8078 阪和興業株式会社（Hanwa Co., Ltd.）

Kabugami V3.2 55.57/100 · B

这家公司是做什么的

阪和興業株式会社（Hanwa Co., Ltd.，东证8078）主营钢铁贸易，同时经营能源与生活资材、再生金属、原料金属、食品等商品流通业务，并通过海外销售子公司在海外开展贸易。

最近亮点

2027年3月期第一季度（FY3/2027 Q1）营业利润同比增长41.0%至206亿日元，经常利润增长35.6%至190亿日元，但增长来自能源/生活资材与再生金属，钢铁经常利润反而下降13.6%至84亿日元；8月31日…

资料截止 2026-10-30 · 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、投资勸诱、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	Claude 研究
研究日期	2026-10-30
研究规则版本 SHA	a029db4e229adbd27f45f3933a997249ce8d2b67
评分版本	V3.2
发布源 SHA	97948d9d68aaa4aaa95612a03621529d24b22276
交付代码版本 SHA	9e06dcc5a89e47a24eaa90d5ea1395683157f345
交付运行时指纹	2602446d7ce949535e8f178fbf279f5caa1a94e2d89d790554c72b6ab9946cf6
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	e4b66c43-f6d6-5aaf-acf4-32b3d7520da1
Canonical 快照 ID	fcb5dd00-86a2-590e-b9ef-21cbc2912ed4
Canonical 研究日期	2026-10-30
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	8078

先看研究要点

为什么值得研究	规模在日本独立钢铁贸易商中排第一；资产负债表在 FY3/2020 亏损后得到修复（权益比率 35.3%，Net DER 0.6 倍，JCR 评级 A/稳定）；股息底线（DOE）由 2.5%提高到 3.5%；2026 年的价格回撤变浅、恢复变快，8 月 7 日业绩日的涨幅被保留。
最需要担心什么	价格已经计入接近公司预测的复苏（约 0.81 倍 PBR、约 8.9 倍预测 PER），而利润回升主要来自商品价格，现金转化、ASG 的资本回报、Samancor（铬铁矿冶炼权益）的减值尾部风险都可能同时拖累每股价值；这几项都还无法用公开资料量化。
Kabugami 现在怎么看	Kabugami 评分 55.57（V3.2），评级 B，行动：维持持有/观察，不追加。我们判断阪和兴业是周期性、薄利、靠资产负债表管理风险的贸易商，正常化经常利润大致在 520–620 亿日元，现价已大体反映这一水平；上行取决于证明 750 亿日元的计划目标以及新增资本回报高于 8–9%的权益成本，而 ASG 的负债与商誉、Q1 利润中价格/库存效应的占比、剔除营运资金后的现金流、Samancor 的有效经济份额目前均无法确认，因此这是一个有条件、把握中等偏低的判断。数据截至 2026 年 10 月 23 日收盘，评审日为 2026 年 10 月 30 日。

01｜投资问题与当前结论

01.1｜股价已经计入复苏，真正要证明的是 750 亿日元的经常利润目标

理解阪和兴业，先要回答一个问题：以 2026 年 10 月 23 日 1,825 日元的价格，市场还在为什么付钱？按流通股口径，PBR 约 0.81 倍；按公司预测 EPS 206 日元，PER 约 8.9 倍；股息率约 3.6%。这样的倍数看上去便宜，但价格已经对应接近公司预测的正常化盈利，所以剩下的悬念不是“会不会复苏”，而是复苏能不能走到新的高度。

新的中期计划把 FY3/2029 的经常利润目标定在 750 亿日元。FY3/2026 的实际是 523 亿日元，目标比它高约 43%，也高于此前的最高值（FY3/2023 的 643 亿日元）。公司上一期计划同样有一个 700 亿日元的目标，实际只做到 523 亿日元；钢铁经手量目标 1700 万吨，实际 1433 万吨。上一期兑现的是 ROE、评级和还元目标，没有兑现的是利润和数量。对一个以周转和资本管理见长的公司，这个纪录提示：把 750 亿日元当成基准情形需要打折扣。

目前有证据的新增贡献来源是 ASG、海外并购、电池材料和 Samancor 恢复，但它们都还没有产生可观收益，各自能贡献多少也没有量化。我们的当前结论因此偏向持有而非追加：评分 55.57（V3.2），评级 B。这个结论的把握只有中等，因为一致预期（经常利润约 613 亿日元）和分析师平均目标价（2,030 日元，区间 1,680–2,300 日元）都高于公司预测和现价，是与“已被充分定价”相反的证据。

相关研究发现：F025·F038

01.2｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

ASG 把这个问题具体化：公司是否能把资本投入到回报高于 8–9%权益成本的地方。ASG 一次性占用约 361 亿日元（2.26 亿美元），占用的正是同一块杠杆空间，而它的收益只能覆盖 750 亿日元目标缺口（约 227 亿日元）的约 30%，并且还要先扣融资成本、购买价格分摊（PPA）摊销、税和 49.9%的少数股东份额，所以 ASG 单独无法完成目标。细节见资本政策一章。

再评级到 1 倍 PBR 需要两个条件同时成立：经常利润持续高于 600 亿日元，且 ROE 至少比资本成本高 3 个百分点。当前 ROE 为 9.44%，比资本成本高不到 2 个点。换句话说，价格已经付过的是“复苏”，没有付的是“升级”。

最能推翻上行判断的三件事是：营运资金吸走现金、ASG 的商誉或少数股东条款不利、Samancor 在铬铁价格下跌中再次减值。三者可以同时发生，因为它们争夺同一块资产负债表缓冲。

相关研究发现：F072·F073·F080·F081·F082·F083·F088·F092·F095

02｜公司本质与商业模式

02.1｜一家按价差赚钱、钢铁约占七成利润的独立贸易商

阪和兴业（阪和興業／Hanwa Co., Ltd.）是以钢铁为核心的独立商社，在日本钢铁贸易商中销售额和营业利润均排第一。FY3/2026 销售额约 2.66 万亿日元，营业利润 584 亿日元（利润率 2.2%），经常利润 523 亿日元，净利润 383 亿日元。钢铁占销售额约 38.5%，却贡献了调整前经常利润的约 70%；其余业务是能源/生活资材、再生金属、原料金属、食品和海外销售子公司。

2.2%的利润率意味着生意的本质是价差而不是溢价：在约 2.66 万亿日元的销售规模上，利润率每变动 0.1 个百分点，大致对应 27 亿日元的营业利润。销售额随商品价格涨落，利润则随价差涨落，因此销售规模本身几乎不能说明赚了多少钱。每吨价差、各分部的营运资金强度和客户集中度，公司都没有披露。

相关研究发现：F001

02.2｜合并报表里的利润，并不都属于普通股东

在报表上，ASG 和 Nihon Minami-A Chrome 按 100%并入现金流，但普通股东只享有其中约 50.1%；Samancor 的权益法收益位于营业利润之下。所以合并利润会高估归属于普通股东的经济利益，ASG 的营业利润经少数股东调整后只有大约一半真正属于 Hanwa 股东。集团共有 107 家子公司和 37 家联营公司，但相关公司明细表未能以文本形式取得，少数股东权益的净额和 Samancor 的有效持股比例都没有提取到。

这一点对每股价值的意义在估值一章继续展开；这里要记住的是，讨论 Hanwa 的盈利能力时，口径应当是“归属于普通股东”而非“合并”。

相关研究发现：F043·F074

02.3｜耐久性来自周期性的资产负债表修复，不来自利润率

决定这家公司长期结果的慢变量有六个：商品/钢铁价格周期与约 2%的价差；在 2.7–3.0 万亿日元周转上的营运资金强度；杠杆与评级空间（权益比率 35%，Net DER 0.6 倍，A 评级，500 亿日元混合贷款按 50%计权益）；资本投放的节奏与质量；ROE/ROIC 与 8–9%权益成本之间的差距；以及通过 Samancor 暴露的铬铁与南非电力经济。

它的强项是规模领先；多商品、多地区的结构在 FY3/2026 钢铁销售下降 7.2%时仍由其他分部补位，使钢铁利润依然增长；FY3/2020 亏损后权益比率由 26%升到 35%、Net DER 由 0.8 倍降到 0.6 倍；政策持股在减少；DBJ 和 JOGMEC 这样的伙伴分担资本负担；DOE 股息底线让分红可预期。自我修复的路径是商品价格下跌时营运资金释放、币种匹配借款和对冲、约 4330 亿日元净资产（其中约 670 亿日元是可逆的估值/换算项目）、政策持股出售以及回购和分红的弹性，而不是靠提价或利润率修复。

这个组合更像一个耐用但周期性强、回报偏薄的分销网络。弱点和可能的断裂条件放在护城河一章。

相关研究发现：F094

03｜产品、客户与供应链

03.1｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险

阪和兴业对南非铬铁企业 Samancor Chrome 的持股是分层的：直接持有 9%，加上持有 50.1%的 Nihon Minami-A Chrome（该公司持有 Samancor 的 20%，另一半 49.9%属于 JOGMEC）。2017 年披露的直接加间接经济持股是 19.02%，2020 年披露的表决权为 33.5%。这笔投资还附带每年最多 40 万吨铬铁运往日本的供应权，是不锈钢和特殊钢的原料保障，也是公司少数真实的结构性优势。

代价在 FY3/2020 体现：Samancor 减值使权益法亏损约 349 亿日元（其中采矿权账面价值约 273 亿日元被减值），公司全年净亏损。因此该持股同时是原料保障和尾部风险，而且普通股东的经济份额低于 33.5%这个表决权数字；当前账面价值与有效份额没有提取到，两个方向的敏感度都无法量化，这是研究中的一项高优先级缺口。

相关研究发现：F012·F051·F055·F056·F059·F091

03.2｜2026 年的方向相反的力量：电价下降，铬铁价格也在下降

2026 年的外部证据有两股相反的力量。成本侧，Eskom 与 NERSA 确定的电价为 62 南非分/千瓦时（2025 年底为 1.36 兰特/千瓦时），5 月 29 日获批、6 月 1 日生效，最长五年。

Samancor 取消了裁员程序，计划在六月下旬起约六个月内重启全部冶炼厂。价格侧，2026 年第 4 季度欧洲铬铁基准价降至 152 美分/磅（较上季度下降 2.6%，较第 2 季度下降 5.6%），中国钢厂下调 10 月招标价，Merafe 预计 2026 年产能利用率只有 25–29%。

权益法结果已从 FY3/2025 的+26 亿日元变成 FY3/2026 的-17 亿日元，Q1 亏损缩窄约 3 亿日元。我们的推断（把握度只有 0.45）是：FY3/2027 的复苏将是部分的、由数量而非价格带动的；电价下降使重启可行，却不足以抵消铬铁价格走弱，中国也存在供应过剩。电价下降是反方证据，使这个判断留有向上空间。Samancor 因此是非经营收益里最大的摇摆因素，而不是计划目标可以放心记入的一块。

相关研究发现：F013·F014

03.3｜供应商、客户与新的关键矿物选择权，还缺哪些事实

钢铁分销的利润取决于钢厂的配货和价格公式，但钢厂供应条款、前几大供应商占比、客户集中度和大型项目储备都不公开；日本制铁持有公司 1.42%股份，可能同时是主要供应商，条款未被验证。已被文件证实的唯一关键依赖是 Samancor 的铬铁供应权，我们没有找到合理的外部路径去补这个缺口，所以供应格局的稳定性只能说“未被观察到风险”，不能说“已确认稳固”。

另一个未量化的选项是 2026 年 5 月 13 日与加拿大 KAP Minerals 签署的非约束性备忘录：框架是为长期包销谈判，第一阶段由 Hanwa 购入并分销来自安大略省北部项目的磷酸盐与稀土精矿，并发展下游供应链。没有约束性包销、数量或资本投入披露，电池材料被一家二手来源描述为高不确定性的押注，所以不应把它记入 750 亿日元目标的实质贡献。

相关研究发现：F045·F047·F060·F061

04｜竞争格局与产业关系

04.1｜钢铁需求持平，利润基础盘没有增长引擎

钢铁是利润基础盘，但需求在平稳中。日本经济产业省（METI）对 2026 年第 3 季度（10–12 月）的粗钢当量需求预测为 2067 万吨，较上一季度上升 2.9%，是两个季度来首次回升；日本钢铁联盟（JISF）预计 2026 年度国内需求持平，建设与制造业均持平。METI 此前对第 1 季度的预测为同比下降 1.5%，中国和东南亚需求疲弱，贸易措施的影响仍在。

这与 Q1 的钢铁表现相符：Q1 钢铁销售额仅增长 0.9%，经常利润下降 13.6%，原因是大型建设项目推进较少。需求传导方向是日本钢铁用户（建设、钢结构、制造）到 Hanwa 的钢铁销售和工程项目，因此 METI 预期回升只能算对利润的小幅缓冲，不构成增长引擎。

相关研究发现：F015·F066

04.2｜与冈谷钢机相比：规模第一，利润率并不第一

最近的可比独立同业是冈谷钢机（Okaya，7485，FY2/2026）。Hanwa 的营业利润率 2.2%低于冈谷的 3.5%，ROE 却是 9.4%对 6.9%；冈谷的钢铁分部利润率为 2.9%，分部销售额下降 7%，其利润率改善来自非钢铁分部。Hanwa 的领先是规模领先，不是利润率领先。

只有这一个同业有可检索的分部数据；金松商事（Kanematsu）只出现在估值对比表里（分析师平均评级 4.5，对 Hanwa 为 3.8），Metal One 没有可比披露，钢厂系贸易商在财务上不可比，所以 Hanwa 在利润率、ROIC 和营运资金强度上的相对位置，只能说“相对一家同业”，并不能说已在整个行业中验证。

相关研究发现：F016·F046·F064·F065

04.3｜印尼的少数股权：小而不确定

Hanwa 通过 PT Hanwa Indonesia 持有印尼电炉钢厂 PT Garuda Yamato Steel（原 Nusantara Baja Profil）15%的股权，大股东 Yamato Kogyo 持 80%，交易规模约 3.4 亿美元；钢厂粗钢产能 100 万吨/年，轧钢能力 90 万吨/年。这是一个海外制造业的小比例敞口，也是一条在印尼的销售通道，但利润贡献没有披露，目前无法判断它对计划目标的作用。

相关研究发现：F032·F063

05｜护城河判断

05.1｜没有可观察的定价权：规模领先不等于护城河

护城河判断偏弱。我们找不到客户侧的切换成本证据；营业利润率 2.2%低于冈谷的 3.5%；税前 ROIC 从 FY3/2022 的 14.8%降到 FY3/2026 的 10.3%；过去三个中期计划里，“そこか”（即时交付、小批量、加工）战略和海外投资共贡献约 98 亿日元利润，投资回报率约 5.6%，低于 8–9%的权益成本；公司也没有有意义的研发线，技术只通过加工和 ASG 的制造间接体现。唯一较窄的真实优势是最多 40 万吨/年的铬铁供应权。

所以要把 Hanwa 当作一个薄利分销特许经营，而不是一个有保护的利润池。在下行周期里，回报更可能回到资本成本附近。客户留存和钱包份额没有被观察到，因此这是基于回报数据和历史作出的判断，而不是由客户证据确认的判断。

相关研究发现：F039

05.2｜回报只比资本成本高 1–2 个百分点，护城河的缺位由此变成数字

ROE 9.44%（公司口径 10.9%）和税前 ROIC 10.3%，只比 8–9%的权益成本高 1–2 个百分点；公司计划的 ROE 目标是 12%以上。ROE 高于冈谷来自周转和杠杆（净利率约 1.4%对 2.6%，ROE 倍数约 6.6 倍对约 2.6 倍），而不是利润率质量，所以它放大现金释放，也放大现金吸收。

这解释了为什么本报告把每股价值的关键放在新增资本的回报上：现有特许经营留给股东的“超额”很薄，增量资本只有显著高于过去的回报才能提高每股价值。

相关研究发现：F075·F089

05.3｜弱点、依赖与可能的不可逆断裂

结构性弱点包括：没有可证明的定价权；国内钢铁需求持平；利润和经营现金流随价格和营运资金摆动（五年间经营现金流从-2808 亿日元到+2842 亿日元）；上一期计划未达成；Samancor 尾部风险；ASG 交易结构（少数股东、债务贷款、PPA）大部分不透明；增值投资约 5.6%的回报。

依赖关系是：当前利润上行依赖商品价格；基础盘依赖钢厂和建设项目；Samancor 依赖 Eskom/NERSA 与铬铁需求；ASG 依赖 DBJ 和美国非住宅建设；Net DER 约 1.0 倍的空间依赖评级机构和贷款人。可能的不可逆断裂有三种：Samancor 大额减值与营运资金吸收同时发生并危及 A 评级或分红底线；对海外收购付价过高，商誉或少数股东条款长期压低 ROE；失去钢厂或客户关系（条款未被观察到）。

目前这些都没有发生。证据支持的是一个耐用但周期性的、回报偏薄的贸易商，每股结果主要由资本配置纪律决定。

相关研究发现：F094

06｜财务质量与现金流

06.1｜Q1 利润反弹：由价格推动，不是钢铁推动

FY3/2027 Q1 的数字很亮眼：营业利润同比增长 41.0%至 206 亿日元，经常利润增长 35.6%至 190 亿日元，净利润增长 15.1%至 115 亿日元，销售额增长 12.3%。但拆开来看，增长来自能源/生活资材（经常利润 56 亿日元，去年同期 25 亿日元）和再生金属（26 亿日元，去年同期小额亏损）在非铁金属和原油价格上涨时的贡献；钢铁经常利润下降 13.6%至 84 亿日元。

Q1 分部销售额增长：钢铁+0.9%，再生金属+36.4%，能源/生活资材+32.2%，海外子公司+19.4%。

这意味着这次反弹不如钢铁主导的复苏可靠：它可以随商品价格以及库存/对冲效应逆转。Q1 利润中库存收益或价格效应的占比无法从公开资料中分离，资料也没有解释净利润增幅（15.1%）小于经常利润增幅（35.6%）的原因。

相关研究发现：F002

06.2｜钢铁利润与钢铁销售背道而驰，说明利润池彼此独立

FY3/2026 的分部经常利润为：钢铁 387 亿日元（+16.7%，同期钢铁销售额-7.2%）、能源/生活资材 85 亿日元、海外子公司 55 亿日元、食品 30 亿日元、再生金属 13 亿日元、原料金属-1 亿日元。整体经常利润下降 12.5%，原因是再生金属恶化、人事费增加，以及 Samancor 权益法收益转为亏损（上半年原料金属-12 亿日元，上年同期+34 亿日元）。钢铁在销量名义下降时利润上升，Q1 又反向变化（-13.6%）。

这对读者意味着：钢铁的“七成利润”并不稳定，销售额增减几乎不能预测利润；每吨价差和项目进度没有披露，所以钢铁价差为何在 FY3/2026 变厚，原因未知。

相关研究发现：F041

06.3｜销售额越大，占用的现金越多：从价格上涨到营运资金

商品价格上涨一方面抬高利润，另一方面抬高应收和库存，使利润与现金分离。FY3/2027 的销售计划是 3.0 万亿日元，应收、库存等营运资金基数大致每上涨 1%需要占用约 80 亿日元，与一个季度的净利润处于同一量级。销售额主要是价格和数量的假设，数量与价格的拆分没有披露，本调查也没有研究总额/净额（本人/代理）的列报问题。

同一价格变化对不同分部方向不同：再生金属在 FY3/2026 前九个月因为对冲库存价格风险的衍生品估值损失，出现 20.5 亿日元的亏损。所以上行周期里利润可以增长，现金却被吸走，同时一个分部受益而另一个分部受损。

相关研究发现：F042·F070·F087

06.4｜743 亿日元的经营现金流，是约 289 亿日元的营运资金释放撑起来的

FY3/2026 经营现金流 743 亿日元（上年 101 亿日元），约为净利润 383 亿日元的两倍，看起来像强劲的现金年。但其中应收款与合同资产释放 184 亿日元、应付款增加 156 亿日元，库存占用 52 亿日元，合计释放约 289 亿日元；FY3/2025 则占用约 292 亿日元。上半年经营现金流为+391 亿日元，对比上年同期的-44 亿日元；FY3/2026 自由现金流为 635 亿日元。

更长的历史说明这个数字有多不可靠：FY3/2022 经营现金流-2808 亿日元，FY3/2023+2842 亿日元，FY3/2024 为 182 亿日元。因此 FY3/2026 的自由现金流不能当作计划的资金基础，它是可逆的时点现象，而不是干净的“利润变现”。Q1 和上半年 FY3/2027 的现金流量表尚未公布，分部层面的营运资金也没有披露。

相关研究发现：F008

06.5｜计划需要的现金流，比近两年实际高出 25–45%

中期计划所称 1700 亿日元的“基础经营现金流”不含营运资金变动，合理比较的是每年约 570 亿日元，对照剔除营运资金后的近似水平：FY3/2025 约 390 亿日元、FY3/2026 约 450 亿日元，也就是要求提高 25–45%。这个剔除营运资金后的数字是我们按披露数据推算的，不是公司披露值（把握度 0.55），发行体对 1700 亿日元的定义和可持续性也没有确认。

用途一侧，计划投资 1600 亿日元加股东回报 550 亿日元共 2150 亿日元，比基础现金流多出约 450 亿日元，缺口只能来自政策持股出售、借款或营运资金释放。这笔缺口如何占用同一块杠杆空间，在资本政策一章展开。

相关研究发现：F009·F050

06.6｜资产负债表：缓冲扎实，但母公司可用现金和债务期限不明

2026 年 3 月末，有息负债 3571 亿日元，净负债 2714 亿日元，现金 855 亿日元，权益比率 35.3%，Net DER 0.6 倍（把 500 亿日元混合贷款的 50%计入权益则为 0.5 倍）。混合贷款 2059 年到期，自 2024 年 3 月起五年后可赎回，评级 BBB+；公司长期评级 JCR A/稳定。借款按资产币种匹配，并使用掉期和远期。FY3/2020 亏损后权益比率由约 26%升到 35%。

在这套结构下，Net DER 约 1.0 倍的上限意味着，ASG 之前约 1600 亿日元的净负债能力，ASG 约 360 亿日元后降到约 1250 亿日元。但这个上限以 A 评级为前提，也受营运资金影响：同一个业务在

FY3/2022 吸收了 2810 亿日元的经营现金，所以按 3.0 万亿日元销售规划的商品上行周期会很快消耗这段空间。评级机构的容忍度和契约条款没有被观察到（把握度 0.5）；债务期限结构和母公司可自由使用的现金（相对于子公司或受限现金）也没有取得。

投资有价证券从 1163 亿日元升到 1450 亿日元，但其未实现收益、变现税务成本和供应权状况没有披露，在获得这些信息之前，不能把证券总额当成普通股东的下行保护。

相关研究发现：F010·F011·F053·F068

06.7｜ROE 为什么不等于护城河：周转与杠杆，以及两种口径

Hanwa 的净利率约 1.4%（383 亿日元/2.66 万亿日元），冈谷约 2.6%，Hanwa 的 ROE 却更高，净利率到 ROE 的倍数约 6.6 倍对约 2.6 倍。这是周转和适度杠杆的结果：薄利、高周转、中等杠杆的模式，对营运资金和商品冲击更敏感。（以一个同业比较为基础，把握度 0.55。）

报告里的两个 ROE 数字对应不同的权益基数。383 亿日元除以平均总权益（3830 亿日元到 4275 亿日元）得到 9.44%；除以平均股东权益（剔除估值/换算项目，3396 亿日元到 3602 亿日元）约为 10.9%。

两者约 670 亿日元的差额主要是未实现证券收益和汇率换算，可以反转。12%的 ROE 目标和 3.5%的 DOE 底线看起来采用的是股东权益口径：每股 66 日元、约 1.933 亿流通股，对应约 128 亿日元，约为 3600 亿日元的 3.5%。

这一口径是我们的推断（把握度 0.6），发行体没有明确说明。

结果是：8–9%资本成本之上只剩 1–2 个点的利差，预期 ROIC 又在下降（14.8%到 10.3%），这套结构对下行几乎没有缓冲。

相关研究发现：F017·F018·F019·F075·F089

07｜股东、董事与治理

07.1｜没有控股股东，也没有激进股东压力

股权分散，没有控股股东：Japan Master Trust 11.39%，库存股 8.10%（第二大持有者），供应商持股会 5.74%，Japan Custodian 4.76%，员工持股会 2.70%，三井住友银行 1.80%，日本制铁 1.42%。以上为 2026 年 3 月 31 日的拆股前数据。这意味着公司没有来自控股股东或活动家的外部推动，管理层兑现计划的纪律必须来自内部。

同时，供应商持股会和日本制铁既是股东，又可能是供应商，这种重叠对价差的影响不明。

相关研究发现：F024

07.2｜治理制度完整，但激励是否对应每股价值，还没有证据

治理框架包括以外部董事主导的提名和报酬流程（2026 年 7 月的治理报告显示已合并为一个委员会）、对执行董事的业绩联动报酬和限制性股票（拆股后每年上限 25 万股）、对外部董事只发基本报酬，以及由董事会审查的继任计划。

管理层的兑现记录是混合的：上一期计划在 ROE、评级和还元目标上超额，但经常利润（523 亿日元对 700 亿日元）和钢铁数量（1433 万吨对 1700 万吨）没有达成，所以管理层对周转型指标比对利润指标更有兑现能力。激励的具体 KPI、董事会独立性比例和关联交易没有提取到，这使得"激励是否奖励规模而非每股价值"无法判断。

相关研究发现：F023·F024

07.3｜政策持股：减少的口号与增加的动作并存

政策持股占净资产的比例从 FY3/2023 的 21.7%降到 FY3/2026 的 15.7%，期间出售了 62 只，价值 122 亿日元，新目标是 10%（不含带供应权的持股）。但投资有价证券在 FY3/2026 从 1163 亿日元升到 1450 亿日元，10 月又把 Nakayama 的持股提高到 20%。从治理角度看，这说明减持目标的执行并非单向，具体分析放在资本政策一章。

相关研究发现：F020

08｜资本政策

08.1｜ASG：历史上最大的一笔并购，条款是什么

ASG（Associated Steel Group，美国预制金属建筑）于 2026 年 8 月 31 日交割：Hanwa 经 HAMCO 持有 50.1%，日本政策投资银行（DBJ）新设的特殊目的公司持有 49.9%。100%口径的参考价格为 3.47 亿美元（约 560 亿日元），而 ASG 2025 年销售额 343 亿日元、营业利润约 68 亿日元、净资产-13 亿日元。

Hanwa 披露的总投资额为 2.26 亿美元（约 361 亿日元），明确包含为偿还 ASG 及其子公司现有借款而提供的贷款，HAMCO 的资本增至 2.75 亿美元。FY3/2027 的预测仍不含 ASG，商誉和购买价格分摊（PPA）仍在评估。

这是公司历史上最大的并购，也是向制造业和海外并购转型的第一次大考。

相关研究发现：F004·F057

08.2｜从价格到杠杆：我们对这笔钱怎么花的还原，只是算术

2.26 亿美元比 3.47 亿美元的 50.1%（约 1.74 亿美元）高出不少，至少部分原因是 Hanwa 通过公司间贷款为 ASG 偿还借款。一种自洽的分解是：3.47 亿美元为包含债务偿还的总对价，由此推出 ASG 现有债务约 1 亿美元（约 160 亿日元），DBJ 出资约 1.2 亿美元。这是算术重构，不是披露的拆分，把握度 0.5。它的意义在于：标题价格里包含类似债务的负担，实际入场倍数和杠杆要据此重新看待。

相关研究发现：F005

08.3｜ASG 到底能给目标贡献多少

ASG 约 20%的营业利润率约是 Hanwa 集团利润率的九倍，在 560 亿日元的参考价格上大约是 8 倍 EBIT；如果这是周期高点的利润，8 倍并不便宜。按约七个月并入 FY3/2027、100%合并计算，可能增加约 30–40 亿日元营业利润（预测未含），尚未扣除融资成本、PPA 摊销、税和 49.9%的少数股东份

额；按全年算，约占 FY3/2026 经常利润与 750 亿日元目标之间 227 亿日元缺口的 30%，所以 ASG 单独无法填平缺口。

（把握度 0.5；ASG 没有预测，峰值与正常利润率未知。）

对普通股东来说，更重要的是归属口径：少数股东分走近一半后，ASG 营业利润对每股的贡献大约减半。

相关研究发现：F006

08.4｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款

ASG 把一家资本密集的美国制造业务带给普通股东，暴露点包括：美国非住宅建设周期、关税与钢材投入品传导、账面净资产为负、自 2012 年起由私募股权整合而成的历史、DBJ 49.9%少数股东的退出条款未披露，以及尚未确定的商誉/PPA。日本钢铁需求的证据也表明关税已经影响到钢铁用户。ASG 自身的关税风险与价格传导、市场份额都没有找到资料。

如果回报不足，商誉和少数股东条款会长期压低 ROE。DBJ 的看跌/看涨安排、治理权利和退出机制属于保密条款，后续披露之前只能把它视为潜在的买断负债。DBJ 的共同投资降低了 Hanwa 的出资和份额，同时也构成一个少数股东主张。

相关研究发现：F007·F044·F049·F058·F067

08.5｜过去的增值投资回报只有约 5.6%，是对并购转向的反证

过去三个中期计划里，增值型战略和海外投资贡献约 98 亿日元利润，回报约 5.6%，低于 8–9%的权益成本（ROI 口径取自发行体概述，ASG 的增量 ROIC 未知）。这是对“资本更重的扩张会创造价值”的直接反证。除非 ASG 和后续海外并购的回报明显高于历史水平，否则并购转向不会自动提高每股价值。

相关研究发现：F040·F076

08.6｜同一块杠杆空间要被多次使用

计划使用额超过基础经营现金流约 450 亿日元，缺口来自政策持股出售、借款或营运资金释放，三者最终都占用同一个 Net DER 约 1.0 倍的空间。ASG 占用约 360 亿日元，再加上其他并购、分红底线和营运资金吸收，这块空间不是可以重复花的“免费额度”。营运资金的占用在计划假设里没有被单独建模，这是该预算的薄弱点。

相关研究发现：F009·F011·F071

08.7｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

FY3/2027 每股股息 66 日元（33 日元加 33 日元，拆股后；FY3/2026 等价为 58 日元），DOE 底线由 2.5%提高到 3.5%，总还元性向目标约 40%，500 亿日元以内的回购授权有效期至 2026 年 12 月 31 日，截至 6 月末已执行约 21.2 亿日元，均价约 1,750 日元。FY3/2026 总还元约 56%，包括 100 亿日元回购（分红约占 EPS 的 30%，回购约占净利润的 26%）。

按计划，66 日元股息（约 128 亿日元）加 50 亿日元回购约 178 亿日元，约占预测净利润 400 亿日元的 45%，低于 FY3/2026 实际支付的约 210 亿日元（56%）。所以“强化”的标题提高的是可预测性，不是金额；除非回购规模上调，日元总返还会下降（把握度 0.55）。6 月以后的回购进度未知，DOE 和 ROE 目标的口径（股东权益还是总权益，流通股还是发行股）以及库存股注销政策也没有被发行体明确，这些都影响底线是真实提高还是只是更可预测。

相关研究发现：F026·F027·F052·F077·F078·F079·F090

08.8｜政策持股减少与 Nakayama 增持：两个相反的动作

10%的新目标意味着约 250 亿日元的释放，是一笔小而真实的资金来源。但同一时期，投资有价证券增加了约 290 亿日元；2026 年 10 月 2 日 Hanwa 把 Nakayama Steel Works（5408）的持股从 12.78%提高到 20.0%（1376 万股），大量持股报告 10 月 5 日被受理。

这一步使政策型钢铁持股升到 20%的联营公司门槛，与“带有供应权的持股不在 10%目标内”的说法一致，同时增加了一个战略性的供应/电炉钢持股。具体的问题是：付了多少钱、从 20%起是否按权益法核算、是否带有供应权从而被排除在 10%目标之外。这些都没有找到资料，这一推断的把握度只有 0.4。在得到答案之前，这项动作是否是真实减持，我们只能把它看作一个张力：目标说减，实际在增。

相关研究发现：F020·F021·F022·F062

09｜估值与安全边际

09.1｜低 PBR 不是论点：折价对应的是低于理想的回报

以 2026 年 10 月 23 日的 1,825 日元计算，PBR 约 0.81 倍（Q1 每股净资产 2,258 日元，流通股口径），PER 约 8.9 倍（公司预测 EPS 206 日元），股息率约 3.6%。年初至今股价约+29.5%，一年+47%，三年+109%。折价对应的是 ROE 只比资本成本高 1–2 个百分点、商品周期和资本配置不确定性，而不是被忽略的资产。

参考的另一边：一致预期经常利润约 613 亿日元高于公司预测 570 亿日元，分析师平均目标价 2,030 日元（区间 1,680–2,300 日元），基于 PBR 的公允价值模型给出约 1,823 日元，大致公平。没有 DCF，同业倍数只有部分。

相关研究发现：F028·F080·F081·F092

09.2｜现价隐含的是什么，再评级需要什么

以 1,825 日元和约 1.933 亿流通股计算，市值约 3530 亿日元，约为预测净利润 400 亿日元的 8.8 倍，也约为 FY3/2023–26 平均净利润 434 亿日元的 8.1 倍。价格已经计入接近公司预测的正常化盈利水平。要把 PBR 推向 1 倍，需要证据表明经常利润持续高于 600 亿日元，且 ROE 至少比资本成本高 3 个百分点（把握度 0.5；一致预期高于公司预测，是相反证据）。

正常化经常利润大致可以放在 520–620 亿日元：FY3/2022–26 的平均 575 亿日元（627、643、483、597、523 亿日元），FY3/2027 公司预测 570 亿日元，一致预期约 610 亿日元，而 Q1 的年化水平被价格效应抬高了。要到 750 亿日元，需要比五年平均高出约 175 亿日元，来自 ASG（营业利润层面约 40–70 亿日元，未扣融资）、亚洲/美国海外并购、电池材料和 Samancor 恢复，但目前都没有产生收益。

隐含的 EPS 约 215–230 日元。这一区间的把握度只有 0.45。

相关研究发现：F018·F029·F030·F043·F074

09.3｜Q1 进度 33.4%：预测偏保守，还是价格效应会回吐

Q1 经常利润占未变的 570 亿日元全年预测的 33.4%，上年同期是 26.8%，FY3/2025 同期是 20.7%；FY3/2026 第 2 季度的比较基数较弱（98 亿日元），一致预期（609–613 亿日元）已高于公司预测。可能的解释有两个：预测偏保守；或者 Q1 含有价格/库存效应，之后回吐。

现有证据无法区分（把握度 0.55），反证是 FY3/2026 第 3 季度的对冲亏损，说明价格波动也会伤害利润。因为 Q1 的价格驱动水平会抬高运行率，所以不应对其资本化，这一不确定性已经计入 520–620 亿日元的区间。

这件事还没有确切答案：Q1 中库存收益或价格效应与数量、价差的拆分，是目前最高优先级的缺口，只有 H1 业绩点评才可能给出线索。

相关研究发现：F003·F048·F069

09.4｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义

每股数据不连续，口径影响判断。2026 年 4 月 1 日实施 1 拆 5：FY3/2026 的 EPS 在拆股前是 965.65 日元，拆股后是 193.13 日元，股息 290 日元对 58 日元。

库存股占发行股的 8.1%，所以每股净资产在流通股基础上是 2,258.41 日元，在发行股基础上约 2,063 日元（4366 亿日元/2.1166 亿股），PBR 由 0.81 倍变成 0.88 倍；各数据商的每股净资产（约 2,020、2,198、2,258 日元）也因分母不同而不同。因此相对估值判断需要先固定分母。

在此基础上看价格路径：2025 年股价由 996 日元（约 0.55 倍发行股每股净资产）升到 1,434 日元（约 0.71 倍），而 FY3/2026 经常利润下降 12.5%，再评级来自对资本政策、拆股和新计划的预期，不是已实现的盈利。Q1 是利润第一次部分追上的季度，下一步取决于预测上修和现金转化，而不是估值是否便宜。这一时序判断的把握度为 0.5。

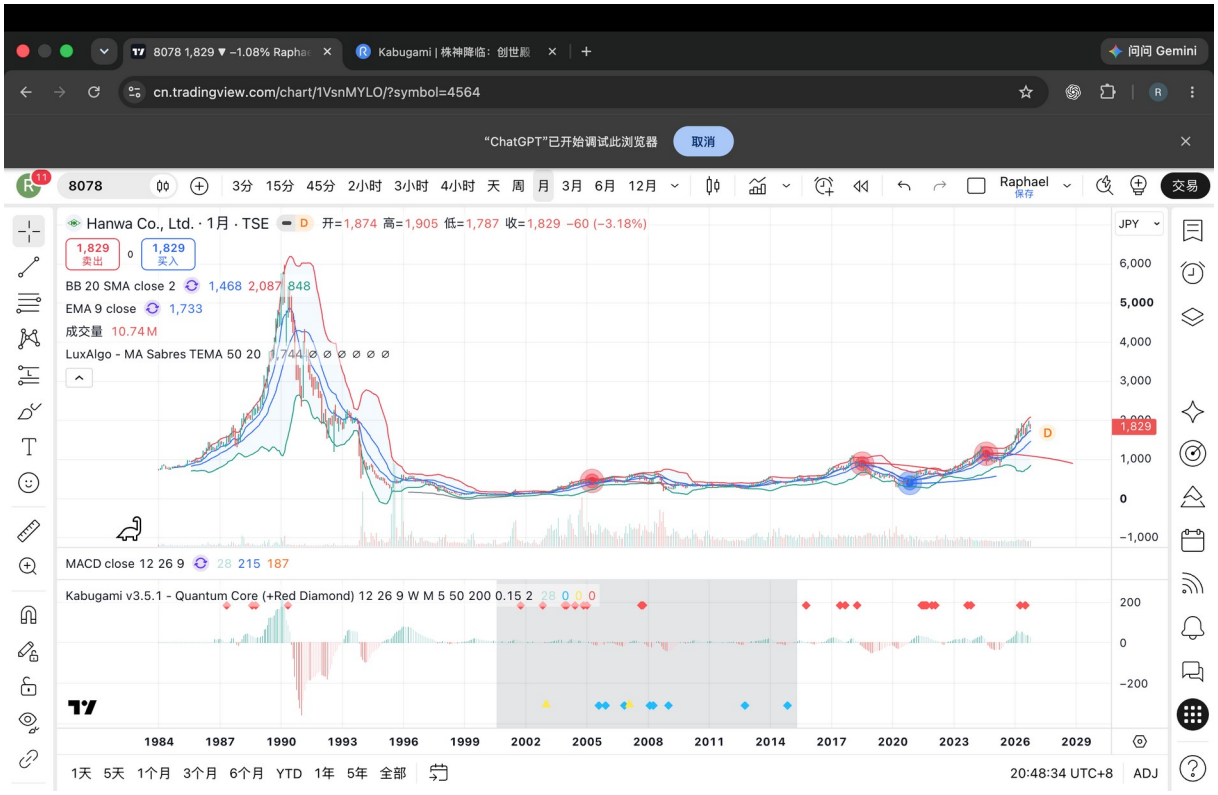
相关研究发现：F031·F035·F085·F086·F093

09.5｜下行保护有限，因为缓冲正是风险共用的那一块

可能同时发生的下行机制包括：3.0 万亿日元销售计划和商品价格上行带来的营运资金占用；对冲库存价格风险的衍生品估值损失；Samancor 的铬铁价格和减值尾部（FY3/2020 权益法亏损 349 亿日元）；以及 ASG 和海外并购的回报低于 8–9%的权益成本。主要缓冲是资产负债表（权益比率 35.3%、A 评级、混合贷款）。没有做过压力测试，债务期限结构也未知，所以下行保护不能被当作已经证明；低估值本身不等于安全边际。

相关研究发现：F037

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

Owner 图后绑定说明： 本次 Review 的 Research / Technical 在无 Owner 图条件下完成；本图是在该 Review 冻结后按同一 Review 身份补绑定，仅用于最终公开展示。文中关于“未继承／未分配 Owner Media”“无图”或 text-only 的表述均描述研究冻结时点，不代表最终页面仍无图；Research Truth 、Technical 、Score 、Review 日期与历史身份均未因此改变。

10.1 | 10.1 从 186 日元到 1,987 日元：当前价格在三十年历史中的位置

阪和兴业 1963 年 8 月上市。公司股价在 2008 年 10 月触及 186 日元的低点，此后在 2010 年代大致处于 500–1,100 日元区间，2020 年降到 287 日元，2021 年起呈台阶式上升。

按拆股调整后的年度收盘价：2017 年 1,042 日元，2018 年 566 日元，2019 年 575 日元，2020 年 553 日元，2021 年 652 日元，2022 年 749 日元，2023 年 999 日元，2024 年 996 日元，2025 年 1,434 日元。

2026 年的路径是：1 月 5 日低点 1,438 日元，2 月 27 日高点 1,802 日元，3 月 30 日低点 1,461 日元，5 月 29 日高点 1,927 日元，6 月区间 1,643–1,912 日元，9 月 2 日高点 1,987 日元，10 月 16 日收盘 1,889 日元，10 月 23 日收盘 1,825 日元。

野村的研究报告称，接近 2,000 日元是自 1992 年 1 月以来 34 年的最高水平，所以真正有意义的历史高位区域在 1992 年之前，这部分价格资料无法取得，也就无法映射；我们也没有完整的日线序列、长期均线或 2007 年之前的历史，这些限制使技术判断的置信度只有中低。数据观察日为 2026 年 10 月 23 日。

相关研究发现：F033·F097

10.2｜10.2 核心问题：这是被保留下来的迁移，还是第三次会被吸回的冲高

这只股票自己的技术问题是：经历 2018 年和 2024 年两次被完整回吐的冲高之后，2025–26 年上升到 34 年高位，究竟是回撤更浅、恢复更快的被保留迁移，还是一次旧的较低区域在预期落空时会再次吸回的脉冲？

路径特征解释了为什么要这么问。2018–2020 年收盘在 553–575 日元之间长期走平；随后的两次大冲高——2018 年 1 月的 1,114 日元回到 12 月的 498 日元，2024 年 5 月 29 日的 1,354 日元回到 2025 年 4 月 7 日的 801 日元（8 月 5 日已先到 869 日元）——都回到了冲高起点之下。

2025 年 4 月以后路径变成更快、低点更高的上行，回撤依次为约 19%、15%，最近一次是约 8%（从 9 月 2 日的 1,987 日元到 10 月 23 日的 1,825 日元）。回撤幅度的变化是：2018 年约-55%，2024–25 年约-41%，2026 年-19%和-15%；从 2025 年 4 月低点到 2026 年 9 月高点涨幅约 128%。

相关研究发现：F034·F097

10.3｜10.3 回抽越来越浅，恢复越来越快，但还只有一轮完整检验

关键证据是价格离开之后回到了哪里、停留了多久。2024 年冲高之后价格完整回到了 801–869 日元，在冲高起点之下；2026 年的几次回撤只回到了前一个平台的上沿：3 月到 1,461 日元，6 月到 1,643 日元，都没有回到旧的 500–1,030 日元区域。

恢复一半跌幅所需时间也在缩短：2025 年约 12 周（月收盘 6 月底 1,088 日元）；2026 年 3 月低点之后约 2.5 周（4 月 16 日前）；6 月低点之后约 1–2 周（7 月 8 日，盘中 1,795 日元；6 月低点的确切日期没有取得）。8 月 7 日业绩日价格由 1,756 日元收于 1,821 日元（约+3.7%），成交量是该窗口内最高的 745,500 股，次日最低 1,769 日元，其后收盘都高于 1,771 日元，涨幅被保留。

这说明旧的 500–1,030 日元区域的回复约束明显减弱。2018 年和 2024 年两次失败脉冲也仍然是重要的记忆：市场曾两次在高位卖出，所以这次要证明第三次不同的门槛更高。

但要注意：负面冲击的响应无法检验，2026 年没有出现明确的负面基本面冲击；9 月 29 日单日下跌 4.2%（收盘 1,846 日元，前收 1,926 日元）没有已识别的原因，它是否说明响应不对称发生了变化，目前未知。

相关研究发现：F034·F097

10.4｜10.4 新的运行区间正在形成，但离长期记忆水平仍然很远

年度收盘的重心已从约 560 日元（2018–20 年）迁移到约 1,000 日元（2023–24 年）、1,434 日元（2025 年）和约 1,800 日元以上（2026 年）。价格目前反复在约 1,640–1,990 日元一带稳定，3 月和 6 月两次回抽对旧平台上沿 1,694 日元的守护只是部分的（6 月收于 1,694 日元，盘中 1,643 日元），所以更高区域正在形成，但尚未被证明。2026 年 1–4 月的 1,438–1,694 日元底部区间如今位于价格之下。

压缩方面，8 月到 10 月日内波幅约 1.5–3%，方向多次切换，是 9 月 2 日高点之后的高位整理，而不是低波动的蓄势。长期记忆方面，一个粗略代理是 2021–25 年年度收盘的五年平均，约 966 日元，价格接近该水平的 1.9 倍，长期记忆仍远低于价格，说明历史记忆的分散还没有收敛。长期均线、MACD 和时间窗口结构因没有完整日线序列而无法计算，这些传感器在取得完整序列后才能提供增量信息。

因此结构矛盾是：回撤和恢复行为在改善，价格处于数十年高位，但长期记忆水平远低于价格，价格对PBR仍低于1倍的估值水平也未形成共识。

相关研究发现：F097

10.5｜10.5 价格与基本面的时序：价格走在盈利前面，业绩日的响应被保留

在纯价格状态已经独立形成之后，再把公开事件放进来，只是为了看价格如何响应。2025年的上涨是价格领先：股价由996日元升到1,434日元，同期FY3/2026经常利润下降12.5%。

5月12日的业绩与新计划公布之后，5月上涨约17%，到5月29日见到1,927日元；6月回吐10.5%，而这发生在6月30日ASG公告之前，所以不能归因于该事件。8月7日Q1业绩是利润第一次部分追上价格，其响应是保留而不是超出此前高点的扩张。

8月31日ASG交割之后，9月2日出现1,987日元的高点，随后回撤约8%到10月23日的1,825日元。

这个时序描述的是“价格在公开确认之前先动了”，不能推断市场知道未公开信息，也不能用基本面的好转去证明技术状态。它对当前状态的含义是：再评级已经在盈利之前发生，后续的价格支撑需要靠预测上修和现金转化来确认；价格的恶化会由独立的技术线来读取。这个时序判断的把握度为0.5。

相关研究发现：F085·F086·F093·F097

10.6｜10.6 当前技术状态、确认条件与失效条件

纯价格状态：在数十年高位上处于迁移验证的早中期，更高的低点和变短的恢复支持价格区域上移，但上升幅度相对长期记忆水平很大，且在新高度上只观察到一轮完整回撤（3–4月和5–7月）。技术置信度为中低。

确认条件：回撤中月收盘守住约1,700日元之上（高于4月高点和6月收盘）；再出现10%以上的回撤，约六周内收复一半跌幅；价格创出1,987日元以上的新高，且回撤浅于6月的15%。

失效或降级条件：月收盘跌破约1,643日元（6月低点）并回到1,440–1,700日元的旧底部区间；回撤后收复一半跌幅的时间延长到十周以上；业绩日的正面脉冲在几天内被完全吐回，表明旧区域重新吸收价格。

相关研究发现：F034·F097

11｜风险与催化剂

11.1｜最近的检验：11月6日的上半年业绩（晚于本次评审日）

最近的催化剂是2026年11月6日公布的FY3/2027上半年业绩，晚于本次评审日，其结果属于下一次评审。它要回答的是：ASG并入、较高的非铁金属价格和FY3/2026第2季度偏弱的比较基数（经常利润98亿日元）能否带来预测上修；Q1的强势是预测偏保守，还是价格和库存效应的短期回吐。

这个答案决定预期差是否收敛，同时也是最可能改变正常化盈利判断的证据。其他有日期的事项还有Nakayama增持的价格和会计处理、H2 Samancor各厂重启的进度与铬铁价格的赛跑，以及METI预计的第3季度钢铁需求回升（+2.9%）能否兑现。

预期已部分计入价格，因为一致预期高于公司预测。

相关研究发现：F003·F036·F084

11.2｜风险一：价格上涨吃掉现金，同时占用同一块杠杆空间

首要风险是周期性利润不能变现。商品价格上涨抬高利润，也抬高应收和库存；FY3/2026 包含约 289 亿日元的营运资金释放，计划的基础现金流要求较近两年高出 25–45%；在 3.0 万亿日元销售规模下，营运资金一旦吸收，会和 ASG、分红底线、其他并购争夺 Net DER 约 1.0 倍的空间，A 评级和分红底线是最先承压的点。衍生品对库存的对冲损失说明同一个价格变动可以同时伤害一个分部、帮助另一个分部。我们没有压力测试，也没有债务期限结构。

相关研究发现：F037·F070·F087

11.3｜风险二：ASG 与 Samancor 两个资本尾部

ASG 的风险是美国非住宅建设周期、关税传导、负净资产、少数股东条款和商誉，如果其约 20%的利润率是周期高点，8 倍 EBIT 的入场价格就不便宜。Samancor 的风险是双向的：电价下降和重启有利于数量，但铬铁基准价下降、中国供应过剩、Merafe 只给出 25–29%的产能利用率，而 FY3/2020 的 349 亿日元权益法亏损说明减值可以很大；有效经济份额和账面价值未知，使上行和尾部都无法量化。两者叠加营运资金吸收，是最可能造成不可逆损害的组合。

相关研究发现：F007·F013·F056·F059·F067·F091

11.4｜什么会证伪上行判断

正面证据有：Q1 利润反弹、一致预期高于公司预测、DOE 底线、较强的资产负债表、被保留的业绩日价格响应。反证有：价格/库存驱动的反弹、钢铁利润下降、计划目标未达成、ROE 只比资本成本略高、ASG 回报未被证明，以及一致预期和分析师目标价高于现价（与“持有”结论相反）。

最有信息量的证伪条件是：营运资金吸收现金；ASG 的回报、PPA 或少数股东条款不利；Samancor 在铬铁价格下跌中再次减值。若持续证明经常利润高于 600 亿日元并且新增资本回报高于 9%，则可上调。

相关研究发现：F082·F083·F095

12｜反常识发现

本次研究中最不直观的一点来自价格与基本面的时序：2025 年股价从 996 日元（约 0.55 倍发行股每股净资产）涨到 1,434 日元（约 0.71 倍），而 FY3/2026 经常利润下降了 12.5%。这说明 2025 年的上涨买的是资本政策、拆股和新计划的预期，不是已经实现的收益。Q1 是利润第一次部分追上价格，而该次业绩日的价格响应被保留，没有进一步放大。

对普通股东的含义是：低 PBR 不再等于被忽视的价值，价格已经提前在“兑现”里；若新计划不能兑现，价格没有盈利作为支撑，因此要以预测上修和现金转化作为后续支撑的证据。这一时序判断把握度 0.5，只作为跨线语义，不改变独立形成的技术状态。

相关研究发现：F035·F085·F086·F093

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜13.1 最高优先级：正常化利润有多少，现金能否跟上

这一组问题按信息价值排序，每一项目前都没有合理的公开路径，因为 H1 业绩（2026 年 11 月 6 日）晚于评审日，没有任何一项需要在本次评审内重新打开研究。

第一，介于 523 亿日元实绩/570 亿日元预测与 750 亿日元目标之间，可辩护的正常化经常利润是多少？Q1 的+36%中，有多少是库存或价格效应，有多少是数量和价差？答案相反会改变再评级判断。可以解决它的证据是 H1 FY3/2027 关于库存估值、对冲结果和经手数量的说明。

第二，剔除营运资金后的经营现金流能否达到约 570 亿日元/年？FY3/2027 销售逼近 3.0 万亿日元时会吸收多少营运资金？需要 Q1/H1 现金流量表和分部营运资金披露。

相关研究发现：F048·F050·F096

13.2｜13.2 资本投放：ASG 条款、Nakayama 和 DOE 口径

ASG 的债务、商誉/PPA、融资成本、DBJ 的看跌/看涨与退出条款，以及并入后的增量 ROIC 是多少？约 20%的营业利润率是不是周期高点？需要 H1 或 FY3/2027 有价证券报告中的关联公司表、少数股东权益与分部附注、PPA，以及 ASG 客户/竞争对手披露和美国金属建筑市场数据。

Nakayama 增持到 20.0%的价格是多少，是否按权益法核算，是否带有供应权从而排除在 10%政策持股目标之外？答案可来自有价证券报告或大量持股报告的细节。

DOE 和 ROE 目标采用哪种口径（股东权益还是总权益，流通股还是发行股）？回购与库存股注销政策会不会把日元返还提高到 FY3/2026 约 210 亿日元之上？需要发行体对 DOE 和 ROE 口径的定义以及月度回购报告。目前的口径是我们的推断，未被发行体确认。

相关研究发现：F022·F049·F052

13.3｜13.3 Samancor 的有效份额与证券的可变现性

在 JOGMEC 少数股权之后，Hanwa 对 Samancor Chrome 的有效经济份额和账面价值是多少？重启和铬铁价格下跌将如何改变权益法收益？关联公司表无法以文本取得，需要有价证券报告中的权益法附注和 Nihon Minami-A 的少数股东披露。

1450 亿日元的投资有价证券，未实现收益、变现税务成本和供应权状况是什么？债务期限结构和母公司可用现金是多少？这些取得之前，证券总额不能算作普通股东的下行保护；需要政策持股清单和有价证券报告中的债务明细。

相关研究发现：F051·F053

13.4｜13.4 竞争与供应结构、KAP 选择权，以及 9 月 29 日的下跌

钢铁供应商条款（日本制铁等）、客户集中度和大型项目储备是什么？钢厂配货、价格公式和前几大供应商占比不公开，没有找到合理的外部路径；可能的补充来自有价证券报告的供应商/关联方披露、钢厂对分销商条款的评论和大型项目订单。

Kanematsu、Metal One 等可比贸易商在利润率、ROIC 和营运资金强度上与 Hanwa 相比如何，价格隐含了多少增长？需要 Kanematsu 与 Metal One 的披露。

KAP Minerals 的备忘录和电池材料是否带有资本承诺，何时可能盈利？目前没有约束性包销、数量或资本需求。

技术方面：2026 年 9 月 29 日单日-4.2%的原因是什么，是否意味着响应不对称发生了变化？需要对应日期的公告或市场新闻，以及之后的价格表现；这一项的重要性较低到中等。

相关研究发现：F045·F046·F047·F054·F060·F061·F065

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜总分 55.57，B 级：质量尚可，但价格已经计入复苏

Kabugami 评分（V3.2）为 55.57 分，评级 B，八个模块贡献合计：9.10+5.60+8.84+5.72+8.25+5.80+4.20+8.06=55.57。行动建议是维持持有/观察，不追加。

理由是当前价格已经计入接近公司预测的复苏，上行取决于 H1 业绩（2026 年 11 月 6 日，晚于评审日）能否确认预测上修、营运资金占用是否可控，以及 ASG、Nakayama 等新资本的回报是否高于 8–9%的权益成本。若持续经常利润高于 600 亿日元且现金转化改善，则考虑上调；营运资金大幅占用、ASG 商誉或少数股东条款不利、或 Samancor 在铬铁价格下跌下出现减值，则下调。

重大未知是作为置信上限而不是固定扣分处理的，评分可以随后续披露升高或降低。

相关研究发现：F038·F082·F083·F095

14.2｜财务韧性与下行防御：9.10/13（判断 70）

权益比率 35.3%、净负债约 2714 亿日元、Net DER 0.6 倍、JCR 评级 A/稳定，缓冲来自资产负债表而不是利润率，在同类贸易公司里属于扎实的一档。

限制有三处：营运资金可以在一个商品周期内吞掉数百亿日元现金（经营现金流在-2808 亿到+2842 亿日元之间摆动，FY3/2026 的 743 亿日元含约 289 亿日元的营运资金释放）；可用杠杆空间要同时供 ASG、其他并购、分红底线和营运资金共用；母公司可用现金、债务期限和投资有价证券的可变现性没有披露。给中上，没有给到 75 以上。

普通股东在一般商品下行里不太会遇到融资危机，但极端情景下最先承压的是 A 评级和分红底线。

相关研究发现：F008·F010·F011

14.3｜竞争优势与结构耐久性：5.60/14（判断 40）

规模第一，但没有定价权：营业利润率 2.2%低于冈谷的 3.5%，税前 ROIC 从 14.8%降到 10.3%，增值投资回报约 5.6%低于资本成本，客户切换成本侧没有可观察证据；ROE 高于冈谷靠的是周转和杠杆。FY3/2026 钢铁利润在销售下降下仍增长，说明价差在该年有韧性，但原因未披露。

铬铁的 40 万吨/年供应权是唯一较窄的真实优势，其耐久性取决于 Samancor。钢厂供应条件、客户集中度、每吨价差和客户留存不可观察，同业金松商事和 Metal One 也没有研究，限制了对耐久性的信心，所以没有依据上调到 60 以上。

相关研究发现：F012·F016·F039·F055·F064

14.4｜盈利质量、现金转化与资本效率：8.84/17（判断 52）

中性略偏上。FY3/2026 ROE 为 9.44%（股东权益口径约 10.9%），税前 ROIC 10.3%，只比资本成本高 1–2 点；Q1 经常利润+35.6%，但来自价格/周期（钢铁反而-13.6%）；743 亿日元的经营现金流约为净利润的两倍，其中约 289 亿日元是可逆的营运资金释放；计划要求的基础现金流 570 亿日元/年比近两年高 25–45%。

正面证据是 Q1 进度 33.4%且一致预期高于公司预测；反面是 FY3/2026 经常利润-12.5%、上一期计划目标未达成。正常化经常利润合理区间约 520–620 亿日元。

Q1 中库存/价格效应的占比、FY3/2027 营运资金占用和剔除营运资金后的现金流都未知，所以评不到 60 以上。

相关研究发现：F002·F017·F018

14.5｜商业结构、产品、客户与关键依赖：5.72/11（判断 52）

商业结构是多元化的商品分销：钢铁约 38.5%销售额、约 70%调整前经常利润，另有能源/生活资材、再生金属、原料金属、食品和海外子公司。多元化在 FY3/2026 帮助稳住了利润，但钢铁需求持平（METI 预计第 3 季度+2.9%，JISF 预计国内持平），不是增长引擎。

除铬铁供应权外，供应商条款、客户集中度和项目储备均未公开；利润池摆动幅度大（钢铁 Q1 经常利润-13.6%，能源/生活资材 56 亿对 25 亿日元），销售额是利润的弱信号。普通股东承担的是商品价差和项目进度的波动，而不是稳定增长。

相关研究发现：F015·F041·F045·F061

14.6｜估值与安全边际：8.25/15（判断 55）

约 0.81 倍 PBR（发行股口径约 0.88 倍）、约 8.9 倍 PER、约 3.6%股息率，市值约为预测净利润的 8.8 倍、四年平均净利润的 8.1 倍，说明价格已经计入接近公司预测的正常化盈利。安全边际来自低 PBR、DOE 3.5%底线和权益缓冲，但权益中约 670 亿日元是可反转的估值/换算项目；价格已经先于盈利恢复。

反方向：一致预期和分析师目标价高于现价，若上修成立则有上行空间。没有 DCF，同业倍数不完整，每股口径存在冲突，正常化盈利上限依赖 H1 结果，所以给 55。

相关研究发现：F028·F029·F030

14.7｜资本配置与股东回报：5.80/10（判断 58）

中性略偏上。DOE 底线由 2.5%提高到 3.5%、政策持股占净资产比例由 21.7%降到 15.7%（目标 10%，约释放 250 亿日元）、回购授权已执行约 21.2 亿日元，是对股东友好的动作；但按计划约 178 亿日元返还（约 45%）低于 FY3/2026 的约 210 亿日元（56%），提高的是可预测性而非金额。

ASG 是历史最大并购（约 8 倍 EBIT、被收购方净资产为负、DBJ 持 49.9%），而过去价值增加投资回报仅约 5.6%；对 Nakayama 增持与政策持股减持目标相矛盾，除非适用供应权豁免。ASG 的 PPA/商誉、债务拆分、DBJ 条款、Nakayama 价格和 DOE 口径都未知，限制了评分上限。

相关研究发现：F004·F021·F026·F027·F057·F062

14.8｜治理、所有权与管理层：4.20/7（判断 60）

没有控股股东，制度基本完整（外部董事主导的提名与报酬、业绩联动和限制性股票、继任计划），政策持股削减与 DOE 底线是友好的动作，但 Nakayama 增持和证券增加说明执行并非单向；上期计划在 ROE、评级、还元上超额，在利润（523 亿对 700 亿日元）和钢铁数量（1433 万吨对 1700 万吨）上未达成。激励 KPI、独立董事比例和关联交易未获取。治理不构成明显拖累，也不是估值溢价的理由，股东要通过新计划的兑现来判断管理层信用。

相关研究发现：F023·F024

14.9｜Kabugami 技术结构：8.06/13（判断 62）

受保护的技术综合给出的纯价格状态是“多年高位上的早中期迁移验证”：2018 年和 2024 年两次冲高都被完整回吐，而 2025 年 4 月起回撤变浅、恢复变快，8 月 7 日业绩日的涨幅被保留，旧的约 500–1,030 日元区域的回复约束明显减弱，更高区域（约 1,640–1,990 日元）正在形成，但尚未被完整周期冲击证明；价格仍远高于长期历史记忆水平，且只有一轮完整回撤，缺少完整日线和长期均线，技术置信度中低。

判断是“旧状态弱化可信、新状态尚未完全确立”，所以不给 75 以上。价格已先于盈利确认；若月收盘跌破约 1,643 日元并回到 1,440–1,700 日元区间，迁移判断降级。

9 月 29 日下跌原因未知。

相关研究发现：F034·F035·F097

14.10｜同一机制只计一次分，未知作为上限而非固定扣分

同一经济原因只在一个模块里得分：价格上涨造成的利润上行与营运资金占用链，利润部分归盈利质量，现金吸收造成的空间约束归财务韧性，不再重复扣分；FY3/2026 的营运资金释放只在盈利质量里作为现金转化的低质量证据计一次。ASG 的回报与少数股东条款归资本配置，对杠杆空间的消耗归财务韧性，估值模块只引用其对正常化盈利的影响。

规模领先但无定价权、ROIC 下降归竞争优势，ROE 分解和资本成本差距归盈利质量。Samancor 的供应权归商业结构，减值尾部与权益法波动归盈利质量和财务韧性。

价格先于基本面的时序只在技术模块计一次。政策持股的资本释放归资本配置，其可变现性未知在财务韧性里只作置信上限。

重大未知的上限包括：Q1 库存/价格效应拆分（盈利质量不超过中性略偏上）、ASG 债务/PPA/DBJ 条款（资本配置同样）、钢厂条件和同业可比数据（竞争优势与商业结构）、母公司可用现金和债务期限（财务韧性不超过中上）、Samancor 有效份额与账面价值、技术数据缺口（技术分不超过中上）。未知可通过后续披露上调或下调评分，本次没有因未知而加固定数值扣减。

相关研究发现：F038·F070·F072·F073·F087·F088

14.11｜V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由
财务韧性与下行防御	13	9.1	2026 年 3 月末权益比率 35.3%，净负债约 2714 亿日元，Net DER 0.6 倍（把 500 亿日元混合贷款的 50% 计为权益则为 0.5 倍），JCR 评级 A/稳定。公司在 FY3/2020 亏损后重建了资产负债表，缓冲在同类贸易公司里属于扎实一档。但下行防御有三处限制：营运资金可以在一个商品周期内吞掉数百亿日元现金；可用杠杆空间要同时供 ASG、其他并购、分红底线和营运资金共用；母公司可自由支配的现金、债务期限结构和投资有价证券的可变现性都没有披露。判断为中上，没有给到 75 以上。
竞争优势与结构耐久性	14	5.6	阪和兴业是日本独立钢铁贸易商中销售额和营业利润第一，但这是规模领先，不是定价权。营业利润率 2.2%低于最近的独立同业冈谷的 3.5%；税前 ROIC 从 14.8%降到 10.3%；过去三期以“そこか”即时交付/小批量/加工和海外投资为主的增值战略贡献利润约 98 亿日元，ROI 约 5.6%，低于 8–9%的权益资本成本。客户切换成本侧没有可观察的证据。唯一较窄的真实优势是 Samancor 铬铁的最多 40 万吨/年供应权。因此判断偏弱，主要作为薄利分销特许经营来评价。

盈利质量、现金转化与资本效率	17	8.84	盈利质量、现金转化与资本效率合并判断为中性略偏上。FY3/2026 净利润 383 亿日元、经营利润 584 亿日元（2.2%），ROE 9.44%（按股东权益口径约 10.9%），ROIC 税前 10.3%，只比 8–9%的权益资本成本高 1–2 个百分点；Q1 FY3/2027 经常利润 +35.6%，但由能源/生活资材和再生金属在非铁与油价上涨时拉动，钢铁反而-13.6%，属于价格/周期性改善，而非钢铁主导。FY3/2026 经营现金流 743 亿日元约为净利润的 2 倍，其中含约 289 亿日元营运资金释放，不能当作可延续的现金水平；计划中的 1700 亿日元基础经营现金流（不含营运资金）要求约 57 亿日元/年，较近两年约 390–450 亿日元高出 25–45%。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	5.72	商业结构是多元的商品分销：钢铁约占销售额 38.5%、约 70%的调整前经常利润，另有能源/生活资材、再生金属、原料金属、食品和海外子公司。多元化在 FY3/2026 帮助稳住了利润，但钢铁需求处于平稳到小幅回升（METI 预计 Q3 FY2026 粗钢当量需求 +2.9% q/q，JISF 预计国内需求持平），不是增长引擎。关键依赖主要是铬铁供应权、钢厂供应关系和建筑项目；除铬铁外，供应商条款、客户集中度和大型项目储备均未公开。可比分部利润池的摆动幅度（钢铁 Q1 经常利润-13.6%，能源/生活资材 5.6 亿 vs 2.5 亿日元）使销售额成为利润

			的弱信号。
估值与安全边际	15	8.25	2026 年 10 月 23 日收盘 1,825 日元：按流通股基准 PBR 约 0.81 倍（BPS 2,258 日元；按发行股基准约 0.88 倍），按公司预测 EPS 206 日元 PER 约 8.9 倍，股息率约 3.6%。股价年初至今约 +29.5%，一年 +47%。市值约 3530 亿日元，约为预测净利润 400 亿日元的 8.8 倍、FY3/2023–26 平均净利润 434 亿日元的 8.1 倍，说明价格已经计入接近公司预测的正常化盈利。一致预期经常利润约 613 亿日元高于公司预测 570 亿日元，分析师平均目标价 2,030 日元，高于价格；PBR 模型的公允值约 1,823 日元，大致公平。低 PBR 不是论点，因为折价对应的是低回报（ROE 只比资本成本高 1–2 点）、商品周期和资本配置不确定性。
资本配置与股东回报	10	5.8	资本配置与股东回报判断为中性略偏上。FY3/2027 每股股息 66 日元（拆股后，FY3/2026 等价 58 日元），DOE 底线由 2.5%提高到 3.5%，总还元性向目标约 40%，500 亿日元以内的回购授权，截至 6 月末已执行约 21.2 亿日元；政策持股占净资产比例由 21.7%（FY3/2023）降到 15.7%，新目标 10%，约可释放 250 亿日元。但“强化”的标题与实际金额有差距：按计划约 178 亿日元（股息约 128 亿+回购 50 亿）约占预测净利润的 45%，低于 FY3/2026 约 210 亿日元（约 56%），所以提高的是

			可预测性，而不是还元金额。ASG 是历史上最大并购（总投资约 2.26 亿美元，约 8 倍 EBIT，被收购方净资产为负，少数股东 DBJ 49.9%），而过去价值增加投资的 ROI 仅约 5.6%；同时对 Nakayama Steel 持股从 12.78%提高到 20.0%，与政策持股减少目标相矛盾，除非适用供应权豁免。
治理、所有权与管理层	7	4.2	股权分散、没有控股股东（日本 Master Trust 11.39%，库存股 8.10%，供应商持股会 5.74%，日本托管 4.76%，员工持股 2.70%，三井住友银行 1.80%，日本制铁 1.42%），治理制度基本完整：以外部董事为主导的提名和报酬流程（2026 年 7 月公司治理报告为合并委员会）、业绩联动及限制性股票（拆股后上限 25 万股/年）、董事会审查的继任计划。过去计划虽然在 ROE、评级和还元目标上超额，但经常利润（523 亿 vs 700 亿日元）和钢铁数量（1,433 万吨 vs 1,700 万吨）都未达成，说明管理层对周转型指标比对利润类目标更有兑现能力。政策持股削减和 DOE 底线是对股东友好的行动，但同时对 Nakayama 的增持和投资有价证券的增加提示执行并非单向。
Kabugami 技术结构	13	8.06	根据受保护的技术综合（独立于基本面形成）：纯价格状态为“在多年高位的早中期迁移验证”。2018 年和 2024 年两次冲高都被完整回吐，而 2025 年 4 月起回撤变浅、恢复变快（-41%的回撤约

			12 周收复一半，其后-19%约 2.5 周，-15%约 1–2 周），8 月 7 日业绩日的涨幅被保留；2025–26 年的升势已走过两次回抽检验。旧的低位区域（约 500–1,030 日元）的回复约束明显减弱，更高区域（约 1,640–1,990 日元）正在形成，但还没有被完整周期冲击证明，价格仍远高于长期历史记忆水平，且只看到一轮完整回撤；数据缺少完整日线和长期均线，技术置信度为中低。因此判断在“旧状态弱化可信、新状态尚未完全确立”的区间内，不给 75 以上。

总分： 55.57 / 100

评级： B

操作建议： 维持持有/观察，不追加。当前价格已经计入接近公司预测的复苏，上行取决于 H1 业绩（2026 年 11 月 6 日，晚于本次评审日）能否确认预测上修、营运资金占用是否可控，以及 ASG、Nakayama 等新资本投入的回报是否高于 8–9%的权益成本。需要持续性经常利润高于 600 亿日元和现金转化改善才考虑提高评价；营运资金大幅占用、ASG 商誉/少数股东条款不利或 Samancor 在铬铁价格下跌下出现减值，则下调。

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｜15.1 数据截止、来源构成与用途

评审日为 2026 年 10 月 30 日；价格和估值数据截至 2026 年 10 月 23 日收盘（1,825 日元），有价格和交易数据的网站包括日本经济新闻、株探、IRBANK、みんかぶ和トレーダーズ・ウェブ。2026 年 11 月 6 日的 H1 业绩公布晚于评审日，其信息属于后续评审。

主要依据是发行体披露：2026 年 3 月期决算短信（2026 年 5 月 12 日）、2027 年 3 月期第 1 季度决算短信（2026 年 8 月 7 日）、第 79 期有价证券报告书（2026 年 6 月 19 日）、中期经营计划（2026 年

5 月 12 日）、ASG 收购公告（2026 年 6 月 30 日）与交割公告（2026 年 9 月 2 日）、自己股份取得状况公告（2026 年 7 月 1 日）、公司治理报告（2026 年 7 月 29 日），以及英文 IR 页面（官方英文名 Hanwa Co., Ltd.）。

外部来源包括 JCR 评级、JOGMEC 2017 年公告、Eskom、SMM 与 Reuters 的铬铁和电价资料、METI 与日本钢铁联盟的需求展望、野村综研/QUICK 的分析报告（2026 年 10 月 2 日）、冈谷钢机的财务数据，以及分析师与市场数据提供方。本报告用于研究，不构成投资建议，也不是买卖证券的推荐。

相关研究发现：F031

15.2｜15.2 证据的限制与不应过度解读的地方

部分数据来自二手汇总，而非原文：中期计划的概述来自 EDINET DB 和投资者站点，ASG 的 TDnet 公告有第三方汇总，持股人数来自行情网站且是拆股前数据（2026 年 3 月 31 日）。相关公司表、政策持股清单和债务明细未能以文本取得，所以 Samancor 有效份额、少数股东权益净额、证券未实现收益和债务期限都没有取得。

每股数据存在分母差异：数据商给出的每股净资产约为 2,020、2,198、2,258 日元，PBR 可相差约 0.07 倍（0.81 倍对 0.88 倍）。一个聚合站点（ad-hoc-news.de）的 ISIN 错误、财务数据与已披露数据不符，本研究没有使用。

ASG 的推算（债务约 1 亿美元、DBJ 出资约 1.2 亿美元）、剔除营运资金后的经营现金流、DOE 与 ROE 的口径，都是我们的计算或推断，不是披露事实。技术部分没有完整日线序列、长期均线或 2007 年之前的价格历史，1992 年以前的高位区域无法映射。缺少这些资料，不能说明公司经营差，只是限制了我们所能确认的范围。

相关研究发现：F031

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 10 项发现。本次研究共 97 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	Hanwa (阪和興業 / Hanwa Co., Ltd., 8078) is an independent, steel-centred trading house. FY3/2026: sales ¥2.66tn, operating profit ¥58.4bn (2.2% margin), ordinary profit ¥52.3bn, net income ¥38.3bn. Steel is about 38.5% of sales and about 70% of pre-adjustment ordinary profit; it ranks first among Japanese steel traders by sales and operating profit. Other lines: energy/living materials, recycled metal, primary metal, food and overseas sales subsidiaries.
F002 · 在线	06｜Q1 利润反弹：由价格推动，不是钢铁推动
F004 · 在线	08｜ASG：历史上最大的一笔并购，条款是什么
F038 · 在线	01｜股价已经计入复苏，真正要证明的是 750 亿日元的经常利润目标

F057 · 在线	08｜ASG：历史上最大的一笔并购，条款是什么
F082 · 在线	01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛
F083 · 在线	01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛
F095 · 在线	01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛
F025 · 在线	01｜股价已经计入复苏，真正要证明的是 750 亿日元的经常利润目标
F072 · 在线	01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

附录 A｜完整研究发现索引

纸面版按“对应中文正文 → 对普通股东的含义 → 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｜Hanwa (阪和興業 / Hanwa Co., Ltd., 8078) is an independent, steel-centred trading house. FY3/2026: sales ¥2.66tn, operating profit ¥58.4bn (2.2% margin), ordinary profit ¥52.3bn, net income ¥38.3bn. Steel is about 38.5% of sales and about 70% of pre-adjustment ordinary profit; it ranks first among Japanese steel traders by sales and operating profit. Other lines: energy/living materials, recycled metal, primary metal, food and overseas sales subsidiaries.

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；02｜一家按价差赚钱、钢铁约占七成利润的独立贸易商

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）

- 阪和興業(8078)：株式・株価、企業概要｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/sp/reportTop?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hanwa (阪和興業 / Hanwa Co., Ltd., 8078) is an independent, steel-centred trading house. FY3/2026: sales ¥2.66tn, operating profit ¥58.4bn (2.2% margin), ordinary profit ¥52.3bn, net income ¥38.3bn. Steel is about 38.5% of sales and about 70% of pre-adjustment ordinary profit; it ranks first among Japanese steel traders by sales and operating profit. Other lines: energy/living materials, recycled metal, primary metal, food and overseas sales subsidiaries.
- 内部研究类型：durable_business_identity
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Defines the investable perimeter: a thin-margin distribution franchise whose per-share outcome is driven by spread, turnover and capital deployment.
- 不确定性（原始记录）：Segment-level spread per tonne, working-capital intensity and customer concentration are not disclosed.

在线打开本发现 →

F002｜06｜Q1 利润反弹：由价格推动，不是钢铁推动

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；06｜Q1 利润反弹：由价格推动，不是钢铁推动；14｜盈利质量、现金转化与资本效率：8.84/17（判断 52）

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）

- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；反向验证：28
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Q1 FY3/2027 operating profit +41.0% to ¥20.6bn and ordinary profit +35.6% to ¥19.0bn (net income +15.1%). The lift came from energy/living materials (¥5.6bn vs ¥2.5bn) and recycled metal (¥2.6bn vs a small loss) on high non-ferrous and oil prices, while steel ordinary profit fell 13.6% to ¥8.4bn as fewer large construction projects progressed. Q1 segment sales: steel +0.9%, recycled metal +36.4%, energy/living materials +32.2%, overseas subsidiaries +19.4%. The improvement is price/cyclical-driven, not steel-led.
- 内部研究类型：earnings_change_composition
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The headline rebound is less reliable than a steel-led recovery would be; it can reverse with commodity prices and inventory/hedge effects.
- 不确定性（原始记录）：The inventory-gain/price-effect component of Q1 is not separable from public data.

在线打开本发现 →

F003｜09｜Q1 进度 33.4%：预测偏保守，还是价格效应会回吐

写入正文：09｜Q1 进度 33.4%：预测偏保守，还是价格效应会回吐；11｜最近的检验：11 月 6 日的上半年业绩（晚于本次评审日）

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）

- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；反向验证：28
- 阪和興業(8078)：アナリスト予想、コンセンサス｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/reportAnalyst?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 2026 年３月期 第３四半期決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260206_5151.pdf)｜怎么使用：一手验证：16、32；反向验证：03、16、32；专项深挖：03、16、32；同业比较：03、32；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Q1 ordinary profit is 33.4% of the unchanged ¥57.0bn full-year forecast, versus 26.8% in FY3/2026 and 20.7% in FY3/2025 for the same quarter. Q2 FY3/2026 was a weak comparison (¥9.8bn) and consensus ordinary profit (¥60.9-61.3bn) already exceeds the company forecast. Either the forecast is conservative, or Q1 carries price/inventory effects that revert; the evidence does not separate the two.
- 内部研究类型：competing_explanations
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Decides whether H1 brings an upward forecast revision or a give-back, and therefore whether the stock's expectation gap closes.
- 不确定性（原始记录）：Genuinely unresolved; confidence 0.55 in the source claim; counter-evidence is Q3 FY3/2026 hedge losses showing price moves can also hurt.

在线打开本发现 →

F004｜08｜ASG：历史上最大的一笔并购，条款是什么

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；08｜ASG：历史上最大的一笔并购，条款是什么；14｜资本配置与股东回报：5.80/10（判断 58）

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）

- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接 / 支持

- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ASG (Associated Steel Group, US pre-engineered metal buildings) closed 31 Aug 2026: Hanwa 50.1% via HAMCO, DBJ's new SPC 49.9%. Reference price US$347m (about ¥56bn) at 100% against 2025 sales ¥34.3bn, operating profit about ¥6.8bn and net assets -¥1.3bn. Hanwa's disclosed total investment is US$226m (about ¥36.1bn) and expressly includes a loan funding repayment of ASG's existing borrowings; HAMCO capital rose to US$275m. The FY3/2027 forecast still excludes ASG and goodwill/PPA is under review. Largest acquisition in Hanwa's history and the first big test of the shift toward manufacturing and overseas M&A.
- 内部研究类型：transaction_terms
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A US$226m capital commitment at roughly 8x EBIT on a negative-net-asset target; per-share value hinges on returns above an 8-9% cost of equity.
- 不确定性（原始记录）：PPA, goodwill, ASG debt split, financing cost and DBJ terms undisclosed.

在线打开本发现 →

F005｜08｜从价格到杠杆：我们对这笔钱怎么花的还原，只是算术

写入正文：08｜从价格到杠杆：我们对这笔钱怎么花的还原，只是算术

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）

- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接 / 支持
- （阪和興 8078.T） 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://finance.biggo.jp/news/jpx_tdnet_140120260630584244)｜怎么使用：直接 / 支持
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hanwa's US$226m versus a simple 50.1% pro-rata of US$347m (about US$174m) is at least partly explained by Hanwa funding ASG's debt repayment via an intercompany loan. One consistent decomposition treats US$347m as total consideration including debt repayment: it implies existing ASG debt of roughly US$100m (about ¥16bn) and a DBJ cheque of roughly US$120m. This is an arithmetic reconstruction, not a disclosed split.
- 内部研究类型：derived_calculation
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Indicates ASG carries debt-like claims that sit inside the headline price, affecting true entry multiple and leverage.
- 不确定性（原始记录）：Inference only (confidence 0.5); no disclosed split of debt versus equity.

在线打开本发现 →

F006｜08｜ASG 到底能给目标贡献多少

写入正文：08｜ASG 到底能给目标贡献多少

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）

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接 / 支持
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ASG's 2025 operating margin (about ¥6.8bn on ¥34.3bn sales, roughly 20%) is about nine times Hanwa's group margin and implies roughly 8x EBIT at the ¥56bn reference price; if it is cyclical-peak earnings, 8x is not cheap. Consolidated at 100% for about seven months of FY3/2027 it could add roughly ¥3-4bn operating profit not in the forecast, before financing, PPA amortization, tax and the 49.9% minority share. On a full year it is about 30% of the ¥22.7bn gap between FY3/2026 ordinary profit and the ¥75bn target, so ASG alone cannot close it.
- 内部研究类型：return_and_contribution_estimate
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Sizes ASG's plausible contribution to the ¥75bn plan and to attributable EPS after minority.

- 不确定性（原始记录）：Peak-versus-normal margin unknown; confidence 0.5; no ASG forecast.

在线打开本发现 →

F007｜08｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款

写入正文：08｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款；11｜风险二：ASG 与 Samancor 两个资本尾部

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）

- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接 / 支持
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32
- 2026 年度の鉄鋼需要見通し (https://www.jisf.or.jp/news/topics/documents/2026tekkoujyuyoumitoshi.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、11、13、14；反向验证：05、11；专项深挖：05、11、13、14；同业比较：11；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ASG exposes ordinary shareholders to a capital-intensive US manufacturing business: US non-residential construction cycle, tariff and steel-input pass-through, negative book net assets, a private-equity roll-up history (assembled from 2012), a 49.9% DBJ minority claim with undisclosed exit terms, and unresolved goodwill/PPA. Japanese steel demand evidence shows tariffs already weigh on steel users.
- 内部研究类型：risk_structure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Could permanently depress ROE through goodwill or minority terms if returns fall short.
- 不确定性（原始记录）：ASG tariff exposure and pass-through not found; ASG market share unknown.

在线打开本发现 →

F008｜06｜743 亿日元的经营现金流，是约 289 亿日元的营运资金释放撑起来的

写入正文：06｜743 亿日元的经营现金流，是约 289 亿日元的营运资金释放撑起来的；14｜财务韧性与下行防御：9.10/13（判断 70）

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2026 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20251107_5074.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19；专项深挖：17、19；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26
- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/2026 operating cash flow ¥74.3bn (vs ¥10.1bn) is about 2x net income of ¥38.3bn, but contained a working-capital release: receivables/contract assets + ¥18.4bn, payables +¥15.6bn, inventories -¥5.2bn (net about +¥28.9bn); FY3/2025 contained about -¥29.2bn. H1 FY3/2026 OCF was +¥39.1bn vs -¥4.4bn, and FY3/2026 free cash flow was ¥63.5bn. OCF history is extremely volatile (-¥280.8bn FY3/2022, + ¥284.2bn FY3/2023, ¥18.2bn FY3/2024).
- 内部研究类型：cash_quality_anomaly
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The apparently strong cash year is largely reversible timing, not a clean earnings-to-cash signal; FY3/2026 FCF is not a base for plan funding.
- 不确定性（原始记录）：Q1/H1 FY3/2027 OCF not yet public; segment-level working capital undisclosed.

在线打开本发现 →

F009｜06｜计划需要的现金流，比近两年实际高出 25–45%

写入正文：06｜计划需要的现金流，比近两年实际高出 25–45%；08｜同一块杠杆空间要被多次使用

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）

- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度−2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：

02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The plan's ¥170bn 'base operating cash flow' excludes working-capital changes, so the right comparison is about ¥57bn a year against approximate ex-working-capital OCF of ¥39bn (FY3/2025) and ¥45bn (FY3/2026): a 25-45% uplift is assumed. Planned uses (¥160bn investment plus ¥55bn shareholder return = ¥215bn) exceed base OCF by about ¥45bn, which must come from policy-holding sales, debt or working-capital release. The definition and sustainability of the ¥170bn figure were unverified by the issuer.
- 内部研究类型：plan_funding_arithmetic
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Payout floor, M&A and leverage all depend on whether base cash generation actually steps up.
- 不确定性（原始记录）：Ex-working-capital OCF is derived arithmetically, not disclosed; confidence 0.55.

在线打开本发现 →

F010｜06｜资产负债表：缓冲扎实，但母公司可用现金和债务期限不明

写入正文：06｜资产负债表：缓冲扎实，但母公司可用现金和债务期限不明；14｜财务韧性与下行防御：9.10/13（判断 70）

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29
- 阪和興業の企業情報 - 8078 / プライム / 卸売業 (https://www.buffett-code.com/company/8078/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括）(https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At March 2026: interest-bearing debt ¥357.1bn, net debt ¥271.4bn, cash ¥85.5bn, equity ratio 35.3%, Net DER 0.6x (0.5x counting 50% of the ¥50bn hybrid loan as equity). The hybrid (due 2059, callable five years after March 2024) is rated BBB+; JCR long-term A/stable. Borrowings are currency-matched to assets with swaps and forwards.
- 内部研究类型：financial_position
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Main buffer against commodity and working-capital shocks and the capacity that funds M&A and returns.
- 不确定性（原始记录）：Debt maturity schedule and parent-available versus subsidiary/restricted cash not retrieved.

在线打开本发现 →

F011｜06｜资产负债表：缓冲扎实，但母公司可用现金和债务期限不明

写入正文：06｜资产负债表：缓冲扎实，但母公司可用现金和债务期限不明；08｜同一块杠杆空间要被多次使用；14｜财务韧性与下行防御：9.10/13（判断 70）

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Net DER 0.6x versus a ~1.0x ceiling implies roughly ¥160bn of net-debt capacity before ASG and about ¥125bn after ~¥36bn for ASG. The ceiling is conditional on keeping the A rating and on working capital: the same business absorbed ¥281bn of operating cash in FY3/2022, so a commodity upswing with sales planned at ¥3.0tn can consume headroom quickly.

- 内部研究类型：conditional_capacity
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The same headroom must fund ASG, further M&A, payout floor and any working-capital build; it is not free to spend several times.
- 不确定性（原始记录）：Rating-agency tolerance and covenant terms unobserved; confidence 0.5.

在线打开本发现 →

F012｜03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险

写入正文：03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险；14｜竞争优势与结构耐久性：5.60/14（判断 40）

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）

- 新・財務戦略 商社編 阪和興業 中川洋一専務（日刊産業新聞） (https://note.com/sangyo_web/n/n781092afd044)｜怎么使用：直接 / 支持
- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hanwa's Samancor Chrome exposure is layered: 9% held directly plus 50.1% of Nihon Minami-A Chrome's 20% (JOGMEC 49.9%) gave a 19.02% direct/indirect economic holding in 2017 and a stated 33.5% of voting rights in 2020. The stake carries a right to supply up to 400,000t a year of ferrochrome to Japan (strategic offtake). In FY3/2020 the Samancor impairment drove an equity-method loss of about ¥34.9bn (mining-rights book value about ¥27.3bn impaired) and a net loss.
- 内部研究类型：layered_affiliate_exposure
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Strategic raw-material right coexists with a demonstrated impairment tail; economic share for ordinary holders is smaller than voting share.
- 不确定性（原始记录）：Current carrying value and effective ordinary-shareholder economic share not extracted.

在线打开本发现 →

F013｜03｜2026 年的方向相反的力量：电价下降，铬铁价格也在下降

写入正文：03｜2026 年的方向相反的力量：电价下降，铬铁价格也在下降；11｜风险二：ASG 与 Samancor 两个资本尾部

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）

- Eskom concludes 62c/kWh electricity tariff for Samancor Chrome and Glencore–Merafe Chrome ferrochrome smelters (https://www.eskom.co.za/eskom-concludes-62c-kwh-electricity-tariff-for-samancor-chrome-and-glencore-merafe-chrome-ferrochrome-smelters-and-embarks-on-the-next-stage-of-tariff-interventions/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13
- （SMM Chromium Analysis） South Africa's Ferrochrome Exports Surge 20% in August, Led by North American Demand (https://news.metal.com/newscontent/104155268-smm-chromium-analysis-south-africas-ferrochrome-exports-surge-20-in-august-led-by-north-american-demand)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13；反向验证：13；专项深挖：06、13
- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-152-us-centslb)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30
- South Africa cuts electricity tariffs for struggling ferrochrome firms (https://www.cnbcafrica.com/2026/south-africa-cuts-electricity-tariffs-for-struggling-ferrochrome-firms)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14；同业比较：13；其他用途：历史
- South Africa Cuts Power Prices for Smelters. Who Pays? (https://www.energytransitionafrica.com/insights/article/south-africa-electricity-pricing-policy-subsidy-funding-gap)｜怎么使用：直接证据
- South Africa's Ferrochrome Electricity Tariff Deal Explained 2026 (https://discoveryalert.com.au/south-africa-ferrochrome-electricity-tariff-deal-nersa-eskom/)｜怎么使用：直接证据
- 商社の経営戦略 —事業・人財ポートフォリオ— 阪和興業 中川洋一社長 (https://www.japanmetal.com/news-to20251222146972.html)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Samancor 2026: the Eskom tariff is 62c/kWh (vs 1.36 rand/kWh at end-2025; NERSA approved 29 May, effective 1 June, up to five years). Samancor cancelled retrenchment and intends to restart all smelters within about six months of late June. But the Q4 2026 European benchmark ferrochrome price fell to 152c/lb (-2.6% q/q, -5.6% vs Q2), Chinese mills cut October tender prices, and Merafe guides only 25-29% capacity utilisation for 2026. The group equity-method result swung from +¥2.6bn (FY3/2025) to -¥1.7bn (FY3/2026).
- 内部研究类型：external_operating_evidence
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Cost relief enables volume but falling benchmark prices cap profit; a swing factor in non-operating income.
- 不确定性（原始记录）：Duration of benchmark decline and restart pace.

在线打开本发现 →

F014｜03｜2026 年的方向相反的力量：电价下降，铬铁价格也在下降

写入正文：03｜2026 年的方向相反的力量：电价下降，铬铁价格也在下降

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）

- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；反向验证：28
- 商社の経営戦略 —事業・人財ポートフォリオ— 阪和興業 中川洋一社長 (https://www.japanmetal.com/news-to20251222146972.html)｜怎么使用：直接 / 支持
- （SMM Chromium Analysis） South Africa's Ferrochrome Exports Surge 20% in August, Led by North American Demand (https://news.metal.com/newscontent/104155268-smm-chromium-analysis-south-africas-ferrochrome-exports-surge-20-in-august-led-by-north-american-demand)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13；反向验证：13；专项深挖：06、13
- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-152-us-centslb)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30
- South Africa Cuts Power Prices for Smelters. Who Pays? (https://www.energytransitionafrica.com/insights/article/south-africa-electricity-pricing-policy-subsidy-funding-gap)｜怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Samancor equity-method turnaround is likely partial and volume-led rather than price-led in FY3/2027: restarts add tonnage but benchmark prices are falling and China is oversupplied; Q1's ¥0.3bn narrowing of losses is consistent. Hanwa's effective earnings share after JOGMEC's minority is below the 33.5% voting figure and is not quantified; ownership share, carrying value and impairment sensitivity remain unestablished.
- 内部研究类型：inference_partial_recovery
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Limits how much of the ¥75bn plan can be credited to Samancor recovery.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.45; counter-evidence in Eskom relief (evidence 10).

在线打开本发现 →

F015｜04｜钢铁需求持平，利润基础盘没有增长引擎

写入正文：04｜钢铁需求持平，利润基础盘没有增长引擎；14｜商业结构、产品、客户与关键依赖：5.72/11（判断 52）

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年度第 1 四半期（2026 年 4 - 6 月期）鋼材需要見通し (https://www.meti.go.jp/policy/mono_info_service/mono/iron_and_steel/20261q.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11

- 経産省まとめ 粗鋼需要 2067 万トンに増 10—12 月見通し (https://www.japanmetal.com/news-t20261016151126.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：03、05、11、12、15、19、30
- 2026 年度の鉄鋼需要見通し (https://www.jisf.or.jp/news/topics/documents/2026tekkoujyuyoumitoshi.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、11、13、14；反向验证：05、11；专项深挖：05、11、13、14；同业比较：11；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03、05；反向验证：28
- 商社の経営戦略 —事業・人財ポートフォリオ— 阪和興業 中川洋一社長 (https://www.japanmetal.com/news-to20251222146972.html)｜怎么使用：支持证据
- （SMM Chromium Analysis） South Africa's Ferrochrome Exports Surge 20% in August, Led by North American Demand (https://news.metal.com/newscontent/104155268-smm-chromium-analysis-south-africas-ferrochrome-exports-surge-20-in-august-led-by-north-american-demand)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：06、13；反向验证：13；专项深挖：06、13
- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-152-us-centslb)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30
- South Africa Cuts Power Prices for Smelters. Who Pays? (https://www.energytransitionafrica.com/insights/article/south-africa-electricity-pricing-policy-subsidy-funding-gap)｜怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Steel demand is flat to slightly recovering: METI's Q3 FY2026 outlook has crude-steel-equivalent demand 20.67mt (+2.9% q/q, first increase in two quarters), JISF expects FY2026 domestic demand flat with construction and manufacturing flat, and METI's earlier Q1 outlook was -1.5% y/y with weak China/Southeast Asia and trade-measure effects.
- 内部研究类型：end_market_state
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Steel, the profit base, is not a growth engine; upside must come from elsewhere.
- 不确定性（原始记录）：Customer concentration and large-project backlog undisclosed.

在线打开本发现 →

F016｜04｜与冈谷钢机相比：规模第一，利润率并不第一

写入正文：04｜与冈谷钢机相比：规模第一，利润率并不第一；14｜竞争优势与结构耐久性：5.60/14（判断 40）

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）

- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 【岡谷鋼機】（7485）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=7485)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、10、16；反向验证：02、08、09、10；专项深挖：02、08、09、10、16；同业比较：08；其他用途：历史
- 岡谷鋼機（7485）のセグメントごとの売上高・利益等 (https://irbank.net/E02553/segment)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、05、08、09、10；反向验证：02、08、10、35；专项深挖：02、05、08、09、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Against nearest independent peer Okaya (FY2/2026): Hanwa operating margin 2.2% vs 3.5%, but ROE 9.4% vs 6.9%. Okaya's steel segment margin is 2.9% with segment sales down 7%, and its margin gains came from non-steel segments. Hanwa leads on scale, not margin.
- 内部研究类型：competitive_benchmark
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Scale leadership does not translate to margin leadership or pricing power.
- 不确定性（原始记录）：Only one retrievable close peer.

在线打开本发现 →

F017｜06｜ROE 为什么不等于护城河：周转与杠杆，以及两种口径

写入正文：06｜ROE 为什么不等于护城河：周转与杠杆，以及两种口径；14｜盈利质量、现金转化与资本效率：8.84/17（判断 52）

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 【岡谷鋼機】（7485）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=7485)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、10、16；反向验证：02、08、09、10；专项深挖：02、08、09、10、16；同业比较：08；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hanwa's ROE advantage over Okaya is a turnover-and-leverage story: net margin about 1.4% (¥38.3bn/¥2,663bn) vs Okaya about 2.6%, yet ROE 9.4% vs 6.9% (net-margin-to-ROE multiplier about 6.6x vs about 2.6x). A thin-margin, high-turnover, moderately leveraged model is more exposed to a working-capital or commodity shock.
- 内部研究类型：return_decomposition
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：High ROE is not evidence of a moat; it magnifies both cash release and cash absorption.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.55; comparison against a single peer.

在线打开本发现 →

F018｜06｜ROE 为什么不等于护城河：周转与杠杆，以及两种口径

写入正文：06｜ROE 为什么不等于护城河：周转与杠杆，以及两种口径；09｜现价隐含的是什么，再评级需要什么；14｜盈利质量、现金转化与资本效率：8.84/17（判断 52）

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）

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：直接证据；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Reported ROE 9.44% (10.9% on the company's own basis) and pre-tax ROIC falling from 14.8% (FY3/2022) to 10.3% (FY3/2026) sit only modestly above the company's 8-9% cost of equity; the plan targets ROE of 12% or more. ROE history: 20.5%, 19.1%, 11.7%, 12.4%, 9.4% (FY3/2022-26).
- 内部研究类型：capital_efficiency
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Value creation requires incremental returns well above 9%; spread over cost of equity is only 1-2 points.
- 不确定性（原始记录）：After-tax and incremental ROIC for ASG unavailable.

在线打开本发现 →

F019｜06｜ROE 为什么不等于护城河：周转与杠杆，以及两种口径

写入正文：06｜ROE 为什么不等于护城河：周转与杠杆，以及两种口径

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）

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：
02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：
02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：
02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2026 年３月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：
02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括）(https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：
02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：
02、03、05、11、15、16、26、27、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The 9.44% and 10.9% ROE figures reconcile to different equity bases: ¥38.3bn over average total equity (¥383.0bn to ¥427.5bn) gives 9.44%; over average shareholders' equity excluding valuation/translation items (¥339.6bn to ¥360.2bn) it gives about 10.9%. The ¥67bn gap is mostly unrealized securities gains and FX translation, which can reverse. The 12% target and 3.5% DOE floor appear to be on the shareholders'-equity basis: ¥66 DPS on about 193.3m outstanding shares is about ¥12.8bn, about 3.5% of ¥360bn.
- 内部研究类型：basis_reconciliation
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Targets and floors are on a narrower equity base than headline ROE; part of the equity cushion is market-sensitive.
- 不确定性（原始记录）：Basis inference (confidence 0.6); issuer has not stated it explicitly.

在线打开本发现 →

F020｜07｜政策持股：减少的口号与增加的动作并存

写入正文：07｜政策持股：减少的口号与增加的动作并存；08｜政策持股减少与 Nakayama 增持：两个相反的动作

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括）(https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 中期経営計画 2028 資本効率・財務戦略 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21；专项深挖：13、21、23；同业比较：23；其他用途：历史
- 阪和興業（阪和興）【8078】の大株主・大量保有報告書 (https://kabutan.jp/stock/holder?code=8078&tab=0)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Policy holdings were 15.7% of consolidated net assets at FY3/2026 (21.7% at FY3/2023) after selling 62 issues worth ¥12.2bn; the new target is 10% excluding holdings with offtake rights, implying roughly ¥25bn realisable over three years. Yet investment securities on the balance sheet rose from ¥116.3bn to ¥145.0bn in FY3/2026. Supplier/customer holders (supplier shareholding association 5.74%, Nippon Steel 1.42%, SMBC 1.80%) coexist with the reduction target; the offtake-right exception means part of the equity portfolio is operational rather than financial.
- 内部研究类型：hidden_asset_and_capital_release
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A modest funding source for M&A and buybacks; the net-asset ratio can fall while gross securities rise.
- 不确定性（原始记录）：Unrealized gains, tax leakage and which holdings carry offtake rights undisclosed.

在线打开本发现 →

F021｜08｜政策持股减少与 Nakayama 增持：两个相反的动作

写入正文：08｜政策持股减少与 Nakayama 增持：两个相反的动作；14｜资本配置与股东回报：5.80/10（判断 58）

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 中山鋼について、阪和興は保有割合が増加したと報告 （変更報告書 No.1） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=n202610050283)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24；外部现实校验：01、21、30；反向验证：21；专项深挖：01、07、21、24、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：On 2 October 2026 Hanwa lifted its holding in Nakayama Steel Works (5408) from 12.78% to 20.0% (13.76m shares); the large-shareholding filing was accepted on 5 October 2026.
- 内部研究类型：dated_corporate_action
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Fresh capital deployed into a steel holding while policy holdings are supposed to fall.
- 不确定性（原始记录）：Price, accounting treatment and terms not found.

在线打开本发现 →

F022｜08｜政策持股减少与 Nakayama 增持：两个相反的动作

写入正文：08｜政策持股减少与 Nakayama 增持：两个相反的动作；13｜13.2 资本投放：ASG 条款、Nakayama 和 DOE 口径

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 中期経営計画 2028 資本効率・財務戦略 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21；专项深挖：13、21、23；同业比较：23；其他用途：历史
- 中山鋼について、阪和興は保有割合が増加したと報告 （変更報告書 No.1） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=n202610050283)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24；外部现实校验：01、21、30；反向验证：21；专项深挖：01、07、21、24、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Nakayama increase moves a policy-type steel holding to the 20% affiliate threshold, consistent with Hanwa's offtake-right exemption language, and adds a strategic (supply/EAF steel) holding while the net-asset policy-holding ratio is supposed to fall. Exact question: what did Hanwa pay, will it be equity-accounted from 20%, and does it carry offtake rights exempting it from the 10% target?
- 内部研究类型：inference_and_open_question
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Tests whether the policy-holding reduction is genuine or recycled into strategic stakes.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.4; resolved by securities report or filing detail.

在线打开本发现 →

F023｜07｜治理制度完整，但激励是否对应每股价值，还没有证据

写入正文：07｜治理制度完整，但激励是否对应每股价值，还没有证据；14｜治理、所有权与管理层：4.20/7（判断 60）

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）

- コーポレート・ガバナンス - 阪和興業株式会社 (https://www.hanwa.co.jp/company/governance.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23
- コーポレートガバナンス報告書（最終更新日：2026 年 7 月 29 日） (https://finance.stockweather.co.jp/contents/dispPDF.aspx?disclosure=20260721597013)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Governance: outside-director-led nomination and remuneration process (combined committee per the July 2026 governance report), performance-linked pay and restricted stock (capped at 250,000 shares a year post-split) for executive directors, base pay only for outside directors, and a board-reviewed succession plan.
- 内部研究类型：governance_structure
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Institutional process exists; whether incentives track per-share value depends on KPI design.
- 不确定性（原始记录）：Incentive KPIs, board independence ratio and related-party dealings not extracted.

在线打开本发现 →

F024｜07｜没有控股股东，也没有激进股东压力

写入正文：07｜没有控股股东，也没有激进股东压力；07｜治理制度完整，但激励是否对应每股价值，还没有证据；14｜治理、所有权与管理层：4.20/7（判断 60）

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）

- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 79 期（2025 年 4 月 1 日～2026 年 3 月 31 日） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業（阪和興）【8078】の大株主と資本異動情報｜株探 (https://kabutan.jp/stock/holder?code=8078&tab=0)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：24；同业比较：24；其他用途：历史
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史

- 阪和興業（阪和興）【8078】の大株主・大量保有報告書 (https://kabutan.jp/stock/holder?code=8078&tab=0)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Ownership is dispersed with no controlling holder: Japan Master Trust 11.39%, treasury stock 8.10%, supplier shareholding association 5.74%, Japan Custodian 4.76%, employees 2.70%, SMBC 1.80%, Nippon Steel 1.42%. Treasury stock is the second-largest position. The prior medium-term plan missed ordinary profit (¥52.3bn vs ¥70bn) and steel volume (14.33mt vs 17mt) while beating ROE (3-yr average 12.8%), rating and return targets.
- 内部研究类型：ownership_and_track_record
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：No activist or controlling-owner pressure; delivery of profit targets is the credibility test.
- 不确定性（原始记录）：Holder counts are pre-split at 31 March 2026.

在线打开本发现 →

F025｜01｜股价已经计入复苏，真正要证明的是 750 亿日元的经常利润目标

写入正文：01｜股价已经计入复苏，真正要证明的是 750 亿日元的经常利润目标

研究范围：开放研究

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接证据；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：直接证据；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史
- 阪和興業｜中期経営計画 2028「Go Beyond」策定と海外 M&A・電池材料への攻めの投資転換（2026 年） (https://the-shashi.com/tse/8078/decisions/go-beyond-2026/)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The new plan targets ¥75bn ordinary profit in FY3/2029: +43% from FY3/2026's ¥52.3bn and above the previous peak (FY3/2023 ¥64.3bn). It requires a structural step-up that Hanwa failed to deliver last time (prior plan target ¥70bn missed at ¥52.3bn; steel volume 17mt missed at 14.33mt). The evidenced new contributors are ASG, overseas M&A, battery materials and Samancor recovery, none yet earning meaningfully.
- 内部研究类型：target_credibility

- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：The re-rating case rests on proving the target; the track record argues for a haircut.
- 不确定性（原始记录）：Contribution of each initiative unquantified.

在线打开本发现 →

F026｜08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

写入正文：08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加；14｜资本配置与股东回报：5.80/10（判断 58）

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）

- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度−2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 自己株式の取得状況に関するお知らせ（阪和興業 2026 年 7 月 1 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260630584343.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/2027 DPS ¥66 (¥33+¥33, post-split; FY3/2026 ¥58 equivalent), DOE floor 3.5% (from 2.5%), total payout target about 40%, a ¥5bn buyback authorisation to 31 Dec 2026 with ¥2.12bn executed to 30 June at about ¥1,750. FY3/2026 total payout was about 56% including ¥10bn of buybacks (dividend about 30% of EPS plus buybacks about 26% of net income).
- 内部研究类型：shareholder_return_policy
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Raises predictability of the dividend floor; the 'strengthened' headline coexists with a lower buyback authorisation.
- 不确定性（原始记录）：Buyback pace after June unknown.

在线打开本发现 →

F027｜08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

写入正文：08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加；14｜资本配置与股东回报：5.80/10（判断 58）

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）

- 自己株式の取得状況に関するお知らせ（阪和興業 2026 年 7 月 1 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260630584343.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2026 年３月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：On the FY3/2027 plan the ¥66 dividend (about ¥12.8bn) plus the ¥5bn buyback is about ¥17.8bn, about 45% of forecast net income of ¥40bn, against about ¥21bn (56% payout) paid in FY3/2026. Unless buybacks are raised, the headline enhancement reduces yen returned while increasing dividend predictability. Payout will also compete with ASG and the ¥160bn investment envelope for cash.
- 内部研究类型：derived_calculation
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Contradicts a naive reading of 'enhanced' returns; per-share yield support is a floor, not an increase.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.55; depends on buyback discretion.

在线打开本发现 →

F028｜09｜低 PBR 不是论点：折价对应的是低于理想的回报

写入正文：09｜低 PBR 不是论点：折价对应的是低于理想的回报；14｜估值与安全边际：8.25/15（判断 55）

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）

- 阪和興業<8078 ニュース・株価 (https://www.traders.co.jp/stocks/61_8078/news)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34；专项深挖：34
- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php/products/qa/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31

- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31
- 阪和興業 (8078) 目標株価 / レーティング (https://www.kabuka.jp.net/rating/8078.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、26、27、31；专项深挖：23、26、27、31
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔財政状態・配当〕 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- Hanwa Co., Ltd. Stock (8078) - MarketScreener (https://www.marketscreener.com/quote/stock/HANWA-CO-LTD-6492255/)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At ¥1,825 (23 Oct 2026): PBR about 0.81x on Q1 BPS ¥2,258 (outstanding-share basis), PER about 8.9x on company-forecast EPS ¥206, dividend yield about 3.6%. Shares up about 29.5% YTD, +47% over one year, +109% over three. Consensus ordinary profit (¥61.3bn) is above company forecast (¥57.0bn); average analyst target ¥2,030 (range ¥1,680-2,300); a PBR-based fair-value model puts shares at roughly fair (¥1,823).
- 内部研究类型：valuation_state
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Low PBR is an observation, not a thesis; the price already embeds recovery near guidance.
- 不确定性（原始记录）：No DCF; peer multiples partial.

在线打开本发现 →

F029｜09｜现价隐含的是什么，再评级需要什么

写入正文：09｜现价隐含的是什么，再评级需要什么；14｜估值与安全边际：8.25/15（判断 55）

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）

- 阪和興業<8078 ニュース・株価 (https://www.traders.co.jp/stocks/61_8078/news)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34；专项深挖：34
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔財政状態・配当〕 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35

- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At ¥1,825 market capitalisation on about 193.3m outstanding shares is about ¥353bn: about 8.8x forecast net income of ¥40bn and about 8.1x the FY3/2023-26 average net income of ¥43.4bn. The price already discounts normalised earnings near the company forecast; re-rating toward 1x PBR requires evidence that ordinary profit is durably above ¥60bn and that ROE holds at least 3 points above cost of equity.
- 内部研究类型：valuation_bridge
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Defines what must be proven for upside beyond the current price.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.5; consensus above guidance is counter-evidence.

在线打开本发现 →

F030｜09｜现价隐含的是什么，再评级需要什么

写入正文：09｜现价隐含的是什么，再评级需要什么；14｜估值与安全边际：8.25/15（判断 55）

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）

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Normalised ordinary profit is best bracketed at roughly ¥52-62bn: FY3/2022-26 average ¥57.5bn (62.7, 64.3, 48.3, 59.7, 52.3), FY3/2027 company forecast ¥57.0bn,

consensus about ¥61bn, with the Q1 run-rate flattered by price effects. Reaching ¥75bn needs about +¥17.5bn above the five-year average from ASG (about ¥4-7bn at operating level before financing), Asia/US overseas M&A, battery materials and Samancor recovery, none yet earning. Implied EPS about ¥215-230.

- 内部研究类型：normalized_economics
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Prevents capitalising a commodity-driven peak.
- 不确定性（原始记录）：ASG contribution unforecast; confidence 0.45.

在线打开本发现 →

F031｜09｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义

写入正文：09｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义；15｜15.1 数据截止、来源构成与用途；15｜15.2 证据的限制与不应过度解读的地方

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）

- 阪和興業(8078)：株式・株価、企業概要｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/sp/reportTop?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 有価証券報告書 第 79 期（2025 年 4 月 1 日～2026 年 3 月 31 日） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業(株)【8078】：株価・株式情報 - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8078.T)｜怎么使用：直接 / 支持
- Hanwa stock holds near key levels as metals demand drives results (https://www.ad-hoc-news.de/boerse/news/nebenwerte/hanwa-stock-holds-near-key-levels-as-metals-demand-drives-results/70160203)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Per-share data are discontinuous and basis-sensitive: a 1:5 split took effect 1 April 2026 (FY3/2026 EPS ¥965.65 pre-split vs ¥193.13 post-split; DPS ¥290 vs ¥58). Treasury stock was 8.1% of issued shares, so BPS is ¥2,258.41 on outstanding shares but about ¥2,063 on issued shares (¥436.6bn / 211.66m), moving PBR from 0.81x to 0.88x; vendor BPS figures (about ¥2,020, ¥2,198, ¥2,258) differ by denominator. One aggregator (ad-hoc-news.de) carries a wrong ISIN and implausible financials and was not used.

- 内部研究类型：basis_sensitivity_risk
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Relative valuation conclusions change by up to ~0.07x PBR depending on denominator.
- 不确定性（原始记录）：Resolved by fixing denominators; vendor data conflicts persist.

在线打开本发现 →

F032｜04｜印尼的少数股权：小而不确定

写入正文：04｜印尼的少数股权：小而不确定

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Hanwa Co. and Yamato Kogyo acquire major stakes in Indonesian steelmaker (https://www.steelradar.com/en/hanwa-and-yamato-kogyo-acquire-major-stakes-in-indonesian-steelmaker/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01、04、07、20；专项深挖：01、04、07、20

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hanwa holds a 15% stake in Indonesia's PT Garuda Yamato Steel (formerly Nusantara Baja Profil; Yamato Kogyo 80%), via PT Hanwa Indonesia, in a deal valued at about US$340m; the EAF mill has 1.0mt/year crude and 0.9mt/year rolling capacity.
- 内部研究类型：overseas_manufacturing_exposure
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Small minority overseas manufacturing exposure and an Indonesian sales route.
- 不确定性（原始记录）：Profit contribution undisclosed.

在线打开本发现 →

F033｜10｜10.1 从 186 日元到 1,987 日元：当前价格在三十年历史中的位置

写入正文：10｜10.1 从 186 日元到 1,987 日元：当前价格在三十年历史中的位置

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 【阪和興業】（8078） 過去 10 年間の株価推移 (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、31、33、34、35；其他用途：历史
- 阪和興業（阪和興）【8078】の月間株価（月足） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=8078&ashi=mon)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34
- 阪和興業（8078）の株価チャート (https://irbank.net/8078/chart?mw=2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：34；同业比较：33、34；其他用途：历史
- 阪和興業<8078 ニュース・株価 (https://www.traders.co.jp/stocks/61_8078/news)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34；专项深挖：34
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)

｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：
02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：
02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：
02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Split-adjusted closes: ¥1,042 (2017), ¥566 (2018), ¥553 (2020), ¥749 (2022), ¥999 (2023), ¥996 (2024), ¥1,434 (2025). 2024 high ¥1,354 (29 May) was followed by ¥869 (5 Aug 2024) and ¥801 (7 Apr 2025). 2026: ¥1,802 (27 Feb), ¥1,461 low (30 Mar), ¥1,927 (29 May), ¥1,643 June low, ¥1,987 on 2 Sept (described by Nomura as highest in 34 years); close ¥1,825 on 23 Oct 2026.
- 内部研究类型：price_fact_record
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Raw price record on which the independent Technical lane rests; it is not itself the Technical State.
- 不确定性（原始记录）：No complete daily series; pre-1992 anchor unmapped.

在线打开本发现 →

F034｜10｜10.2 核心问题：这是被保留下来的迁移，还是第三次会被吸回的冲高

写入正文：10｜10.2 核心问题：这是被保留下来的迁移，还是第三次会被吸回的冲高；10｜10.3 回抽越来越浅，恢复越来越快，但还只有一轮完整检验；10｜10.6 当前技术状态、确认条件与失效条件；14｜Kabugami 技术结构：8.06/13（判断 62）

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 【阪和興業】（8078） 過去 10 年間の株価推移 (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、31、33、34、35；其他用途：历史
- 阪和興業（阪和興）【8078】の月間株価（月足） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=8078&ashi=mon)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34
- 【阪和興業】（8078） 過去 1 か月の四本値推移 (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/dprice/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34
- 阪和興業（8078）の株価チャート (https://irbank.net/8078/chart?mw=2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：34；同业比较：33、34；其他用途：历史
- 阪和興業 (8078) : 時系列の株価推移 (https://minkabu.jp/stock/8078/daily_bar)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：As the 2025-26 advance developed drawdowns got shallower and recoveries faster: -41% from the 2024 high to the April 2025 low with half-loss recovery about three months; -19% (Feb-Mar 2026) recovered by mid-April; -15% (May-June 2026) recovered by about 8 July; the 7 August results pulse (close ¥1,821 from ¥1,756) was fully retained. The 2018 (¥1,114 to ¥498) and 2024 (¥1,354 to ¥801) pulses were fully reabsorbed.
- 内部研究类型：price_response_observation

- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Price behaviour evidence for the independent Technical lane; consumed as-is without fundamental reinterpretation.
- 不确定性（原始记录）：Medium-low technical confidence; one full pullback cycle at the new height.

在线打开本发现 →

F035｜09｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义

写入正文：09｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义；12｜股价在利润回来之前先涨了，所以现在的问题和 2025 年不同；14｜Kabugami 技术结构：8.06/13（判断 62）

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 【阪和興業】（8078） 過去 10 年間の株価推移 (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、31、33、34、35；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The 2025 advance was price-led: shares rose from ¥996 (about 0.55x issued-share BPS) at end-2024 to ¥1,434 (about 0.71x) at end-2025 while FY3/2026 ordinary profit fell 12.5%; the re-rating came from expectations about capital policy, the split and the plan rather than realised earnings. Q1 FY3/2027 is the first period in which profit growth partly caught up, and its price response was retained rather than extended beyond the earlier peak.
- 内部研究类型：cross_lane_timing
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Much of the price gain preceded fundamental confirmation, leaving less room if the plan disappoints.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.5; this is a fundamental/price timing comparison and does not alter the protected Technical State.

在线打开本发现 →

F036｜11｜最近的检验：11 月 6 日的上半年业绩（晚于本次评审日）

写入正文：11｜最近的检验：11 月 6 日的上半年业绩（晚于本次评审日）

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）

- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32
- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-152-us-centslb)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31
- 経産省まとめ 粗鋼需要 2067 万トンに増 10—12 月見通し (https://www.japanmetal.com/news-t20261016151126.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：03、05、11、12、15、19、30
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 中山鋼について、阪和興は保有割合が増加したと報告 （変更報告書 No.1） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=n202610050283)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24；外部现实校验：01、21、30；反向验证：21；专项深挖：01、07、21、24、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：H1 FY3/2027 results on 6 November 2026 (after this Review date) will show whether ASG, higher non-ferrous prices and a weak Q2 comparison (¥9.8bn) lead to a forecast raise. Other dated items: Nakayama step-up, H2 pace of Samancor restarts versus falling ferrochrome prices, METI's improving Q3 demand outlook. Post-cutoff information belongs to a later Review.
- 内部研究类型：dated_catalyst_set
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Partly priced (consensus above guidance); H1 is the first test of the Q1 progress ambiguity.
- 不确定性（原始记录）：Revision size unknown.

在线打开本发现 →

F037｜09｜下行保护有限，因为缓冲正是风险共用的那一块

写入正文：09｜下行保护有限，因为缓冲正是风险共用的那一块；11｜风险一：价格上涨吃掉现金，同时占用同一块杠杆空间

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）

- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2026 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20251107_5074.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19；专项深挖：17、19；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260206_5151.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、32；反向验证：03、16、32；专项深挖：03、16、32；同业比较：03、32；其他用途：历史
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Downside mechanisms: working-capital absorption on a ¥3.0tn sales plan with higher commodity prices; derivative-hedge valuation losses on inventory (recycled metal booked a ¥2.05bn nine-month loss in FY3/2026); ferrochrome price/impairment tail at Samancor (¥34.9bn equity loss in FY3/2020); ASG/overseas M&A returns below the 8-9% cost of equity. The balance sheet (35.3% equity ratio, A rating, hybrid) is the main buffer.
- 内部研究类型：downside_structure
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Several risks can coincide; the A rating and payout floor are what can break.
- 不确定性（原始记录）：No stress test; maturity profile unknown.

在线打开本发现 →

F038｜01｜股价已经计入复苏，真正要证明的是 750 亿日元的经常利润目标

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜股价已经计入复苏，真正要证明的是 750 亿日元的经常利润目标；14｜总分 55.57，B 级：质量尚可，但价格已经计入复苏；14｜同一机制只计一次分，未知作为上限而非固定扣分

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）

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28

- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2026 年３月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31；其他用途：反证
- 阪和興業 (8078) 目標株価 / レーティング (https://www.kabuka.jp.net/rating/8078.html)｜怎么使用：外部现实校验：23、26、27、31；专项深挖：23、26、27、31；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Adjudicated working thesis: Hanwa is a cyclical, thin-margin, balance-sheet-managed trader whose normalised ordinary profit is about ¥55-62bn; at about 0.81x PBR and 8-9x earnings the shares already price a recovery near company forecasts. The upside case rests on proving ¥75bn through ASG and overseas M&A at returns above 9% and on a predictable DOE-floor payout. The most informative falsifiers are working-capital cash absorption, ASG returns/PPA/minority terms, and Samancor with falling ferrochrome prices; steel demand is flat, so steel is not the growth engine.
- 内部研究类型：thesis_adjudication
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Hold-like profile: not obviously cheap, with upside conditional on capital-allocation discipline.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.5; consensus and analyst targets above price are opposing evidence.

在线打开本发现 →

F039｜05｜没有可观察的定价权：规模领先不等于护城河

写入正文：05｜没有可观察的定价权：规模领先不等于护城河；14｜竞争优势与结构耐久性：5.60/14（判断 40）

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）

- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 【岡谷鋼機】（7485）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=7485)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、08、09、10、16；反向验证：02、08、09、10；专项深挖：02、08、09、10、16；同业比较：08；其他用途：历史
- 岡谷鋼機（7485）のセグメントごとの売上高・利益等 (https://irbank.net/E02553/segment)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、05、08、09、10；反向验证：02、08、10、35；专项深挖：02、05、08、09、10
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：No demonstrable moat or pricing power: customer-side evidence of switching costs is unobservable; ROIC fell from 14.8% to 10.3%; margin 2.2% vs Okaya 3.5%; leadership is by scale. The one narrow real advantage is the ferrochrome offtake right. Returns are therefore likely to revert toward cost of capital in a downturn.
- 内部研究类型：structural_weakness
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Per-share outcome depends on capital-allocation discipline rather than franchise protection.
- 不确定性（原始记录）：Customer retention and share of wallet unobserved.

在线打开本发现 →

F040｜08｜过去的增值投资回报只有约 5.6%，是对并购转向的反证

写入正文：08｜过去的增值投资回报只有约 5.6%，是对并购转向的反证

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：

04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：
02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Profit contribution from the 'そこか' (immediate delivery, small-lot, processing) strategy and overseas investments over three plans was about ¥9.8bn, an ROI of about 5.6%, below the 8-9% cost of equity. Hanwa has no meaningful R&D line; technology matters only through processing and ASG manufacturing.
- 内部研究类型：capital_return_evidence
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The historical record of value-add reinvestment does not support the assumption that capital-heavier expansion will earn above cost of equity.
- 不确定性（原始记录）：ROI definition per issuer summary; ASG's incremental ROIC unknown.

在线打开本发现 →

F041｜06｜钢铁利润与钢铁销售背道而驰，说明利润池彼此独立

写入正文：06｜钢铁利润与钢铁销售背道而驰，说明利润池彼此独立；14｜商业结构、产品、客户与关键依赖：5.72/11（判断 52）

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、18
- 商社の経営戦略 —事業・人財ポートフォリオ— 阪和興業 中川洋一社長 (https://www.japanmetal.com/news-to20251222146972.html)｜怎么使用：直接证据
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地 (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接证据
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：
02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：
02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：
02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/2026 segment ordinary profit: steel ¥38.7bn (+16.7%) on steel sales -7.2%, energy/living materials ¥8.5bn, overseas subsidiaries ¥5.5bn, food ¥3.0bn, recycled metal ¥1.3bn, primary metal -¥0.1bn. Overall ordinary profit fell 12.5% on recycled-metal deterioration, higher personnel cost and a Samancor equity-method swing to loss (H1 primary metal -¥1.2bn vs +¥3.4bn). Steel profit rose with fewer tonnes sold in sales terms, while Q1 FY3/2027 reversed the pattern (steel -13.6%).
- 内部研究类型：profit_mix_anomaly
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Segment profit pools swing independently of sales, so sales growth is a weak signal and the profit base is less stable than steel's 70% share implies.
- 不确定性（原始记录）：Spread per tonne and project timing not disclosed.

在线打开本发现 →

F042｜06｜销售额越大，占用的现金越多：从价格上涨到营运资金

写入正文：06｜销售额越大，占用的现金越多：从价格上涨到营运资金

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）

- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、05；反向验证：28
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：
  02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：
  02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：
  02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：
  02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信（財政状態・配当) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：
  02、03、05、11、15、16、26、27、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Trading revenue scales with commodity prices while profit scales with spread: Q1 sales +12.3% with steel only +0.9% and non-ferrous/energy +32-36%. The ¥3.0tn FY3/2027 sales plan is mainly a price/volume assumption with large working-capital implications (each 1% rise in the working-capital base, about ¥8bn, consumes cash comparable to a quarter's net income).
- 内部研究类型：revenue_quality
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Sales growth is not a reliable profit or cash signal and can consume cash.
- 不确定性（原始记录）：Volume versus price split undisclosed; principal/agent presentation not separately researched.

在线打开本发现 →

F043｜02｜合并报表里的利润，并不都属于普通股东

写入正文：02｜合并报表里的利润，并不都属于普通股东；09｜现价隐含的是什么，再评级需要什么

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）

- Announcement of Memorandum of Understanding with KAP Minerals for Offtake and Development of a Downstream Supply Chain - Hanwa Co., Ltd. (https://www.hanwa.co.jp/en/news/202605135274/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25
- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Line-by-line consolidation counts 100% of ASG and Nihon Minami-A cash flows, but ordinary shareholders keep only about 50.1% of each; equity-method Samancor income sits below operating profit. Consolidated earnings therefore overstate attributable economics, and per-share value depends on attributable rather than consolidated profit (ASG operating profit counts only about half after minority). 107 subsidiaries and 37 affiliates.
- 内部研究类型：economic_perimeter
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Prevents double counting consolidated profit as ordinary-shareholder profit.
- 不确定性（原始记录）：Net NCI amounts and effective Samancor share not extracted; related-company table not retrievable.

在线打开本发现 →

F044｜08｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款

写入正文：08｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款

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）

- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35

- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：DBJ holds 49.9% of ASG through a newly formed SPC (Hanwa would have taken 100% if DBJ had not closed). Capital burden is shared but a 49.9% minority claim exists; DBJ put/call, governance and exit mechanics are not disclosed.
- 内部研究类型：partner_claim
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Lowers Hanwa's outlay and its share of profit, and may constrain exit freedom or create a later buy-out liability.
- 不确定性（原始记录）：Terms confidential; await later disclosure.

在线打开本发现 →

F045｜03｜供应商、客户与新的关键矿物选择权，还缺哪些事实

写入正文：03｜供应商、客户与新的关键矿物选择权，还缺哪些事实；13｜13.4 竞争与供应结构、KAP 选择权，以及 9 月 29 日的下跌；14｜商业结构、产品、客户与关键依赖：5.72/11（判断 52）

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）

- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- （SMM Chromium Analysis） South Africa's Ferrochrome Exports Surge 20% in August, Led by North American Demand (https://news.metal.com/newscontent/104155268-smm-chromium-analysis-south-africas-ferrochrome-exports-surge-20-in-august-led-by-north-american-demand)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：06、13；反向验证：13；专项深挖：06、13
- South Africa cuts electricity tariffs for struggling ferrochrome firms (https://www.cnbcafrica.com/2026/south-africa-cuts-electricity-tariffs-for-struggling-ferrochrome-firms)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14；同业比较：13；其他用途：历史
- 阪和興業（阪和興）【8078】の大株主・大量保有報告書 (https://kabutan.jp/stock/holder?code=8078&tab=0)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Exact unresolved question: what are the steel supplier terms (Nippon Steel and other mills), customer concentration and large-project pipeline behind the steel segment? Mill allocation, price formulas, top-supplier share and the Nippon Steel

(1.42% holder) relationship are not public; the only documented dependency is the Samancor ferrochrome offtake. No reasonable external path found.
- 内部研究类型：material_unknown
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A supply or pricing shift by a major mill could squeeze steel spreads invisibly to public data.
- 不确定性（原始记录）：Next evidence: securities-report supplier/related-party disclosures, mill commentary, large-project backlog.

在线打开本发现 →

F046｜04｜与冈谷钢机相比：规模第一，利润率并不第一

写入正文：04｜与冈谷钢机相比：规模第一，利润率并不第一；13｜13.4 竞争与供应结构、KAP 选择权，以及 9 月 29 日的下跌

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php/products/qa/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Exact unresolved question: how do other comparable traders (Kanematsu, Metal One) compare on margin, ROIC and working-capital intensity, and what growth does the price imply? Only Okaya has retrievable segment data; mill-affiliated traders are not financially comparable; Kanematsu appears only in valuation peer tables (average analyst rating 4.5 vs Hanwa 3.8).
- 内部研究类型：material_unknown
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Limits confidence that Hanwa's relative valuation and margin position is correctly benchmarked.
- 不确定性（原始记录）：Next evidence: Kanematsu and Metal One disclosures.

在线打开本发现 →

F047｜03｜供应商、客户与新的关键矿物选择权，还缺哪些事实

写入正文：03｜供应商、客户与新的关键矿物选择权，还缺哪些事实；13｜13.4 竞争与供应结构、KAP 选择权，以及 9 月 29 日的下跌

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- KAP Minerals, Hanwa partner to strengthen Canada–Japan critical minerals supply chain (https://www.miningweekly.com/article/kap-minerals-hanwa-partner-to-strengthen-canadajapan-critical-minerals-supply-chain-2026-05-13)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07；反向验证：07

- Announcement of Memorandum of Understanding with KAP Minerals for Offtake and Development of a Downstream Supply Chain - Hanwa Co., Ltd. (https://www.hanwa.co.jp/en/news/202605135274/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01
- 阪和興業｜中期経営計画 2028「Go Beyond」策定と海外 M&A・電池材料への攻めの投資転換（2026 年） (https://the-shashi.com/tse/8078/decisions/go-beyond-2026/)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：KAP Minerals MoU (13 May 2026): non-binding framework to negotiate long-term offtake; phase 1 would have Hanwa buy and distribute phosphate and rare-earth concentrate from KAP's Northern Ontario project and develop downstream supply chains. The new plan positions battery materials and renewable energy as growth areas, described by one secondary source as a high-uncertainty bet. Exact question: does the KAP/battery-materials push carry capital commitments and when would it be profitable?
- 内部研究类型：strategic_option
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：An unpriced option in the ¥75bn target with no binding economics yet.
- 不确定性（原始记录）：No binding offtake, volumes or capital need disclosed.

在线打开本发现 →

F048｜09｜Q1 进度 33.4%：预测偏保守，还是价格效应会回吐

写入正文：09｜Q1 进度 33.4%：预测偏保守，还是价格效应会回吐；13｜13.1 最高优先级：正常化利润有多少，现金能否跟上

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）

- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、05；反向验证：28
- 阪和興業(8078)：アナリスト予想、コンセンサス｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/reportAnalyst?bcode=8078)｜怎么使用：直接证据
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Exact unresolved question: what is a defensible normalised ordinary profit between the ¥52bn actual / ¥57bn forecast and the ¥75bn target, and how much of Q1's +36% is inventory or price effect versus volume and spread? Opposite answers change the re-rating view. Resolving evidence: H1 FY3/2027 commentary on inventory valuation, hedging results and handled volumes.

- 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）：Determines whether the price discounts a durable or a peak earnings level.
- 不确定性（原始记录）：No current public path to the split; H1 results (6 Nov 2026) post-date the Review.

在线打开本发现 →

F049｜08｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款

写入正文：08｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款；13｜13.2 资本投放：ASG 条款、Nakayama 和 DOE 口径

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）

- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接证据
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Exact unresolved question: what are ASG's debt, goodwill/PPA, financing costs, DBJ's exit/put-call terms and incremental ROIC after consolidation, and is ASG's roughly 20% operating margin cyclical-peak? Resolving evidence: H1/FY3/2027 securities report (related-company table, NCI and segment notes, PPA), ASG customer/competitor disclosures, US metal-building market data.
- 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）：Decides whether the largest acquisition adds or destroys per-share value.
- 不确定性（原始记录）：Terms confidential; no current public path.

在线打开本发现 →

F050｜06｜计划需要的现金流，比近两年实际高出 25–45%

写入正文：06｜计划需要的现金流，比近两年实际高出 25–45%；13｜13.1 最高优先级：正常化利润有多少，现金能否跟上

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2026 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20251107_5074.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、19；专项深挖：17、19；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Exact unresolved question: can ex-working-capital operating cash flow reach about ¥57bn a year, and how much working capital is absorbed in FY3/2027 as sales approach ¥3.0tn? Resolving evidence: Q1/H1 FY3/2027 cash-flow statements and segment working-capital disclosure.
- 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）：Determines whether payout and M&A can be funded without stressing the A rating.
- 不确定性（原始记录）：Interim statements post-date the Review.

在线打开本发现 →

F051｜03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险

写入正文：03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险；13｜13.3 Samancor 的有效份额与证券的可变现性

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）

- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資(https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損）(https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- （SMM Chromium Analysis） South Africa's Ferrochrome Exports Surge 20% in August, Led by North American Demand(https://news.metal.com/newscontent/104155268-smm-chromium-analysis-south-africas-ferrochrome-exports-surge-20-in-august-led-by-north-american-demand)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：06、13；反向验证：13；专项深挖：06、13

- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-152-us-centslb)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Exact unresolved question: what is Hanwa's effective economic share and carrying value of Samancor Chrome after JOGMEC's minority, and how will restarts and falling ferrochrome prices change equity-method income? Resolving evidence: securities-report equity-method note and Nihon Minami-A NCI disclosure.
- 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）：Sizes both the recovery upside and the impairment tail.
- 不确定性（原始记录）：Related-company table not retrievable as text.

在线打开本发现 →

F052｜08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

写入正文：08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加；13｜13.2 资本投放：ASG 条款、Nakayama 和 DOE 口径

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）

- 自己株式の取得状況に関するお知らせ（阪和興業 2026 年 7 月 1 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260630584343.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2026 年３月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Exact unresolved question: which basis (shareholders' equity vs total equity, outstanding vs issued shares) defines DOE and the ROE target, and does buyback/treasury cancellation policy raise yen returns above FY3/2026's ~¥21bn? Resolving evidence: issuer definition of DOE and ROE basis; monthly buyback reports.

- 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）：Determines whether the floor is a real increase or merely a predictability change.
- 不确定性（原始记录）：Basis inferred (claim 18), not stated by issuer.

在线打开本发现 →

F053｜06｜资产负债表：缓冲扎实，但母公司可用现金和债务期限不明

写入正文：06｜资产负债表：缓冲扎实，但母公司可用现金和债务期限不明；13｜13.3 Samancor 的有效份额与证券的可变现性

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）

- 2026 年 3 月期 决算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括）(https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 中期経営計画 2028 資本効率・財務戦略 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、21；专项深挖：13、21、23；同业比较：23；其他用途：历史
- 阪和興業の企業情報 - 8078 / プライム / 卸売業 (https://www.buffett-code.com/company/8078/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Exact unresolved question: what are the unrealized gains, tax leakage and offtake status of the ¥145bn investment securities, and what is the maturity profile and parent-available cash? Resolving evidence: policy-holding list and debt schedule in the securities report. Until then gross hidden-asset value must not be counted as ordinary-shareholder downside protection.
- 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）：Controls how much asset support is truly available in a downturn.
- 不确定性（原始记录）：Holdings list not retrievable as text.

在线打开本发现 →

F054｜13｜13.4 竞争与供应结构、KAP 选择权，以及 9 月 29 日的下跌

写入正文：13｜13.4 竞争与供应结构、KAP 选择权，以及 9 月 29 日的下跌

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業 (8078) : 時系列の株価推移 (https://minkabu.jp/stock/8078/daily_bar)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Exact unresolved question: what caused the -4.2% day on 29 September 2026 (close ¥1,846 from ¥1,926; intraday ¥1,843) and does it indicate a response-asymmetry shift? No identified cause. Resolving evidence: dated disclosure or market news for that session; subsequent price behaviour.
- 内部研究类型：unresolved_event_response_question
- 内部来源标记：TECHNICAL / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：A negative price shock without an identified fundamental cause bears on whether positive-event retention is symmetric.
- 不确定性（原始记录）：Cause unidentified; this note does not alter the protected Technical State.

在线打开本发现 →

F055｜03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险

写入正文：03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险；14｜竞争优势与结构耐久性：5.60/14（判断 40）

归并到：F012

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、18
- 新・財務戦略 商社編 阪和興業 中川洋一専務（日刊産業新聞） (https://note.com/sangyo_web/n/n781092afd044)｜怎么使用：直接 / 支持
- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- （SMM Chromium Analysis） South Africa's Ferrochrome Exports Surge 20% in August, Led by North American Demand (https://news.metal.com/newscontent/104155268-smm-chromium-analysis-south-africas-ferrochrome-exports-surge-20-in-august-led-by-north-american-demand)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：06、13；反向验证：13；专项深挖：06、13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Samancor Chrome Holdings (South Africa) is an equity-method affiliate (9% direct plus a share of Nihon Minami-A Chrome's 20%); profit/loss flows into non-operating income and primary metal, with a ferrochrome supply right up to 400kt/yr. It is the swing factor in ordinary profit and an impairment tail; effective share and carrying value unquantified.
- 内部研究类型：equity_method_affiliate_with_supply_right
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F056｜03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险

写入正文：03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险；11｜风险二：ASG 与 Samancor 两个资本尾部

归并到：F091

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Eskom concludes 62c/kWh electricity tariff for Samancor Chrome and Glencore–Merafe Chrome ferrochrome smelters (https://www.eskom.co.za/eskom-concludes-62c-kwh-electricity-tariff-for-samancor-chrome-and-glencore-merafe-chrome-ferrochrome-smelters-and-embarks-on-the-next-stage-of-tariff-interventions/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13
- （SMM Chromium Analysis） South Africa's Ferrochrome Exports Surge 20% in August, Led by North American Demand (https://news.metal.com/newscontent/104155268-smm-chromium-analysis-south-africas-ferrochrome-exports-surge-20-in-august-led-by-north-american-demand)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13；反向验证：13；专项深挖：06、13
- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-152-us-centslb)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30
- South Africa cuts electricity tariffs for struggling ferrochrome firms (https://www.cnbcafrica.com/2026/south-africa-cuts-electricity-tariffs-for-struggling-ferrochrome-firms)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14；同业比较：13；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03、05；反向验证：28
- 商社の経営戦略 —事業・人財ポートフォリオ— 阪和興業 中川洋一社長 (https://www.japanmetal.com/news-to20251222146972.html)｜怎么使用：支持证据
- South Africa Cuts Power Prices for Smelters. Who Pays? (https://www.energytransitionafrica.com/insights/article/south-africa-electricity-pricing-policy-subsidy-funding-gap)｜怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Eskom/NERSA 62c/kWh tariff policy removes the main cost obstacle to Samancor smelter restarts and thus to Hanwa's equity-method income, but falling ferrochrome prices make the profit effect partial.
- 内部研究类型：policy_transmission
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F057｜08｜ASG：历史上最大的一笔并购，条款是什么

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；08｜ASG：历史上最大的一笔并购，条款是什么；14｜资本配置与股东回报：5.80/10（判断 58）

归并到：F004

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接 / 支持
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ASG (Alliance Steel and ACI Building Systems) is a consolidated subsidiary (Hanwa 50.1% via HAMCO), with Hanwa also funding debt repayment via an intercompany loan; largest acquisition in company history whose returns versus an 8-9% cost of equity, minority terms and PPA decide whether the overseas/M&A pivot adds per-share value.
- 内部研究类型：acquired_consolidated_subsidiary
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F058｜08｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款

写入正文：08｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款

归并到：F044

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）

- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25
- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：支持证据
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：DBJ co-invests 49.9% in ASG through a new SPC; shares the capital burden but creates a minority claim with undisclosed exit or put terms.
- 内部研究类型：capital_co_investor
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F059｜03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险

写入正文：03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险；11｜风险二：ASG 与 Samancor 两个资本尾部

归并到：F091

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）

- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- 新・財務戦略 商社編 阪和興業 中川洋一専務（日刊産業新聞） (https://note.com/sangyo_web/n/n781092afd044)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JOGMEC's 49.9% minority in consolidated subsidiary Nihon Minami-A Chrome (which holds 20% of Samancor) reduces ordinary shareholders' economic share of Samancor profits and losses below the consolidated or voting figures.
- 内部研究类型：minority_claim_reduces_attributable_economics
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F060｜03｜供应商、客户与新的关键矿物选择权，还缺哪些事实

写入正文：03｜供应商、客户与新的关键矿物选择权，还缺哪些事实；13｜13.4 竞争与供应结构、KAP 选择权，以及 9 月 29 日的下跌

归并到：F047

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- KAP Minerals, Hanwa partner to strengthen Canada–Japan critical minerals supply chain (https://www.miningweekly.com/article/kap-minerals-hanwa-partner-to-strengthen-canadajapan-critical-minerals-supply-chain-2026-05-13)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07；反向验证：07
- Announcement of Memorandum of Understanding with KAP Minerals for Offtake and Development of a Downstream Supply Chain - Hanwa Co., Ltd. (https://www.hanwa.co.jp/en/news/202605135274/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：KAP Minerals (Canada) is a prospective offtake partner under a non-binding MoU for phosphate and rare-earth concentrate: an option on a critical-minerals chain with unproven economics, volumes and capital needs and no binding offtake.
- 内部研究类型：prospective_offtake_partner
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F061｜03｜供应商、客户与新的关键矿物选择权，还缺哪些事实

写入正文：03｜供应商、客户与新的关键矿物选择权，还缺哪些事实；13｜13.4 竞争与供应结构、KAP 选择权，以及 9 月 29 日的下跌；14｜商业结构、产品、客户与关键依赖：5.72/11（判断 52）

归并到：F045

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）

- 阪和興業（阪和興）【8078】の大株主・大量保有報告書 (https://kabutan.jp/stock/holder?code=8078&tab=0)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；专项深挖：24
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：支持证据

- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：支持证据；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 79 期（2025 年 4 月 1 日～2026 年 3 月 31 日） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：支持证据
- 阪和興業（阪和興）【8078】の大株主と資本異動情報｜株探 (https://kabutan.jp/stock/holder?code=8078&tab=0)｜怎么使用：支持证据；反向验证：24；同业比较：24；其他用途：历史
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：支持证据；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Nippon Steel is a probable major mill supplier and 1.42% shareholder (cross-shareholding); supply terms unverified (confidence 0.35). Supplier/shareholder overlap may shape steel spreads and governance; terms undisclosed.
- 内部研究类型：probable_supplier_and_shareholder_unverified
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F062｜08｜政策持股减少与 Nakayama 增持：两个相反的动作

写入正文：08｜政策持股减少与 Nakayama 增持：两个相反的动作；14｜资本配置与股东回报：5.80/10（判断 58）

归并到：F021

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）

- 中山鋼について、阪和興は保有割合が増加したと報告 （変更報告書 No.1） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=n202610050283)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24；外部现实校验：01、21、30；反向验证：21；专项深挖：01、07、21、24、30
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 中期経営計画 2028 資本効率・財務戦略 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：13、21；专项深挖：13、21、23；同业比较：23；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Nakayama Steel Works (5408): Hanwa raised its holding from 12.78% to 20.0% on 2 Oct 2026, adding a strategic steel-supply holding while policy holdings are supposed to shrink; cost, accounting and offtake rights unknown.
- 内部研究类型：strategic_steel_holding
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F063｜04｜印尼的少数股权：小而不确定

写入正文：04｜印尼的少数股权：小而不确定

归并到：F032

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Hanwa Co. and Yamato Kogyo acquire major stakes in Indonesian steelmaker (https://www.steelradar.com/en/hanwa-and-yamato-kogyo-acquire-major-stakes-in-indonesian-steelmaker/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01、04、07、20；专项深挖：01、04、07、20

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Yamato Kogyo controls 80% of PT Garuda Yamato Steel; Hanwa holds 15%. Small overseas manufacturing exposure and Indonesia sales route; profit contribution undisclosed.
- 内部研究类型：minority_manufacturing_partner
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F064｜04｜与冈谷钢机相比：规模第一，利润率并不第一

写入正文：04｜与冈谷钢机相比：规模第一，利润率并不第一；14｜竞争优势与结构耐久性：5.60/14（判断 40）

归并到：F016

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）

- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 【岡谷鋼機】（7485）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=7485)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、10、16；反向验证：02、08、09、10；专项深挖：02、08、09、10、16；同业比较：08；其他用途：历史
- 岡谷鋼機（7485）のセグメントごとの売上高・利益等 (https://irbank.net/E02553/segment)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、05、08、09、10；反向验证：02、08、10、35；专项深挖：02、05、08、09、10
- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php/products/qa/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、18

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Okaya & Co. (7485) is the closest independent steel-and-machinery trader: higher operating margin (3.5% vs 2.2%) and lower ROE (6.9% vs 9.4%), showing Hanwa's returns depend on turnover and leverage.
- 内部研究类型：closest_independent_competitor
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F065｜04｜与冈谷钢机相比：规模第一，利润率并不第一

写入正文：04｜与冈谷钢机相比：规模第一，利润率并不第一；13｜13.4 竞争与供应结构、KAP 选择权，以及 9 月 29 日的下跌

归并到：F046

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php/products/qa/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Kanematsu (8020) is a mid-size trading-house peer in valuation comparison sets; the operating comparison was not researched (confidence 0.4).
- 内部研究类型：valuation_peer_not_operationally_compared
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F066｜04｜钢铁需求持平，利润基础盘没有增长引擎

写入正文：04｜钢铁需求持平，利润基础盘没有增长引擎

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；反向验证：28
- 2026 年度第 1 四半期（2026 年 4 - 6 月期）鋼材需要見通し (https://www.meti.go.jp/policy/mono_info_service/mono/iron_and_steel/20261q.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11

- 経産省まとめ 粗鋼需要 2067 万トンに増 10—12 月見通し (https://www.japanmetal.com/news-t20261016151126.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：03、05、11、12、15、19、30
- 2026 年度の鉄鋼需要見通し (https://www.jisf.or.jp/news/topics/documents/2026tekkoujyuyoumitoshi.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、11、13、14；反向验证：05、11；专项深挖：05、11、13、14；同业比较：11；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：支持证据；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Japanese steel demand (METI/JISF) and construction steel users are the demand source for steel, construction work and steel-structure projects; flat demand and fewer large construction projects drove the Q1 steel decline, and METI's improving Q3 outlook is only a modest offset.
- 内部研究类型：end_market_demand_source
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F067｜08｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款

写入正文：08｜ASG 的风险：周期、关税、负资产和不透明的少数股东条款；11｜风险二：ASG 与 Samancor 两个资本尾部

归并到：F007

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）

- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接 / 支持
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接 /

支持；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32
- 2026 年度の鉄鋼需要見通し (https://www.jisf.or.jp/news/topics/documents/2026tekkoujyuyoumitoshi.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、11、13、14；反向验证：05、11；专项深挖：05、11、13、14；同业比较：11；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：US non-residential construction and tariffs are the demand and input-cost driver for ASG's pre-engineered metal buildings and decide whether ASG's roughly 20% operating margin is sustainable (confidence 0.55).
- 内部研究类型：end_market_and_tariff_driver
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F068｜06｜资产负债表：缓冲扎实，但母公司可用现金和债务期限不明

写入正文：06｜资产负债表：缓冲扎实，但母公司可用现金和债务期限不明

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29
- 阪和興業の企業情報 - 8078 / プライム / 卸売業 (https://www.buffett-code.com/company/8078/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、18
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：支持证据
- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The JCR A rating and 50% equity credit on the ¥50bn hybrid loan (BBB+) underpin the Net DER ~1.0x envelope; rating maintenance conditions how much of the ¥160bn investment plan can be debt-funded.
- 内部研究类型：rating_and_hybrid_underpin_capacity
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F069｜09｜Q1 进度 33.4%：预测偏保守，还是价格效应会回吐

写入正文：09｜Q1 进度 33.4%：预测偏保守，还是价格效应会回吐

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（11 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；反向验证：28
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業(8078)：アナリスト予想、コンセンサス｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/reportAnalyst?bcode=8078)｜怎么使用：支持证据
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31
- 2026 年３月期 第３四半期決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260206_5151.pdf)｜怎么使用：一手验证：16、32；反向验证：03、16、32；专项深挖：03、16、32；同业比较：03、32；其他用途：反证、历史
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：支持证据；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：支持证据；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史

- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Q1's price-driven run-rate flatters normalised earnings and should not be capitalised; the ambiguity in progress against forecast is carried into the ¥52-62bn bracket.
- 内部研究类型：qualifies
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F070｜06｜销售额越大，占用的现金越多：从价格上涨到营运资金

写入正文：06｜销售额越大，占用的现金越多：从价格上涨到营运资金；11｜风险一：价格上涨吃掉现金，同时占用同一块杠杆空间；14｜同一机制只计一次分，未知作为上限而非固定扣分

归并到：F087

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2026 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20251107_5074.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19；专项深挖：17、19；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26；其他用途：反证
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：支持证据
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：支持证据；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/2026's OCF contained about ¥29bn of working-capital release, so ex-working-capital OCF (about ¥45bn) is the right base; the plan's ¥57bn/yr assumes a 25-45% uplift.
- 内部研究类型：qualifies_baseline
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F071｜08｜同一块杠杆空间要被多次使用

写入正文：08｜同一块杠杆空间要被多次使用

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度−2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2026 年３月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26；其他用途：反证
- 2026 年３月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、18
- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Planned uses exceed base OCF by about ¥45bn, which must come from policy-holding sales, debt or working-capital release, drawing on the same Net DER headroom.
- 内部研究类型：funding_gap_consumes
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F072｜01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

写入正文：01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛；14｜同一机制只计一次分，未知作为上限而非固定扣分

归并到：F088

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：支持证据
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32
- 2026 年３月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、18
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：支持证据
- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ASG's ~¥36bn outlay reduces net-debt capacity from about ¥160bn to about ¥125bn.

- 内部研究类型：consumes_capacity
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F073｜01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

写入正文：01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛；14｜同一机制只计一次分，未知作为上限而非固定扣分

归并到：F088

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）

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接 / 支持
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ASG covers only about 30% of the ¥22.7bn gap to ¥75bn at full-year operating level before financing and minority; other contributors are not yet earning.
- 内部研究类型：insufficient_contributor
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F074｜02｜合并报表里的利润，并不都属于普通股东

写入正文：02｜合并报表里的利润，并不都属于普通股东；09｜现价隐含的是什么，再评级需要什么

归并到：F043

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）

- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35

- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28
- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：支持证据
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Only about 50.1% of consolidated ASG profit accrues to Hanwa's ordinary shareholders, so ASG's headline operating profit overstates per-share contribution.
- 内部研究类型：attributable_haircut
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F075｜05｜回报只比资本成本高 1–2 个百分点，护城河的缺位由此变成数字

写入正文：05｜回报只比资本成本高 1–2 个百分点，护城河的缺位由此变成数字；06｜ROE 为什么不等于护城河：周转与杠杆，以及两种口径

归并到：F089

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）

- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 【岡谷鋼機】（7485）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=7485)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、10、16；反向验证：02、08、09、10；专项深挖：02、08、09、10、16；同业比较：08；其他用途：历史
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括）(https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 2026 年３月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、18

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Turnover and leverage, not margin, explain ROE; with ROIC falling and a thin spread over cost of equity, the model has little cushion.
- 内部研究类型：explains
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F076｜08｜过去的增值投资回报只有约 5.6%，是对并购转向的反证

写入正文：08｜过去的增值投资回报只有约 5.6%，是对并购转向的反证

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）

- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括) (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28
- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：支持证据
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日) (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A 5.6% ROI on past value-add and overseas investments is below the 8-9% cost of equity, so ASG-type capital-heavier expansion is not self-evidently accretive.
- 内部研究类型：counter_evidence_to_expansion_returns
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F077｜08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

写入正文：08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

归并到：F090

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2026 年３月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括）(https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：支持证据
- 自己株式の取得状況に関するお知らせ（阪和興業 2026 年 7 月 1 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260630584343.pdf)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The DOE floor appears to be on shareholders' equity (about 3.5% of ¥360bn = ¥12.8bn), which excludes the market-sensitive ¥67bn of valuation/translation items.
- 内部研究类型：basis_defines_floor
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F078｜08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

写入正文：08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

归并到：F090

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 自己株式の取得状況に関するお知らせ（阪和興業 2026 年 7 月 1 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260630584343.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2026 年３月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The planned ~¥17.8bn (about 45% payout) is below FY3/2026's ~¥21bn (56%), so the policy raises predictability but not necessarily yen returned.
- 内部研究类型：qualifies_headline
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F079｜08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

写入正文：08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

归并到：F090

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）

- 2026 年３月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 中期経営計画 2028 資本効率・財務戦略 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21；专项深挖：13、21、23；同业比较：23；其他用途：历史
- 中山鋼について、阪和興は保有割合が増加したと報告 （変更報告書 No.1）(https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=n202610050283)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24；外部现实校验：01、21、30；反向验证：21；专项深挖：01、07、21、24、30
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括）(https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Nakayama step-up and a ¥29bn rise in investment securities cut against the 10% net-asset policy-holding target, unless offtake rights exempt the stake.
- 内部研究类型：tension_with_reduction_target
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F080｜01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

写入正文：01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛；09｜低 PBR 不是论点：折价对应的是低于理想的回报

归并到：F092

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（11 项；重复标签已按来源合并）

- 有価証券報告書 第 79 期（2025 年 4 月 1 日～2026 年 3 月 31 日） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業(株)【8078】：株価・株式情報 - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8078.T)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業<8078 ニュース・株価 (https://www.traders.co.jp/stocks/61_8078/news)｜怎么使用：支持证据；一手验证：27、31、34；专项深挖：34
- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31
- 阪和興業 (8078) 目標株価 / レーティング (https://www.kabuka.jp.net/rating/8078.html)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：23、26、27、31；专项深挖：23、26、27、31
- 阪和興業(8078)：株式・株価、企業概要｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/sp/reportTop?bcode=8078)｜怎么使用：支持证据
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、18
- Hanwa stock holds near key levels as metals demand drives results (https://www.ad-hoc-news.de/boerse/news/nebenwerte/hanwa-stock-holds-near-key-levels-as-metals-demand-drives-results/70160203)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Outstanding versus issued share denominators move PBR from 0.81x to 0.88x; relative judgments must fix the basis first.
- 内部研究类型：qualifies_basis
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F081｜01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

写入正文：01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛；09｜低 PBR 不是论点：折价对应的是低于理想的回报

归并到：F092

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業<8078 ニュース・株価 (https://www.traders.co.jp/stocks/61_8078/news)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34；专项深挖：34
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔財政状態・配当〕 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php/products/qa/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31；其他用途：反证
- 阪和興業 (8078) 目標株価 / レーティング (https://www.kabuka.jp.net/rating/8078.html)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：23、26、27、31；专项深挖：23、26、27、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Multiples at ¥1,825 imply a normalised earnings level near company forecast.
- 内部研究类型：supports_inference
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F082｜01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛；11｜什么会证伪上行判断；14｜总分 55.57，B 级：质量尚可，但价格已经计入复苏

归并到：F095

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業<8078 ニュース・株価 (https://www.traders.co.jp/stocks/61_8078/news)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34；专项深挖：34
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔財政状態・配当〕(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31；其他用途：反证
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 2026 年３月期 決算短信〔キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細〕(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 阪和興業 (8078) 目標株価 / レーティング (https://www.kabuka.jp.net/rating/8078.html)｜怎么使用：外部现实校验：23、26、27、31；专项深挖：23、26、27、31；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A price already discounting recovery near guidance underpins the hold-like thesis and defines the re-rating conditions.
- 内部研究类型：supports

- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F083｜01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛；11｜什么会证伪上行判断；14｜总分 55.57，B 级：质量尚可，但价格已经计入复苏

归并到：F095

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（13 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2026 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20251107_5074.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19；专项深挖：17、19；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260206_5151.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、32；反向验证：03、16、32；专项深挖：03、16、32；同业比较：03、32；其他用途：历史
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29；其他用途：反证
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手

验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35

- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：支持证据；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31；其他用途：反证
- 阪和興業 (8078) 目標株価 / レーティング (https://www.kabuka.jp.net/rating/8078.html)｜怎么使用：外部现实校验：23、26、27、31；专项深挖：23、26、27、31；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Working-capital absorption, ASG returns below cost of equity and Samancor with falling ferrochrome prices are the most informative falsifiers of the upside case.
- 内部研究类型：falsification_conditions
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F084｜11｜最近的检验：11 月 6 日的上半年业绩（晚于本次评审日）

写入正文：11｜最近的检验：11 月 6 日的上半年业绩（晚于本次评审日）

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03、05；反向验证：28
- 阪和興業(8078)：アナリスト予想、コンセンサス｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/reportAnalyst?bcode=8078)｜怎么使用：支持证据
- 2026 年３月期 第３四半期決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260206_5151.pdf)｜怎么使用：一手验证：16、32；反向验证：03、16、32；专项深挖：03、16、32；同业比较：03、32；其他用途：反证、历史
- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-

152-us-centslb)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30
- 経産省まとめ 粗鋼需要 2067 万トンに増 10—12 月見通し (https://www.japanmetal.com/news-t20261016151126.html)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：03、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：03、05、11、12、15、19、30
- 中山鋼について、阪和興は保有割合が増加したと報告 （変更報告書 No.1） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=n202610050283)｜怎么使用：支持证据；一手验证：07、24；外部现实校验：01、21、30；反向验证：21；专项深挖：01、07、21、24、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：H1 FY3/2027 results on 6 November 2026 (post-cutoff) will indicate whether Q1 strength reflects a conservative forecast or reverting price effects.
- 内部研究类型：will_test
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F085｜09｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义

写入正文：09｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义；10｜10.5 价格与基本面的时序：价格走在盈利前面，业绩日的响应被保留；12｜股价在利润回来之前先涨了，所以现在的问题和 2025 年不同

归并到：F093

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 【阪和興業】（8078） 過去 10 年間の株価推移 (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、31、33、34、35；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Public fundamental events and expectation changes are compared with the independently formed Technical State only as price-response and timing context; fundamental positivity (Q1 profit catch-up, capital-policy upgrade) neither confirms nor alters the protected Technical truth, which is referenced as a whole.

- 内部研究类型：cross_lane_timing_comparison_without_rewrite
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F086｜09｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义

写入正文：09｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义；10｜10.5 价格与基本面的时序：价格走在盈利前面，业绩日的响应被保留；12｜股价在利润回来之前先涨了，所以现在的问题和 2025 年不同

归并到：F093

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業 (8078) : 時系列の株価推移 (https://minkabu.jp/stock/8078/daily_bar)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The unexplained 29 September drop is carried as an open cross-lane question relating to event-response asymmetry in the protected Technical truth; it does not redefine that truth.
- 内部研究类型：unresolved_event_response_context
- 内部来源标记：TECHNICAL / OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F087｜06｜销售额越大，占用的现金越多：从价格上涨到营运资金

写入正文：06｜销售额越大，占用的现金越多：从价格上涨到营运资金；11｜风险一：价格上涨吃掉现金，同时占用同一块杠杆空间；14｜同一机制只计一次分，未知作为上限而非固定扣分

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）

- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；反向验证：28
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35

- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2026 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20251107_5074.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19；专项深挖：17、19；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26；其他用途：反证
- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度−2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260206_5151.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、32；反向验证：03、16、32；专项深挖：03、16、32；同业比较：03、32；其他用途：历史
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Cyclical profit to working capital to cash｜Rising non-ferrous/oil prices lift Q1 profit (segments, cycle, margin) but the same price rise inflates receivables and inventory on a ¥3.0tn sales base, so profit growth and operating cash flow can diverge. FY3/2026's ¥74.3bn OCF contained about ¥29bn of working-capital release and the plan's base OCF excludes working capital, so ¥57bn/yr needs a 25-45% uplift over recent ex-working-capital OCF. Hedge valuation losses on inventory (recycled metal) show the same price move can hurt one segment while helping another.
- 内部研究类型：cross_domain_causal_chain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Reported profit growth may not become distributable cash; cash can be absorbed just as ASG, M&A and the payout floor draw on the same capacity.
- 不确定性（原始记录）：Q1 inventory-gain share and FY3/2027 working-capital build unknown.

在线打开本发现 →

F088｜01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

写入正文：01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛；14｜同一机制只计一次分，未知作为上限而非固定扣分

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）

- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接 / 支持
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32
- （阪和興 8078.T） 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://finance.biggo.jp/news/jpx_tdnet_140120260630584244)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 2026 年度の鉄鋼需要見通し (https://www.jisf.or.jp/news/topics/documents/2026tekkoujyuyoumitoshi.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、11、13、14；反向验证：05、11；专项深挖：05、11、13、14；同业比较：11；其他用途：历史
- Announcement of Memorandum of Understanding with KAP Minerals for Offtake and Development of a Downstream Supply Chain - Hanwa Co., Ltd. (https://www.hanwa.co.jp/en/news/202605135274/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01
- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接证据；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：直接证据；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史
- 阪和興業｜中期経営計画 2028「Go Beyond」策定と海外 M&A・電池材料への攻めの投資転換（2026 年） (https://the-shashi.com/tse/8078/decisions/go-beyond-2026/)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ASG as the capital-allocation test｜ASG (about 20% margin, about 8x EBIT, negative net assets) is bought with a US$226m outlay that includes a debt-repayment loan, a 49.9% DBJ minority, and no inclusion in the FY3/2027 forecast. It adds at most about ¥4-7bn of operating profit against a ¥22.7bn target gap, so ¥75bn needs other contributors; its cost is funded from the same Net DER 1.0x headroom (now 0.6x) that also covers working-capital swings and the payout floor.
- 内部研究类型：capital_allocation_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：If ASG earns above 9% after minority, PPA and financing, it supports the plan; otherwise goodwill and minority terms can permanently depress ROE.
- 不确定性（原始记录）：Terms, PPA, peak-versus-normal margin unresolved.

在线打开本发现 →

F089｜05｜回报只比资本成本高 1–2 个百分点，护城河的缺位由此变成数字

写入正文：05｜回报只比资本成本高 1–2 个百分点，护城河的缺位由此变成数字；06｜ROE 为什么不等于护城河：周转与杠杆，以及两种口径

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（11 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：

02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史

- 【岡谷鋼機】（7485）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=7485)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、10、16；反向验证：02、08、09、10；专项深挖：02、08、09、10、16；同业比较：08；其他用途：历史
- 岡谷鋼機（7485）のセグメントごとの売上高・利益等 (https://irbank.net/E02553/segment)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、05、08、09、10；反向验证：02、08、10、35；专项深挖：02、05、08、09、10
- 2026年3月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026年10月2日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 阪和興業、2026年3月期は増収減益 経常利益522億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：直接证据；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史
- 2026年3月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027年3月期 第1四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php/products/qa/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Return arithmetic: thin spread over cost of equity｜ROE 9.44% on total equity (10.9% on shareholders' equity) and pre-tax ROIC 10.3% sit only 1-2 points above an 8-9% cost of equity. High ROE versus Okaya comes from turnover and leverage (net margin 1.4% vs 2.6%), not pricing power. Prior value-add investments earned about 5.6%. Capital-heavier acquisitions must therefore earn well above past returns to lift per-share value.
- 内部研究类型：return_on_capital_mechanism

- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Per-share value creation depends on incremental returns, not on the existing franchise; a downturn would compress returns toward cost of capital.
- 不确定性（原始记录）：Incremental ROIC unknown.

在线打开本发现 →

F090｜08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

写入正文：08｜股东回报：底线更可预测，但日元金额未必增加

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（16 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括）(https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 中期経営計画 2028 資本効率・財務戦略 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21；专项深挖：13、21、23；同业比较：23；其他用途：历史
- 阪和興業（阪和興）【8078】の大株主・大量保有報告書 (https://kabutan.jp/stock/holder?code=8078&tab=0)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；专项深挖：24
- 中山鋼について、阪和興は保有割合が増加したと報告 （変更報告書 No.1）(https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=n202610050283)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24；外部现实校验：01、21、30；反向验证：21；专项深挖：01、07、21、24、30
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 自己株式の取得状況に関するお知らせ（阪和興業 2026 年 7 月 1 日）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260630584343.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信（財政状態・配当）(https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業の企業情報 - 8078 / プライム / 卸売業 (https://www.buffett-code.com/company/8078/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026 年 10 月 2 日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26；其他用途：反证
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、18
- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Capital policy: DOE floor versus investment envelope and policy-holding release｜The DOE floor of 3.5% on shareholders' equity (about ¥12.8bn for ¥66 DPS) plus a ¥5bn buyback gives about 45% payout against 56% in FY3/2026, so the policy raises predictability while yen returned could fall. It competes with the ¥160bn investment envelope. The 10% policy-holding target should release about ¥25bn but the Nakayama step-up to 20% and a ¥29bn rise in investment securities cut against it.
- 内部研究类型：capital_allocation_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A dependable dividend floor but no clear increase in absolute return; funding competition with M&A.
- 不确定性（原始记录）：Buyback pace, offtake exemptions and unrealised gains/tax leakage undisclosed.

在线打开本发现 →

F091｜03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险

写入正文：03｜Samancor：一份战略原料权利，加上一个有过 349 亿日元亏损的尾部风险；11｜风险二：ASG 与 Samancor 两个资本尾部

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（15 项；重复标签已按来源合并）

- 新・財務戦略 商社編 阪和興業 中川洋一専務（日刊産業新聞） (https://note.com/sangyo_web/n/n781092afd044)｜怎么使用：直接 / 支持
- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接 / 支持；

一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史

- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- Eskom concludes 62c/kWh electricity tariff for Samancor Chrome and Glencore–Merafe Chrome ferrochrome smelters (https://www.eskom.co.za/eskom-concludes-62c-kwh-electricity-tariff-for-samancor-chrome-and-glencore-merafe-chrome-ferrochrome-smelters-and-embarks-on-the-next-stage-of-tariff-interventions/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13
- （SMM Chromium Analysis） South Africa's Ferrochrome Exports Surge 20% in August, Led by North American Demand (https://news.metal.com/newscontent/104155268-smm-chromium-analysis-south-africas-ferrochrome-exports-surge-20-in-august-led-by-north-american-demand)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13；反向验证：13；专项深挖：06、13
- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-152-us-centslb)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30
- South Africa cuts electricity tariffs for struggling ferrochrome firms (https://www.cnbcafrica.com/2026/south-africa-cuts-electricity-tariffs-for-struggling-ferrochrome-firms)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14；同业比较：13；其他用途：历史
- South Africa Cuts Power Prices for Smelters. Who Pays? (https://www.energytransitionafrica.com/insights/article/south-africa-electricity-pricing-policy-subsidy-funding-gap)｜怎么使用：直接证据；其他用途：反证
- South Africa's Ferrochrome Electricity Tariff Deal Explained 2026 (https://discoveryalert.com.au/south-africa-ferrochrome-electricity-tariff-deal-nersa-eskom/)｜怎么使用：直接证据
- 商社の経営戦略 —事業・人財ポートフォリオ— 阪和興業 中川洋一社長 (https://www.japanmetal.com/news-to20251222146972.html)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；反向验证：28
- Announcement of Memorandum of Understanding with KAP Minerals for Offtake and Development of a Downstream Supply Chain - Hanwa Co., Ltd. (https://www.hanwa.co.jp/en/news/202605135274/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、18

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Samancor: power tariff, restarts, ferrochrome price and tail risk｜Eskom 62c/kWh tariff leads to smelter restarts and volume recovery, but falling European/China ferrochrome prices cap the profit effect. Hanwa's effective economic share is below the 33.5% voting figure because of JOGMEC's 49.9% minority at Nihon Minami-A; FY3/2020 shows a ¥34.9bn tail loss. The stake also provides a 400kt/yr ferrochrome supply right, making it partly strategic rather than purely financial.
- 内部研究类型：cross_domain_causal_chain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Partial, volume-led recovery upside coexists with a demonstrated impairment tail.
- 不确定性（原始记录）：Carrying value and effective share unquantified; confidence 0.45 on the recovery inference.

在线打开本发现 →

F092｜01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

写入正文：01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛；09｜低 PBR 不是论点：折价对应的是低于理想的回报

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（23 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業<8078 ニュース・株価 (https://www.traders.co.jp/stocks/61_8078/news)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34；专项深挖：34
- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php/products/qa/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31；其他用途：反证
- 阪和興業 (8078) 目標株価 / レーティング (https://www.kabuka.jp.net/rating/8078.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、26、27、31；专项深挖：23、26、27、31
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔財政状態・配当〕 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- Hanwa Co., Ltd. Stock (8078) - MarketScreener (https://www.marketscreener.com/quote/stock/HANWA-CO-LTD-6492255/)｜怎么使用：直接证据
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)

｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史

- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026年10月2日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026年9月2日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業(8078)：株式・株価、企業概要｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/sp/reportTop?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026年3月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 有価証券報告書 第79期（2025年4月1日～2026年3月31日） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業(株)【8078】：株価・株式情報 - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8078.T)｜怎么使用：直接 / 支持
- Hanwa stock holds near key levels as metals demand drives results (https://www.ad-hoc-news.de/boerse/news/nebenwerte/hanwa-stock-holds-near-key-levels-as-metals-demand-drives-results/70160203)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026年3月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027年3月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；反向验证：28
- 阪和興業(8078)：アナリスト予想、コンセンサス｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/reportAnalyst?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026年3月期 第3四半期決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260206_5151.pdf)｜怎么使用：一手验证：16、32；反向验证：03、16、32；专项深挖：03、16、32；同业比较：03、32；其他用途：反证、历史
- 【阪和興業】（8078） 過去10年間の株価推移 (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支

持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、31、33、34、35；其他用途：历史
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括）(https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Valuation and expectations: price already near guided recovery｜At ¥1,825 (PBR 0.81x, PER 8.9x, yield 3.6%) the price reflects roughly guided earnings; consensus (about ¥61bn) is above the company, and the stock re-rated before earnings recovered (price-led 2025), so the next move depends on forecast revisions and confirmed cash conversion rather than cheapness. Basis traps (outstanding vs issued shares: PBR 0.81x vs 0.88x; total vs shareholders' equity ROE) must be fixed before relative judgments.
- 内部研究类型：valuation_expectation_bridge
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Limited margin of safety; re-rating requires ordinary profit durably above ¥60bn with ROE at least 3 points above cost of equity.
- 不确定性（原始记录）：Consensus above guidance is opposing evidence; no DCF.

在线打开本发现 →

F093｜09｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义

写入正文：09｜每股口径的陷阱，以及价格先于盈利的含义；10｜10.5 价格与基本面的时序：价格走在盈利前面，业绩日的响应被保留；12｜股价在利润回来之前先涨了，所以现在的问题和 2025 年不同

研究范围：开放研究

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- 【阪和興業】（8078） 過去 10 年間の株価推移 (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、31、33、34、35；其他用途：历史
- 阪和興業（阪和興）【8078】の月間株価（月足） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=8078&ashi=mon)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34
- 阪和興業（8078）の株価チャート (https://irbank.net/8078/chart?mw=2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：34；同业比较：33、34；其他用途：历史
- 阪和興業<8078 ニュース・株価 (https://www.traders.co.jp/stocks/61_8078/news)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34；专项深挖：34
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史

- 【阪和興業】（8078） 過去 1 か月の四本値推移 (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/dprice/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34
- 阪和興業 (8078)：時系列の株価推移 (https://minkabu.jp/stock/8078/daily_bar)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Technical x fundamental: price-led re-rating, retained results response｜Shallower drawdowns and faster recoveries in 2026 coincide with the new plan, the 3.5% DOE floor and Q1's price-driven beat, while the 2018 and 2024 pulses failed. This cross-lane synthesis records timing and response only: the pure price state remains exactly as held in the protected Technical structure, and fundamental evidence does not confirm, downgrade or reinterpret it. Price-Fundamental Timing is price-led.
- 内部研究类型：cross_lane_semantic
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Re-rating has largely run ahead of earnings, so continued price support depends on confirmation through forecast revisions and cash conversion; any price deterioration would be read through the independent Technical lane.
- 不确定性（原始记录）：Timing judgement confidence 0.5; only one full pullback cycle at the new height; 29 Sept drop unexplained.

在线打开本发现 →

F094｜02｜耐久性来自周期性的资产负债表修复，不来自利润率

写入正文：02｜耐久性来自周期性的资产负债表修复，不来自利润率；05｜弱点、依赖与可能的不可逆断裂

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（44 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業(8078)：株式・株価、企業概要｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/sp/reportTop?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026年10月2日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026年10月2日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 商社の経営戦略 —事業・人財ポートフォリオ— 阪和興業 中川洋一社長 (https://www.japanmetal.com/news-to20251222146972.html)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業、2026年3月期は増収減益 経常利益522億円で着地 (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接证据
- 2027年３月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；反向验证：28
- 2026年３月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 2026年度第１四半期（2026年４-６月期）鋼材需要見通し (https://www.meti.go.jp/policy/mono_info_service/mono/iron_and_steel/20261q.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11
- 経産省まとめ 粗鋼需要2067万トンに増 10—12月見通し (https://www.japanmetal.com/news-t20261016151126.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：03、05、11、12、15、19、30
- 2026年度の鉄鋼需要見通し (https://www.jisf.or.jp/news/topics/documents/2026tekkoujyuyoumitoshi.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、11、13、14；反向验证：05、11；专项深挖：05、11、13、14；同业比较：11；其他用途：历史
- （SMM Chromium Analysis） South Africa's Ferrochrome Exports Surge 20% in August, Led by North American Demand (https://news.metal.com/newscontent/104155268-smm-chromium-analysis-south-africas-ferrochrome-exports-surge-20-in-august-led-by-north-american-demand)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13；反向验证：13；专项深挖：06、13
- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-152-us-centslb)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30

- South Africa Cuts Power Prices for Smelters. Who Pays? (https://www.energytransitionafrica.com/insights/article/south-africa-electricity-pricing-policy-subsidy-funding-gap)｜怎么使用：直接证据；其他用途：反证
- 【岡谷鋼機】（7485）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=7485)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、08、09、10、16；反向验证：02、08、09、10；专项深挖：02、08、09、10、16；同业比较：08；其他用途：历史
- 岡谷鋼機（7485）のセグメントごとの売上高・利益等 (https://irbank.net/E02553/segment)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、05、08、09、10；反向验证：02、08、10、35；专项深挖：02、05、08、09、10
- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29；其他用途：反证
- 阪和興業の企業情報 - 8078 / プライム / 卸売業 (https://www.buffett-code.com/company/8078/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26；其他用途：反证
- 阪和興業 中期経営計画（2026 年度－2028 年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- 2026 年３月期 第２四半期（中間期）決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20251107_5074.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19；专项深挖：17、19；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 2026 年３月期 第３四半期決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260206_5151.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、32；反向验证：03、16、32；专项深挖：03、16、32；同业比较：03、32；其他用途：历史
- South Africa cuts electricity tariffs for struggling ferrochrome firms (https://www.cnbcafrica.com/2026/south-africa-cuts-electricity-tariffs-for-struggling-ferrochrome-firms)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14；同业比较：13；其他用途：历史

- 阪和興業（阪和興）【8078】の大株主・大量保有報告書 (https://kabutan.jp/stock/holder?code=8078&tab=0)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；专项深挖：24
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 79 期（2025 年 4 月 1 日～2026 年 3 月 31 日） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業（阪和興）【8078】の大株主と資本異動情報｜株探 (https://kabutan.jp/stock/holder?code=8078&tab=0)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：24；同业比较：24；其他用途：历史
- コーポレート・ガバナンス - 阪和興業株式会社 (https://www.hanwa.co.jp/company/governance.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23
- コーポレートガバナンス報告書（最終更新日：2026 年 7 月 29 日） (https://finance.stockweather.co.jp/contents/dispPDF.aspx?disclosure=20260721597013)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23
- 中期経営計画 2028 資本効率・財務戦略 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21；专项深挖：13、21、23；同业比较：23；其他用途：历史
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php/products/qa/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31
- 新・財務戦略 商社編 阪和興業 中川洋一専務（日刊産業新聞） (https://note.com/sangyo_web/n/n781092afd044)｜怎么使用：直接 / 支持
- Eskom concludes 62c/kWh electricity tariff for Samancor Chrome and Glencore–Merafe Chrome ferrochrome smelters (https://www.eskom.co.za/eskom-concludes-62c-kwh-electricity-tariff-for-samancor-chrome-and-glencore-merafe-chrome-ferrochrome-smelters-and-embarks-on-the-next-stage-of-tariff-interventions/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13
- South Africa's Ferrochrome Electricity Tariff Deal Explained 2026 (https://discoveryalert.com.au/south-africa-ferrochrome-electricity-tariff-deal-nersa-eskom/)｜怎么使用：直接证据
- Announcement of Memorandum of Understanding with KAP Minerals for Offtake and Development of a Downstream Supply Chain - Hanwa Co., Ltd. (https://www.hanwa.co.jp/en/news/202605135274/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable Business Portrait and structural durability｜Slow variables: (1) the commodity/steel price cycle and a roughly 2% operating-margin distribution spread; (2) working-capital intensity on ¥2.7-3.0tn turnover; (3) leverage and rating capacity (equity ratio 35%, Net DER 0.6x, A rating, 50% equity credit on a ¥50bn hybrid); (4) pace and quality of capital deployment (policy-holding sales, M&A, buybacks); (5) the gap between ROE/ROIC and an 8-9% cost of equity; (6) ferrochrome/South African power economics via Samancor. Strengths: scale leadership among independent steel traders; a diversified commodity/overseas base that rescued steel profit when volume fell in FY3/2026; a conservative balance-sheet posture after the FY3/2020 loss (equity ratio from 26% to 35%, Net DER 0.8x to 0.6x); documented policy-holding reduction; DBJ/JOGMEC partners sharing capital burden; a predictable DOE-based dividend. Weaknesses: no demonstrable moat or pricing power (margin 2.2% vs Okaya 3.5%); flat domestic steel demand; earnings and OCF swinging with prices and working capital (OCF -¥281bn to +¥284bn in five years); prior-plan misses; Samancor tail risk; an ASG deal with a largely hidden structure (minority, debt loan, PPA); about 5.6% return on value-add investments. Dependencies: commodity prices for the current profit lift; steel mills and construction projects for the base; Eskom/NERSA and ferrochrome demand for Samancor; DBJ and US non-residential construction for ASG; rating agencies and lenders for the Net DER 1.0x envelope. Self-repair: working-capital release when prices fall, hedging and currency-matched funding, equity buffer (about ¥433bn net assets, ¥67bn of it valuation/translation items), policy-holding sales, buyback and dividend flexibility, and a history of recovering from FY3/2020; repair is cyclical and balance-sheet based, not margin-driven. Potential irreversible breaks: a large Samancor impairment coinciding with a working-capital drain that threatens the A rating or payout floor; an overpriced overseas acquisition whose goodwill or minority terms permanently depress ROE; loss of steel mill/customer relationships (terms unobserved). None has occurred; the evidence supports a durable but cyclical, thin-return trader whose per-share outcome depends mainly on capital-allocation discipline rather than a structural moat.
- 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）：Durable franchise with limited pricing power; shareholder outcome turns on cash conversion discipline and returns on new capital.
- 不确定性（原始记录）：Mill/customer terms and parent-available cash unobserved; durability judgements rest on returns data and history rather than customer-side evidence.

在线打开本发现 →

F095｜01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜ASG 是第一场检验，估值只是给出再评级的门槛；11｜什么会证伪上行判断；14｜总分 55.57，B 级：质量尚可，但价格已经计入复苏

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（39 项；重复标签已按来源合并）

- 阪和興業 8078 (Nomura Research Institute QUICK/IR report) 2026年10月2日 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026年9月2日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026年10月2日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2026年3月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2027年3月期 第1四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31；其他用途：反证
- 阪和興業 (8078) 目標株価 / レーティング (https://www.kabuka.jp.net/rating/8078.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、26、27、31；专项深挖：23、26、27、31；其他用途：反证
- 阪和興業<8078 ニュース・株価 (https://www.traders.co.jp/stocks/61_8078/news)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、34；专项深挖：34
- 阪和興業株式会社 中期経営計画 — EDINET DB (https://edinetdb.com/company/E02554/midterm-plans/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：23；同业比较：23；其他用途：历史
- 【阪和興業】（8078）決算発表や業務・財務情報 (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：02、03、12、16、22、28、33；其他用途：历史
- 阪和興業 中期経営計画（2026年度－2028年度）に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業｜中期経営計画2028「Go Beyond」策定と海外M&A・電池材料への攻めの投資転換（2026年） (https://the-shashi.com/tse/8078/decisions/go-beyond-2026/)｜怎么使用：直接证据
- 阪和興業の米ASG買収｜DBJ共同投資と50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32

- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-152-us-centslb)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30
- 経産省まとめ 粗鋼需要 2067 万トンに増 10―12 月見通し (https://www.japanmetal.com/news-t20261016151126.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03、05、11、12、15、19、30、35；专项深挖：03、05、11、12、15、19、30
- 中山鋼について、阪和興は保有割合が増加したと報告 （変更報告書 No.1） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=n202610050283)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24；外部现实校验：01、21、30；反向验证：21；专项深挖：01、07、21、24、30
- 阪和興業【8078】営業キャッシュフローの推移 (https://strainer.jp/companies/JP-8078/financials/NetCashByOperatingActivities)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：17；反向验证：18；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史
- 2026 年３月期 第２四半期（中間期）決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20251107_5074.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19；专项深挖：17、19；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 2026 年３月期 第３四半期決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260206_5151.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、32；反向验证：03、16、32；专项深挖：03、16、32；同业比较：03、32；其他用途：反证、历史
- 阪和興業（8078）格付情報 (https://www.jcr.co.jp/ratinglist/corp/8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、25、29；专项深挖：18、25、29；其他用途：反证
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；反向验证：28
- 阪和興業(8078)：アナリスト予想、コンセンサス｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/reportAnalyst?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持
- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php/products/qa/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31
- Hanwa Co., Ltd. Stock (8078) - MarketScreener (https://www.marketscreener.com/quote/stock/HANWA-CO-LTD-6492255/)｜怎么使用：直接证据
- 阪和興業(8078)：株式・株価、企業概要｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/sp/reportTop?bcode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年３月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、18
- 有価証券報告書 第 79 期（2025 年４月１日～2026 年３月 31 日） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 阪和興業(株)【8078】：株価・株式情報 - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8078.T)｜怎么使用：直接 / 支持

- Hanwa stock holds near key levels as metals demand drives results (https://www.ad-hoc-news.de/boerse/news/nebenwerte/hanwa-stock-holds-near-key-levels-as-metals-demand-drives-results/70160203)｜怎么使用：直接 / 支持
- 【阪和興業】（8078） 過去 10 年間の株価推移 (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=8078)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34；同业比较：27、31、33、34、35；其他用途：历史
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接 / 支持
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25
- （阪和興 8078.T） 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://finance.biggo.jp/news/jpx_tdnet_140120260630584244)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年度の鉄鋼需要見通し (https://www.jisf.or.jp/news/topics/documents/2026tekkoujyuyoumitoshi.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、11、13、14；反向验证：05、11；专项深挖：05、11、13、14；同业比较：11；其他用途：历史
- Announcement of Memorandum of Understanding with KAP Minerals for Offtake and Development of a Downstream Supply Chain - Hanwa Co., Ltd. (https://www.hanwa.co.jp/en/news/202605135274/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01
- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Adjudicated thesis, counter-evidence and falsifiers｜Positive evidence: Q1 profit rebound, unchanged forecast below consensus, DOE floor, strong balance sheet, retained results response. Counter-evidence: price/inventory-driven rebound, steel profit falling, plan-target misses, ROE only modestly above cost of equity, ASG returns unproven, consensus and analyst targets above price (opposing the hold-like conclusion). Falsifiers: working-capital cash absorption, ASG returns/PPA/minority terms, Samancor with falling ferrochrome prices.
- 内部研究类型：thesis_and_counter_evidence
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Hold-like: upside needs evidence of durable ordinary profit above ¥60bn and returns above 9% on new capital.
- 不确定性（原始记录）：Thesis confidence 0.5.

在线打开本发现 →

F096｜13｜13.1 最高优先级：正常化利润有多少，现金能否跟上

写入正文：13｜13.1 最高优先级：正常化利润有多少，现金能否跟上

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（29 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、05；反向验证：28
- 阪和興業(8078)：アナリスト予想、コンセンサス｜株予報 Pro (https://kabuyoho.jp/reportAnalyst?bcode=8078)｜怎么使用：直接证据
- 阪和興業(8078)：理論株価・目標株価 / ニュース (https://kabuyoho.jp/sp/reportTarget?bcode=8078)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、28、31、35；专项深挖：27、28、31
- 阪和興業（阪和興）【8078】の業績・財務推移 (https://kabutan.jp/stock/finance?code=8078)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、28、30；专项深挖：12、16、27、28、30、35；同业比较：16、28、30；其他用途：历史
- 阪和興業＜8078＞、鉄鋼構造物メーカーの米国 Associated Steel Group を日本政策投資銀行と共同買収へ (https://maonline.jp/news/20260630i)｜怎么使用：直接证据
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得完了に関するお知らせ（2026 年 9 月 2 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260828528116.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、14、20、25、35；外部现实校验：24；专项深挖：01、07、14、20、24、25、28、35
- 米国 Associated Steel Group, LLC の持分取得（連結子会社化）及び連結子会社の増資に関するお知らせ (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260630_5355.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、04、07、25；专项深挖：01、04、07、25
- 阪和興業の米 ASG 買収｜DBJ 共同投資と 50.1%取得の設計を読む (https://assetsalon.online/hanwa-associated-steel-group-acquisition/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30、32；外部现实校验：01、04、32；反向验证：01、35；专项深挖：01、04、30、32
- 2026 年 3 月期 決算短信（キャッシュ・フロー／貸借対照表詳細） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5251.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、17、18、19、21、22、29、35；专项深挖：02、15、17、18、19、21、22、29、32、35
- 2026 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20251107_5074.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、19；专项深挖：17、19；同业比较：17、19；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 79 期 — キャッシュ・フローの状況 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260619_5327.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、25；反向验证：17、19、26；专项深挖：17、18、19、20、25、26
- 南アフリカ・Samancor Chrome Holdings 社に出資 (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000260.000012624.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、07、10；外部现实校验：01；专项深挖：01、06、07、10、24；同业比较：01、07；其他用途：历史
- 臨時報告書（SAMANCOR 減損） (https://irbank.net/E02554/ext?f=S100IHEU)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、06、12、33；反向验证：29、33；专项深挖：01、06、12、14、29、33；同业比较：01、06、12、14、29、33、35；其他用途：历史

- （SMM Chromium Analysis） South Africa's Ferrochrome Exports Surge 20% in August, Led by North American Demand (https://news.metal.com/newscontent/104155268-smm-chromium-analysis-south-africas-ferrochrome-exports-surge-20-in-august-led-by-north-american-demand)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：06、13；反向验证：13；专项深挖：06、13
- （SMM Chromium Flash） Samchrome Cuts Q4 European Ferrochrome Benchmark by 4 Cents to 152 US Cents/lb (https://news.metal.com/newscontent/104180984-smm-chromium-flash-samchrome-cuts-q4-european-ferrochrome-benchmark-by-4-cents-to-152-us-centslb)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、30；反向验证：12、30、35；专项深挖：12、30
- 中期経営計画 2028 資本効率・財務戦略 (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260512_5256.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21；专项深挖：13、21、23；同业比较：23；其他用途：历史
- 中山鋼について、阪和興は保有割合が増加したと報告 （変更報告書 No.1） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=n202610050283)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24；外部现实校验：01、21、30；反向验证：21；专项深挖：01、07、21、24、30
- 自己株式の取得状況に関するお知らせ（阪和興業 2026 年 7 月 1 日） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260630584343.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 阪和興業 8078 アナリストレポート（2026 年 10 月 2 日）— 詳細 (https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_8078/main/00/teaserItems1/00/link/qnresearch_8078.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、22、26、35；外部现实校验：34；专项深挖：02、03、05、08、09、10、11、12、15、16、19、22、26、33、35；同业比较：02、05、09、10、12、15、22、26；其他用途：历史
- 2027 年３月期 第１四半期決算短信（財政状態・配当） (https://www.hanwa.co.jp/ms/data/pdf/ir/20260807_5415.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、11、15、16、26、27、35；反向验证：15；专项深挖：02、03、05、11、15、16、26、27、32、35
- South Africa cuts electricity tariffs for struggling ferrochrome firms (https://www.cnbcafrica.com/2026/south-africa-cuts-electricity-tariffs-for-struggling-ferrochrome-firms)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：06、13、14；专项深挖：06、13、14；同业比较：13；其他用途：历史
- 阪和興業（阪和興）【8078】の大株主・大量保有報告書 (https://kabutan.jp/stock/holder?code=8078&tab=0)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；专项深挖：24
- 阪和興業、2026 年 3 月期は増収減益 経常利益 522 億円で着地（財政状態・中計総括） (https://investalk.jp/8078/hanwa-2026-03-earnings/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、21、22、29；反向验证：04、20；专项深挖：02、04、10、18、20、21、22、25、29；同业比较：04、18、20、21、25；其他用途：历史
- 阪和興業の企業情報 - 8078 / プライム / 卸売業 (https://www.buffett-code.com/company/8078/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 阪和興業 (8078) : 時系列の株価推移 (https://minkabu.jp/stock/8078/daily_bar)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34
- 8078 阪和興業 - IFIS 株予報 - レーティング、目標株価、想定株価レンジ (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php/products/qa/index.php?sa=report_pbr&bcode=8078)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、27、31；反向验证：27、31；专项深挖：08、27、31

- KAP Minerals, Hanwa partner to strengthen Canada–Japan critical minerals supply chain (https://www.miningweekly.com/article/kap-minerals-hanwa-partner-to-strengthen-canadajapan-critical-minerals-supply-chain-2026-05-13)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07；反向验证：07
- Announcement of Memorandum of Understanding with KAP Minerals for Offtake and Development of a Downstream Supply Chain - Hanwa Co., Ltd. (https://www.hanwa.co.jp/en/news/202605135274/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01
- 阪和興業｜中期経営計画 2028「Go Beyond」策定と海外 M&A・電池材料への攻めの投資転換（2026 年） (https://the-shashi.com/tse/8078/decisions/go-beyond-2026/)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt carried to the next Review｜Eleven open questions remain, ordered by information value: normalised profit and inventory effect; ASG terms/PPA/returns; ex-working-capital cash and FY3/2027 build; Samancor effective share; Nakayama terms; DOE/ROE basis; steel supplier/customer terms; securities realizability and debt profile; 29 Sept drop; peer benchmarks; KAP economics. Each is carried because no reasonable current public path exists (H1 results of 6 November 2026 post-date the Review). No unresolved item requires a same-Review reopen.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Each could change the normalised-earnings, ASG-return or leverage-capacity judgement; uncertainty qualifies the hold-like conclusion.
- 不确定性（原始记录）：Resolution depends on later filings.

在线打开本发现 →

F097｜10｜10.1 从 186 日元到 1,987 日元：当前价格在三十年历史中的位置

写入正文：10｜10.1 从 186 日元到 1,987 日元：当前价格在三十年历史中的位置；10｜10.2 核心问题：这是被保留下来的迁移，还是第三次会被吸回的冲高；10｜10.3 回抽越来越浅，恢复越来越快，但还只有一轮完整检验；10｜10.4 新的运行区间正在形成，但离长期记忆水平仍然很远；10｜10.5 价格与基本面的时序：价格走在盈利前面，业绩日的响应被保留；10｜10.6 当前技术状态、确认条件与失效条件；14｜Kabugami 技术结构：8.06/13（判断 62）

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 Technical Synthesis (RESEARCH_TRUTH.technical_state)
- 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 →

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。