and Indian capacity and exports depress global pricing; Tokai Carbon restructuring reduces fixed costs, while U.S. remedies can improve regional realization without resolving global oversupply.
- 内部研究类型：industry_restructuring_and_policy_chain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Loss exposure is lower, but durable high returns require broader supply discipline rather than tariffs alone.
- 不确定性（原始记录）：Global capacity discipline and final trade measures remain unresolved.

在线打开本发现 →

F047 | 01 | 1.1 | 真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复

写入正文：01 | 1.1 | 真正需要验证的是资本转换，不是收入恢复；06 | 6.4 | 融资韧性较强，有机自由现金流仍弱；08 | 8.2 | 资产出售能启动回报，不能替代经营现金流；08 | 8.3 | 是否克制下一轮并购比口号更重要；09 | 9.2 | 估值锚已经从资产折价转向现金与经济利润；11 | 11.4 | 最大风险是预期走在现金证明之前

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（22 项；重复标签已按来源合并）

- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Long-Term Financial and Cash-Flow Data (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他用途：历史
- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Investor Relations FAQ — Shareholder Return Policy (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/support.html>) | 怎么使用：直接 / 支持

- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Cross-Shareholdings and Repurchase (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Vision 2030 Progress and Cost-of-Capital Measures (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/plan.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、22、30、35；专项深挖：11、13、22、30
- SEMI Projects 300mm Memory Equipment Investment to Surpass \$50 Billion in 2026 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：03、05、11、12、28、30、35；专项深挖：03、05、11、12、28、30
- Sale of Bridgestone Carbon Black Thailand to Tokai Carbon (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：外部现实校验：02、05、07、08、09、10、20、35；反向验证：08、35；专项深挖：02、05、07、08、09、10、20；其他用途：反证
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30；其他用途：反证
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30；其他用途：反证
- Stock Information and Shareholder Structure (<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/information.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：21、24、26；专项深挖：21、24、26
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Business Portfolio Management (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Capital Allocation and Financial Policy (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Global Semiconductor Equipment Sales Forecast to Reach a Record \$229 Billion in 2028 (<https://www.semi.org/en/semi-press-release/global-semiconductor-equipment-sales-forecast-to-reach-a-record-229-billion-dollars-in-2028-semi-reports>) | 怎么使用：支持证据
- Orion S.A. Reports Second Quarter 2026 Earnings (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：支持证据
- GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：支持证据

- Rating and Corporate Bonds (https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/corporate_bond.html) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25、29；专项深挖：18、25、29
- Tokai Carbon Analyst Consensus (https://s.minkabu.jp/stock/5301/analyst_consensus) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；专项深挖：27、31
- Tokai Carbon Historical Price and Valuation Data (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5301.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34、35；外部现实校验：29；反向验证：29；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：From capital accumulation to economic-spread conversion | Past M&A and capex enlarged assets, goodwill, inventory and debt while depressing FCF and ROIC. Capex normalization, restructuring and utilization must now create recurring cash. Cross-shareholding sales and financing capacity support near-term distributions, but only organic FCF and enforced ROIC-WACC discipline can make the conversion durable.
- 内部研究类型：capital_conversion_and_self_repair_system
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Portfolio discipline can repair historical value leakage; renewed low-return expansion would reverse that repair.
- 不确定性（原始记录）：Maintenance capex, organic payout coverage and management's future acquisition restraint remain unknown.

在线打开本发现 →

F048 | 13 | 13.1 | 先回答 Fine Carbon 究竟有多少真正属于母公司股东

写入正文：13 | 13.1 | 先回答 Fine Carbon 究竟有多少真正属于母公司股东；15 | 15.2 | 重要未知、风险声明与非投资建议

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（28 项；重复标签已按来源合并）

- Tokai Carbon Korea — Company Information (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么使用：直接证据
- FY2026 Second-Quarter Financial Results — Balance Sheet, Segment and Accounting Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、12、14、15、16、17、18、19、21、25、26、28、29、32、35；反向验证：22；专项深挖：05、12、14、15、16、17、18、19、21、22、25、26、28、29、32
- Tokai Carbon Korea Operating Capabilities and Ownership (<https://www.tck.co.kr/eng/company/index.php>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：01、02、05、10、24；专项深挖：01、02、05、07、10、24
- Consolidated Financial Results for the Second Quarter of FY2026 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/cd02a02b/2e4a/45c9/8363/aea49369f066/140120260805509340.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Smelting & Lining and Graphite Electrodes (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据

- Integrated Report 2026 — Portfolio, History and Capital Structure Research (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、03、05、08、09、10、11、12、14、16、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33、35；专项深挖：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、11、12、13、14、15、16、18、20、21、22、23、25、26、28、30、32、33；同业比较：01、02、03、04、05、06、07、08、09、10、13、14、15、18、23、33；其他用途：历史
- GrafTech Announces Planned Closure of Monterrey Graphite Electrode Facility (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接证据
- Large Diameter Graphite Electrodes from China and India — Preliminary Determinations (https://www.usitc.gov/fed_reg_notices/antidumpingcountervailing_duty_701731/large_diameter_graphite_electrodes_china_0) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：03、08、13、30、35；专项深挖：03、08、13、30
- GrafTech Capacity Closure and Global Overcapacity Assessment (<https://ir.graftech.com/investors/news/news-details/2026/GrafTech-Announces-Planned-Closure-of-Monterrey-Graphite-Electrode-Facility/default.aspx>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、08、09、12、16、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30、35；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、13、15、16、28、30
- Bridgestone Announces Sale of Carbon Black Business in Thailand (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Sale of Bridgestone Carbon Black Thailand to Tokai Carbon (<https://www.bridgestone.com/corporate/news/pdf/2025070701.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、07、08、09、10、20、35；反向验证：08、35；专项深挖：02、05、07、08、09、10、20
- Orion Q2 2026 Rubber Carbon Black External Reality (<https://investor.orioncarbons.com/financial-press-releases/press-releases-details/2026/Orion-S-A--Reports-Second-Quarter-Earnings/default.aspx>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、06、08、09、12、15、16、19、28、35；反向验证：02、03、05、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30、35；专项深挖：02、03、05、06、08、09、10、12、15、16、19、20、28、30
- FY2026 Second Quarter Earnings Presentation (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/0fed03f5/4982/402e/83da/f37c244a7bb2/20260805155403463s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Long-Term Financial and Cash-Flow Data (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Cross-Shareholdings and Repurchase (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- Integrated Report 2026 — Ten-Year Financial, Capex and Cash-Flow Review (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：

04、17、20、22、28；反向验证：26、27、31、33、35；专项深挖：

02、04、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、27、28、31、32、33；同
业比较：02、05、12、15、16、17、18、19、20、21、22、25、26、28、32、33、35；其他
用途：历史

- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Carbon Black and Fine Carbon Strategies
([https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/
dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf](https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf)) | 怎么使用：直接证据
- Global Semiconductor Equipment Sales Forecast to Reach a Record \$229 Billion in
2028 ([https://www.semi.org/en/semi-press-release/global-semiconductor-equipment-
sales-forecast-to-reach-a-record-229-billion-dollars-in-2028-semi-reports](https://www.semi.org/en/semi-press-release/global-semiconductor-equipment-sales-forecast-to-reach-a-record-229-billion-dollars-in-2028-semi-reports)) | 怎么使用：直
接证据
- SEMI Projects 300mm Memory Equipment Investment to Surpass \$50 Billion in 2026
([https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-
investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026](https://www.semi.org/en/semi-press-release/semi-projects-300mm-memory-equipment-investment-to-surpass-50-billion-dollars-in-2026)) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：
03、05、11、12、28、30、35；专项深挖：03、05、11、12、28、30
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Business Portfolio Management
([https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/
dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf](https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf)) | 怎么使用：直接证据
- Tokai Carbon Integrated Report 2026 — Capital Allocation and Financial Policy
([https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/
dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf](https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS04435/afd5caf5/a7de/43d0/8f15/dbfbd404ff7b/20260901092411282s.pdf)) | 怎么使用：直接证据
- Vision 2030 Progress and Cost-of-Capital Measures
(<https://www.tokaicarbon.co.jp/en/ir/plan.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
11、13、22、30、35；专项深挖：11、13、22、30
- Tokai Carbon Historical Price and Valuation Data
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/5301.T/history>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：
27、31、34、35；外部现实校验：29；反向验证：29；专项深挖：34
- Tokai Carbon Annual Price History
(https://s.kabutan.jp/stocks/5301/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接证据；一手验
证：34；外部现实校验：33；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：
12、27、29、31、33、34、35；其他用途：历史
- TSE 5301 Long-Horizon Price References ([https://in.tradingview.com/symbols/TSE-
5301/](https://in.tradingview.com/symbols/TSE-5301/)) | 怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：33；反向验证：34；专项深挖：
34；同业比较：27、29、31、33、34、35；其他用途：历史
- Tokai Carbon Daily Price History — 2026 Event Responses
(<https://stockanalysis.com/quote/tyo/5301/history/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：34；
专项深挖：34；同业比较：30、31；其他用途：历史
- Carbon Black Business Model
(https://www.tokaicarbon.co.jp/en/products/carbon_b/summary/) | 怎么使用：直接证据；
一手验证：02、03、05、06、08、09、10、19；专项深挖：
02、03、05、06、08、09、10、19
- Tokai Carbon Analyst Consensus (https://s.minkabu.jp/stock/5301/analyst_consensus) |
怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31；专项深挖：27、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：High-value unresolved evidence boundaries | The unresolved questions are retained as explicit limitations rather than converted into assumptions. Highest-value

future evidence is parent-attributable segment cash and capital, normalized margins, project ROIC, organic payout coverage, inventory quality and the first severe post-escape price return.

- 内部研究类型：research_debt_portfolio
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股含义（原始记录）：Opposite answers could materially alter normalized earnings, valuation, durability, payout safety or the current thesis, but no further reasonable cutoff-eligible public research path remains.
- 不确定性（原始记录）：These questions lack a reasonable current public-resolution path or require future operating and price evidence.

在线打开本发现 →

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。