1887 日本国土開発(株)（JDC CORPORATION）

Kabugami V3.2 49.55/100 · C

这家公司是做什么的

日本国土開発株式会社以土木和建筑承包为主，同时经营不动产及能源业务。（S22）

最近亮点

2026年10月15日公布的一季度财报显示，收入同比下降7.1%，营业利润下降0.2%，公司维持全年营业利润63亿日元的指引。11月公布的下水道共同研究和订单管理系统案例增加了业务与管理改善机会，但尚…

资料截止 2026-11-27 · 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	GPT 研究
研究日期	2026-11-27
研究规则版本 SHA	351d53e59ec5c461832295416fdce6495773468b
评分版本	V3.2
发布源 SHA	591e088ef946ac1f4165ef6338c4bf91966d1004
交付代码版本 SHA	591e088ef946ac1f4165ef6338c4bf91966d1004
交付运行时指纹	f4126985c3f6be9f2076181ee4a876197bbac7a800d90d80d57d3f5b3bd7d398

先看研究要点

为什么值得研究	建筑工程已有利润和订单支撑：2027 年 5 月期一季度建筑分部利润同比增长 10.6%，建筑订单增长 48.8%。土木业务在 2026 年 5 月期由亏转盈，为后续修复提供了起点。（S14、S22）
最需要担心什么	建筑利润依赖项目表现，土木旧项目仍可能产生追加损失。2026 年 5 月期经营现金流流出 45.69 亿日元，若回款或投资回收延迟，融资和股东回报空间可能受压。（S22、S25、S28）
Kabugami 现在怎么看	建筑支撑当前利润，但土木持续盈利和现金回收仍需验证；新项目暂不足以上调短期盈利判断。（S14、S22、S03） 投资论点：建筑订单增长提供后续施工机会，土木若能在旧项目结算后持续盈利，公司利润来源有望扩大。与此同时，应收款回收和投资回报决定利润能否转化为可供投资与股东回报的现金。（S14、S22、S28）

01｜投资问题与当前结论

1.1｜投资问题是利润能否持续并转化为现金

当前盈利主要靠建筑，土木修复和投资回报仍需验证。

关键依据：2026 年 5 月期建筑分部利润大增，但经营现金流为净流出；最新季度土木利润仍低。

翻转条件：若土木利润持续回升、应收款回笼，且建筑利润率保持，公司盈利质量将改善；反之，建筑利润下滑或新增工程损失会削弱当前判断。 [S22][S14]

1.2｜建筑利润已回升，持续性仍是关键

建筑业务带动全年利润回升，但公司对本财年利润保持谨慎。

2026 年 7 月 15 日公布的财报显示，2026 年 5 月期营业利润为 71.50 亿日元，同比增长 208.4%。其中建筑分部利润为 69.87 亿日元，上年为 25.82 亿日元。公司称，大型工程进度顺利及高盈利项目带动利润改善。

2026 年 10 月 15 日公布的 2027 年 5 月期第一季度财报显示，建筑分部利润为 19.83 亿日元，同比增长 10.6%；合并营业利润为 19.42 亿日元，同比下降 0.2%。公司维持全年营业利润 63 亿日元的指引，低于上年实绩。季度进度不能简单按比例推算全年，关键是后续建筑项目能否保持利润率。 [S22][S23][S14]

1.3｜土木转盈后，订单和利润仍待确认

土木业务已经转盈，但新订单和利润表现尚不足以确认持续修复。

2026 年 5 月期土木分部利润为 3.18 亿日元，上年亏损 45.11 亿日元。不过，2027 年 5 月期第一季度土木分部利润仅 0.25 亿日元，同比下降 68.3%。

同期公司单体土木订单下降 39.5%；截至 2026 年 8 月末，土木在手工程额同比下降 16.5%。订单偏弱可能影响后续收入，而在手金额也不能直接当作利润。公司 2025 年 7 月公布的 2026 至 2028 年 5 月期中期经营计划，以 2028 年 5 月期土木分部利润 23 亿日元为目标；旧亏损项目收尾和新合同盈利能力仍是关键。 [S22][S14][S28]

1.4｜现金回笼和投资回报决定修复质量

利润增长尚未转成经营现金流，新增投资也需要资金支持。

2026 年 5 月期经营现金流净流出 45.69 亿日元。公司列示的主要支出因素包括应收账款增加 102.78 亿日元、待售房地产增加 33.26 亿日元。若资金继续占在应收款和房地产上，可用于投资或股东回报的现金就会承压。

公司在 2025 年 7 月公布的中期经营计划中提出，三年总投资 740 亿日元，并计划将有息负债由 2025 年 5 月期的 286 亿日元增至 2028 年 5 月期的 465 亿日元。这些是计划值，实际借款及项目回报仍需跟踪。

2026 年 11 月 25 日，系统供应商披露公司订单管理系统已从土木扩展至建筑，但未量化成本或利润改善。11 月 17 日，公司公布与横浜市开展下水道设施共同研究；商业合同和收入尚未披露。两项新动向暂不改变对短期盈利的判断。

下一次检验是 2027 年 5 月期上半财年业绩。公司截至 2026 年 11 月 27 日的 IR 日历预计于 2027 年 1 月中旬公布；届时重点看土木利润、建筑订单、应收款及经营现金流。 [S22][S28][S26][S03][S31]

02｜公司本质与商业模式

2.1｜建筑工程是主要收入和利润来源

日本国土開発靠承接工程赚钱，建筑业务贡献最大。

公司承接土木和建筑工程，同时经营不动产开发及能源业务。工程收入取决于项目施工和结算，利润还取决于合同价格、工期及成本控制。

2026 年 7 月 15 日公布的 2026 年 5 月期财报显示，各分部外部收入和利润差异明显：

- 建筑收入 923.65 亿日元，分部利润 69.87 亿日元。
- 土木收入 358.59 亿日元，分部利润 3.18 亿日元。

- 不动产收入 24.70 亿日元，分部利润 5.07 亿日元。
- 能源收入 34.71 亿日元，分部利润 13.31 亿日元。
- 其他收入 10.40 亿日元，分部亏损 1.74 亿日元。

建筑业务的大型工程进展顺利，高收益项目带动了利润改善。这个结果依赖具体项目，不能直接当作每年的固定利润。 [S22][S23]

2.2｜利润恢复主要靠建筑，土木仍需观察

建筑利润延续增长，土木转正还不等于修复完成。

2026 年 5 月期，土木分部从上年的亏损 45.11 亿日元转为盈利 3.18 亿日元。公司过去承接的大型工程曾因材料采购延迟、质量问题及成本上涨而亏损，因此设立专门机构检查工程计划和执行进度。

2026 年 10 月 15 日公布的 2027 年 5 月期第一季度财报显示，建筑分部利润 19.83 亿日元，同比上涨 10.6%；土木利润仅 0.25 亿日元，同比下跌 68.3%。建筑仍承担主要利润贡献，土木能否持续盈利，关系到工程风险是否真正下降。 [S22][S25][S14]

2.3｜订单增加不等于未来利润增加

订单反映未来施工机会，但金额不能直接换算成利润。

2027 年 5 月期第一季度，公司单体订单为 294.88 亿日元，同比增加 30.2%。其中建筑订单增加 48.8%，土木订单下降 39.5%；建筑承接更多项目，土木的新业务补充则较弱。

截至 2026 年 8 月 31 日，单体在手工程额为 1,831.18 亿日元，同比增加 0.5%。其中建筑在手额增加 11.7%，土木下降 16.5%。在手额反映尚待完成的工程，不包含未来实际成本，不能直接等同收入或利润。

2026 年 11 月 25 日，系统供应商公布的营业管理系统「K-クオリダート」导入案例显示，该系统已从土木扩展至建筑，计划用于施工管理和订单筛选。它提供了改善项目选择的工具，但节省的成本和新增利润尚未量化。 [S14][S26]

2.4｜能源和不动产带来利润，也占用资本

能源和不动产补充工程利润，但回报要连同资金投入看。

截至 2026 年 5 月 31 日，不动产和能源分部资产分别为 287.54 亿和 255.74 亿日元。两项业务合计的资产规模高于当年建筑分部资产，但收入远低于建筑；持有资产的资金占用与工程承包的经营方式不同。

2026 年 10 月 6 日，公司公布旗下 JDC グリーンエナジー合同会社开发的 9 处农光互补电站，计划自 2027 年 1 月 1 日起向電通グループ提供环境价值。这增加了能源业务的供给案例，但合同期限和定价未披露，不能据此计算利润。

2026 年 11 月 17 日，公司还公布与横浜市共同研究下水道设施维护材料。若验证成功，材料可能用于更多维护项目；目前尚无披露的商业合同或收入规模。 [S22][S15][S03]

2.5｜会计利润增加，现金未必同步流入

判断商业模式要同时看利润、订单口径和现金流。

2026 年 5 月期公司合并营业利润为 71.50 亿日元，但经营活动现金流流出 45.69 亿日元。公司称，应收账款增加 102.78 亿日元、待售不动产增加 33.26 亿日元，是主要现金流出因素。利润已计入报表，资金却可能仍占在应收款和资产里。

分部利润与合并营业利润也有区别：前者按业务列示，合并数还涉及调整；订单和在手工程则采用公司单体口径，不能与合并收入直接相加。

后续需要跟踪亏损土木项目的结算进度、工程成本转嫁、能源合同收益及投资回收。根据截至 2026 年 11 月 27 日的公司日历，2027 年 5 月期上半财年业绩预计于 2027 年 1 月中旬公布。 [S22][S14][S15][S31]

03｜产品、客户与供应链

3.1｜建筑工程贡献主要利润，土木仍待修复

建筑工程是当前最主要的利润来源，土木收入不小但利润仍薄。

2026 年 7 月 15 日公布的全年财报显示，2026 年 5 月期建筑分部外部收入为 923.65 亿日元，分部利润为 69.87 亿日元。土木分部外部收入为 358.59 亿日元，分部利润仅 3.18 亿日元。公司称，建筑大型工程进度顺利，高收益项目带动了利润改善。

这一结构延续到 2027 年 5 月期第一季度（2026 年 6 月至 8 月）。2026 年 10 月 15 日公布的财报显示，建筑分部利润为 19.83 亿日元，土木仅为 0.25 亿日元。土木利润率按分部收入计算约为 0.3%，单季度数据还不足以确认其盈利修复能够持续。 [S22][S23][S14]

3.2｜订单偏向民间建筑，单一客户集中度仍未知

民间建筑订单是目前接单增长的主力，土木在手工程则在减少。

2026 年 10 月 15 日公布的第一季度数据显示，公司单体新接订单合计 294.88 亿日元，同比增长 30.2%。其中建筑订单 258.58 亿日元，增长 48.8%；土木订单 26.62 亿日元，下降 39.5%。

客户类型也有区别：建筑订单中的国内民间订单为 260.30 亿日元，同期海外项目订单为负 1.71 亿日元；土木订单中的国内政府订单为 17.73 亿日元。建筑订单总额低于国内民间订单，反映海外项目的负数影响，不能把两者差额理解为其他客户收入。

截至 2026 年 8 月 31 日，公司单体在手工程中，建筑为 1,229.06 亿日元，同比增长 11.7%；土木为 601.74 亿日元，下降 16.5%。建筑订单占比提高可能影响后续收入结构，但在手工程金额不能直接等同于未来利润。 [S14]

3.3｜能源与不动产增加新业务，回报尚难量化

能源和不动产提供工程以外的收入来源，项目回报仍需观察。

2026 年 5 月期，能源分部外部收入为 34.71 亿日元，分部利润为 13.31 亿日元；不动产分部外部收入为 24.70 亿日元，分部利润为 5.07 亿日元。两项业务均有利润贡献，但规模小于建筑工程。

2026 年 10 月 6 日，公司公布将通过虚拟购电协议，向株式会社電通グループ提供群馬県安中市 9 处农光互补电站的环境价值，计划自 2027 年 1 月 1 日开始供应。这增加了一项能源客户案例，但尚不能计算其利润贡献。

公司还于 2026 年 10 月 1 日公布，参与広島銀山ホテル開発プロジェクト（酒店开发项目）出资，项目共规划 54 间客房。2026 年 11 月 17 日公布的另一项进展，是与横浜市共同研究下水道设施维护材料；研究成功可能带来后续业务机会，但目前尚无可量化的短期收入。 [S22][S15][S16][S03]

3.4｜人工与材料成本影响议价，转嫁能力仍待验证

施工成本和人手供给会影响报价及项目利润，公司的转嫁能力尚未量化。

国土交通省 2026 年 11 月 25 日公布的调查显示，10 月全国八类技能劳动者短缺率为 1.3%，比上年同月扩大 0.5 个百分点。另据 11 月 13 日公布的数据，建筑综合工事费指数从 2020 年度的 100.0 升至 2025 年度暂定的 121.9。人手紧张和工事费上涨会增加承包商报价与施工管理的难度，但行业数据不能直接代表公司的实际成本。

公司曾披露，2023 年 5 月期以前承接的大型工程因材料采购延迟、质量问题和人工及材料费用上涨而出现大额亏损。2026 年 11 月 25 日，系统供应商ワークスアイディ株式会社公布的案例称，公司已将用于订单进度管理的「K-クオリダート」从土木扩展到建筑，并计划延伸至施工领域。更及时地掌握项目资料可能有助于订单选择，但节省成本或改善利润的效果尚无数字。

后续需跟踪的缺口包括：主要客户及供应商集中度、采购合同和价格调整条款、成本转嫁比例，以及能源和酒店项目的出资额与回报条件。 [S06][S07][S25][S26][S15][S16]

04｜竞争格局与产业关系

4.1｜建筑承包是利润核心，土木修复仍需验证

日本国土開発处于工程承包环节，当前利润主要依靠建筑业务。

2026 年 5 月期，建筑业务外部收入 923.65 亿日元，分部利润 69.87 亿日元；土木业务分别为 358.59 亿日元和 3.18 亿日元。建筑项目利润更高，但利润集中也使公司更依赖项目质量和施工进度。

2026 年 10 月 15 日公布的一季度订单显示，公司个别口径建筑订单同比增长 48.8%，土木订单下降 39.5%。截至 2026 年 8 月末，土木在手工程额同比下降 16.5%；在手额减少可能影响后续收入，但不能直接等同于利润。 [S22][S14]

4.2｜需求仍在增长，新增订单却有分化

行业投资预期增长，但承包商接单环境并未全面转强。

国土交通省 2026 年 8 月估计，2026 年度建设投资为 81.47 万亿日元，同比增长 2.9%。其中政府投资增长 0.6%，民间投资增长 4.1%；这反映全行业建设活动，不能直接当作公司的订单增速。

2026 年 11 月 10 日公布的 9 月统计显示，全行业订单同比增长 1.3%，总承包订单却下降 3.5%。大型企业订单调查中，民间工程连续 7 个月下降；需求分化可能加剧项目竞争，公司建筑接单增长仍需与行业走势分开看。 [S20][S21][S17][S18]

4.3｜劳动力与施工价格给工程利润带来压力

人工供给偏紧、施工价格上升，订单增长未必带来利润增长。

国土交通省 2026 年 11 月 25 日公布的调查显示，10 月全国八类技能工人短缺率为 1.3%，比上年同月扩大 0.5 个百分点。11 月 13 日公布的建筑综合施工费用指数显示，2025 年度暂定值较 2020 年度上涨 21.9%。

材料和人工成本压力可能侵蚀固定合同的利润，能否在报价中覆盖成本及按期施工更加重要。这些行业指标无法直接量化日本国土開発的成本涨幅或成本转嫁率。 [S06][S07]

4.4｜同业利润率有差距，比较须先统一期间

同业上半财年的营业利润率分化，项目结构同样重要。

以下均为 2027 年 3 月期上半财年、2026 年 4 月至 9 月的合并营业利润率：

- 安藤・間：8.2%，公司披露。
- 五洋建設：8.1%，按公布金额计算。
- 飛島ホールディングス：5.4%，按公布金额计算。
- 鉄建建設：4.6%，按公布金额计算。

日本国土開発截至 2026 年 8 月的最近数据为单季度，不能与上述半年数字直接排名。五洋建設同期海外建设分部亏损 23.72 亿日元，显示收入增长与项目盈利未必同步。 [S08][S10][S27][S05][S14]

4.5｜长期竞争力取决于选单和施工管理

行业需求存在，但公司能否把订单转为现金更取决于项目管理。

日本国土開発曾因大型工程延期及成本上涨出现亏损。2026 年 11 月 25 日，系统供应商公布的案例称，公司已将营业管理系统从土木扩展至建筑，计划进一步用于施工；若落实，可能改善选单和进度管理，目前尚无量化成果。

2026 年 11 月 17 日，公司公布与横浜市开展下水道设施共同研究，为维护业务增加潜在机会，但尚无可量化的商业收入。后续仍需跟踪旧亏损工程结算、成本转嫁和新订单毛利，以及研究项目的费用与商业合同。 [S25][S26][S03]

05｜护城河判断

5.1｜建筑工程的交付能力已有业绩支撑

大型建筑工程的交付能力，是目前最有业绩支撑的优势。

2026 年 5 月期，建筑业务收入 923.65 亿日元，分部利润 69.87 亿日元。公司在 2026 年 7 月 15 日说明，大型工程进度顺利，高利润项目带动了盈利改善。

2026 年 10 月 15 日公布的一季度财报显示，建筑业务分部利润为 19.83 亿日元，同比增长 10.6%。不过，大型项目利润会随项目组合变化，目前还不能认定这种盈利能力可以长期保持。 [S22][S23][S14]

5.2｜土木项目管理仍需用利润验证

土木业务有项目审查制度，但持续盈利的壁垒尚未建立。

公司过去承接的大型工程曾因采购延迟、质量问题和成本上涨出现大额亏损。2025 年 5 月期土木分部亏损 45.11 亿日元，2026 年 5 月期转为盈利 3.18 亿日元。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司官网列示了订单审查委员会和内部控制部门；此前也披露加强工程进度与成本监控。2027 年 5 月期一季度土木分部利润仅 0.25 亿日元，制度能否减少新项目亏损，仍需后续业绩证明。 [S25][S22][S28][S30][S14]

5.3｜技术和能源项目提供潜在优势

下水道材料与能源项目有扩展机会，暂不能算成熟壁垒。

日本国土開発于 2026 年 11 月 17 日公布，将与横浜市在实际下水道环境中验证除硫化氢材料及衬里耐久性。验证成功后，技术可能用于更多设施维护项目，但尚无已披露的商业合同。

2026 年 10 月 6 日，公司公布旗下 9 处农光互补电站计划自 2027 年 1 月 1 日起向電通グループ提供环境价值。项目增加了能源业务案例，但合同价格和利润贡献尚未披露。 [S03][S15]

5.4｜订单管理系统的效果还没有量化

订单管理系统扩大了使用范围，能否改善盈利仍待检验。

系统供应商于 2026 年 11 月 25 日披露，营業管理系统「K-クオリダート」已从土木扩展到建筑，后续计划用于施工管理和订单筛选。统一数据可能提高管理效率，但目前没有节省工时或成本的数据。

后续需跟踪土木亏损项目的结算进度、新订单利润率，以及技术项目的商业合同和投资回报。这些结果决定现有能力能否转化为持续现金流。 [S26][S14][S03][S15]

06｜财务质量与现金流

6.1｜年度利润增长，但经营现金流转负

2026 年 5 月期利润大幅增长，现金回收却落后于利润确认。

2026 年 7 月 15 日公布的全年财报显示，营业利润为 71.50 亿日元，同比增加 208.4%；归母净利润为 54.50 亿日元，同比增加 308.9%。但同期经营活动现金流净流出 45.69 亿日元。

现金流承压主要来自营运资金占用：

- 销售债权增加 102.78 亿日元，占用经营现金。
- 销售用不动产增加 33.26 亿日元，也带来现金支出。
- 应付账款增加 18.67 亿日元，抵消了部分现金流出。

同期投资活动现金流净流入 4.56 亿日元，融资活动现金流净流入 52.56 亿日元，期末现金及现金等价物为 197.09 亿日元。利润增长尚未转化为当期经营现金流，后续回款和不动产销售进度将影响资金需求。[S22]

6.2｜建筑支撑利润，土木修复仍不稳

建筑大型工程带动年度利润，但利润改善并非各业务同步。

2026 年 5 月期建筑分部利润为 69.87 亿日元，土木分部利润为 3.18 亿日元。公司在 2026 年 7 月 15 日的说明中称，建筑大型工程进度顺利，高盈利项目带动利润改善。

最新季度的利润仍集中在建筑。2026 年 10 月 15 日公布的 2027 年 5 月期一季度（2026 年 6 月至 8 月）财报显示，建筑分部利润为 19.83 亿日元，同比增加 10.6%；土木分部利润为 0.25 亿日元，同比下降 68.3%。土木恢复盈利后仍需观察持续性，建筑项目的利润水平则对集团业绩影响较大。

年度利润还受到特殊项目影响：2026 年 5 月期计入补助金收入 10.54 亿日元及等额固定资产压缩损失，另计入减值损失 9.09 亿日元。判断利润持续性时，应将这些项目与工程经营表现分开看。 [S22][S23][S14]

6.3｜资产有支撑，投资计划增加融资需求

资产负债表仍有一定资本缓冲，但成长投资需要资金配合。

2026 年 7 月 15 日公布的全年财报显示，截至 2026 年 5 月 31 日，总资产为 1,579.75 亿日元，净资产为 713.95 亿日元，自有资本比率为 45.1%，低于上年末的 47.1%。

公司于 2025 年 7 月 15 日公布的中期经营计划覆盖 2026 年 5 月期至 2028 年 5 月期，目标是扩大投资并改善盈利。计划三年投资 740 亿日元，同时将有息负债余额从 2025 年 5 月期的 286 亿日元增至 2028 年 5 月期的 465 亿日元；公司还计划为不动产和能源项目安排项目融资。

这些是计划值，并非已提款金额。若投资支出先于项目回款，而经营现金流仍受应收账款和不动产占用，借款需求可能上升。 [S22][S28]

6.4｜最新季度利润接近持平，资产数据需要核对

最新季度收入下降，营业利润接近持平，但尚不足以确认全年现金改善。

2026 年 10 月 15 日公布的 2027 年 5 月期一季度财报显示，收入为 320.56 亿日元，同比下降 7.1%；营业利润为 19.42 亿日元，同比下降 0.2%。公司维持全年营业利润指引 63 亿日元，一季度完成该目标的 30.8%。

季度财报列示，截至 2026 年 8 月 31 日，总资产为 1,336.23 亿日元、负债为 687.43 亿日元、净资产为 648.79 亿日元。该财报所列上年末资产及净资产，与 2026 年 5 月期全年财报所列数字不一致；未核对差异前，不宜据此计算季度资产增减。

接下来需要跟踪应收账款回收、销售用不动产变现、项目借款条件，以及两份财报资产数字的差异。截至 2026 年 11 月 27 日，公司 IR 日历预计上半财年业绩于 2027 年 1 月中旬公布。 [S14][S22][S31]

07｜股东、董事与治理

7.1｜管理层持股激励与经营表现的联系仍待观察

公司已用股票激励管理层，但主要股东结构尚不清楚。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司官网列示的社长为長谷川幸生。2026 年 10 月 16 日公告显示，公司已向 3 名董事及 10 名执行役员交付合计 5.74 万股库存股，处理价为每股 553 日元。

股票报酬让部分管理层收益与股价挂钩，但公告未量化其与经营目标的联系。主要股东名单及持股比例仍需跟踪。 [S29][S13]

7.2｜外部董事占多数，工程监督效果仍需检验

董事会有外部监督安排，能否减少工程损失仍要看执行。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司官网列示 9 名董事中有 5 名外部董事。提名与报酬委员会过半数成员为独立外部董事；官网页面未标明发布日期。

公司还设有订单审查委员会和社长直辖的内部控制部门。此前大型工程曾因采购延迟、质量问题及成本上涨出现大额亏损，因此接单审查和施工监督会影响后续利润及现金支出。 [S30][S25]

7.3｜管理工具扩大使用，尚不能认定利润已经改善

订单管理工具已扩大使用，但节省成本的效果尚未量化。

2026 年 11 月 25 日，系统供应商公布的案例称，营业管理系统「K-クオリダート」已从土木业务扩展至建筑业务，后续计划用于施工。统一项目数据可能帮助公司筛选订单、管理进度，但案例没有披露工时或利润改善数字。

这为判断项目管理改进提供了新线索，暂时不能据此上调盈利预期。 [S26]

7.4｜投资与分红计划需要现金流配合

公司计划扩大投资并维持分红，现金流是资本纪律的关键。

2025 年 7 月 15 日公布的「中期経営計画 2027」覆盖 2026 年 5 月期至 2028 年 5 月期，目标是在扩大投资的同时改善盈利：

- 三年总投资计划为 740 亿日元，2028 年 5 月期营业利润目标为 90 亿日元。
- 计划维持自有资本比率 40%以上；有息负债计划从 2025 年 5 月期的 286 亿日元增至 2028 年 5 月期的 465 亿日元。
- 股东权益分红率目标为 3.0%至 3.5%；2027 年 5 月期每股分红指引为 25 日元，全部为普通分红。

2026 年 5 月期经营现金流流出 45.69 亿日元，公司称应收款和待售房地产增加是主要支出因素。若投资继续推进而现金回收滞后，融资需求可能增加。

仍需跟踪主要股东持股、董事会出席及重大项目审查结果，以及投资项目的实际融资条件和回收进度。[S28][S22][S30]

08｜资本政策

8.1｜普通分红提高，但仍取决于盈利和现金流

每股分红指引维持 25 日元，普通分红部分有所提高。

2026 年 7 月 15 日公布的财报显示，2026 年 5 月期每股分红 25 日元，其中普通分红 20 日元、特别分红 5 日元。2027 年 5 月期指引同为 25 日元，全部为普通分红。

按每股收益指引 50 日元计算，预测分红支付率为 50%。公司 2025 年 7 月 15 日发布的中期经营计划，将净资产股息率（DOE）目标定为 3.0%至 3.5%；未来实际分红仍需结合盈利和资金需求看。 [S22] [S28]

8.2｜投资计划扩大，对借款和现金回收提出要求

未来投资需要更多资金，负债上升是股东必须关注的约束。

2025 年 7 月发布的「中期経営計画 2027」覆盖 2026 年 5 月期至 2028 年 5 月期，目标包括 2028 年 5 月期营业利润 90 亿日元，三年投资总额为 740 亿日元。

计划提出将有息负债余额从 2025 年 5 月期的 286 亿日元增至 2028 年 5 月期的 465 亿日元，同时维持自有资本比率 40%以上、负债权益比不高于 0.7 倍。这些均为计划值，借款增加后的实际利息负担仍待观察。

2026 年 5 月期经营现金流流出 45.69 亿日元，主要支出因素包括应收账款增加 102.78 亿日元及待售房地产增加 33.26 亿日元。若投资继续占用现金，能否及时回收将影响分红和融资空间。 [S28][S22]

8.3｜新项目可能增加收益，也需要核对投资回报

不动产和能源项目已推进，但回报率尚不能量化。

公司 2026 年 10 月 1 日公布，已向「（仮称）広島銀山ホテル開発プロジェクト」出资。项目计划分两阶段于 2027 年开业；投入资金何时回收，将影响投资回报和现金流。

2026 年 10 月 6 日公布的能源项目计划自 2027 年 1 月起，向株式会社電通グループ提供群馬県安中市 9 处太阳能电站的环境价值。项目增加了能源业务的供给案例，但尚不能据此推算利润。 [S16][S15]

8.4｜股份激励已实施，回购与增资仍需跟踪

管理层报酬已有股份安排，其他资本动作尚缺完整信息。

2026 年 10 月 16 日，公司公布已完成限制性股票报酬的库存股处置，向董事及执行役员合计转让 57,400 股，每股 553 日元。这使部分管理层报酬与持股挂钩，但尚无量化证据表明其改善了经营成果。

项目出资额、能源合同价格及融资条件仍待披露；回购、增资和并购的重要公告也未能确认是否已全部覆盖。公司截至 2026 年 11 月 27 日的 IR 日历显示，上半财年业绩预计于 2027 年 1 月中旬发布，届时可继续核对现金流和负债变化。 [S13][S16][S15][S31]

09｜估值与安全边际

9.1｜估值倍数还缺少可靠数据

市盈率和市净率暂时无法核实，不能据此认定股票便宜。

市盈率（PER）衡量股价相对每股收益的水平。日本国土開発在 2026 年 7 月 15 日公布的 2027 年 5 月期全年每股收益指引为 50 日元；即便取得可靠股价，预测市盈率仍取决于利润能否达到指引。

市净率（PBR）衡量市值相对股东权益的水平。低市净率也不等于资产能按账面价值变现；工程项目的追加损失和投资资产回收情况，都会影响股东最终可获得的价值。 [S22][S25]

9.2｜利润恢复提供支撑，但持续性仍需验证

建筑利润回升支撑估值，土木修复尚不足以单独支撑更高估值。

2026 年 7 月 15 日公布的全年财报显示，2026 年 5 月期营业利润为 71.50 亿日元，同比增加 208.4%。公司将利润改善归因于大型建筑工程进展顺利，以及高收益项目的贡献。2027 年 5 月期营业利润指引为 63 亿日元，低于上年实绩。

2026 年 10 月 15 日公布的一季度（6—8 月）财报显示，建筑分部利润为 19.83 亿日元，土木仅为 0.25 亿日元。建筑仍是利润主要来源，土木尚不能凭一个季度确认持续修复。 [S22][S23][S14]

9.3｜现金回收和投资回报决定安全边际

安全边际要看利润能否回收为现金，以及新增投资能否获得回报。

2026 年 5 月期经营现金流流出 45.69 亿日元，公司称主要支出因素包括应收款增加 102.78 亿日元及待售房地产增加 33.26 亿日元。账面利润上升时，若资金仍占在应收款和房地产中，可用于投资或股东回报的现金就会受到限制。

公司 2025 年 7 月公布的中期经营计划覆盖 2026 年 5 月期至 2028 年 5 月期，目标是在 2028 年 5 月期实现营业利润 90 亿日元，三年投资总额为 740 亿日元。计划还提出将有息负债余额从 2025 年 5 月期的 286 亿日元增至 2028 年 5 月期的 465 亿日元；这是计划值，投资回报与融资成本仍需跟踪。 [S22][S28]

9.4｜分红提供回报，成本和订单仍是变数

每股 25 日元的分红指引提供回报，但不能替代对盈利和现金流的判断。

2026 年 7 月 15 日公布的 2027 年 5 月期全年分红指引为每股 25 日元，全部为普通分红；上年同为 25 日元，其中包含 5 日元特别分红。实际股息率仍取决于买入价格，未来分红也要看经营和资金状况。

2026 年 11 月 25 日公布的行业调查显示，10 月全国八类技能劳动者短缺率为 1.3%，高于上年同月的 0.8%。人手紧张可能增加施工管理压力，但行业数据不能直接换算成公司的成本或利润变化。 [S22][S06]

9.5｜需要跟踪股价数据和下一次业绩

可靠股价与资产价值仍是判断估值安全边际的缺口。

需要跟踪可核实的股价、总市值、每股净资产，以及房地产和能源项目的投资回报。公司截至 2026 年 11 月 27 日的 IR 日历列示，2027 年 5 月期上半财年业绩预计于 2027 年 1 月中旬公布；届时可进一步观察土木利润、应收款回收和全年指引。 [S31][S14][S28]

10｜Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1｜长期走势仍在历史区间下半部

股价从早期峰值回落多年，目前仍处于全历史区间下半部。

月线图从 2019 年 3 月开始。全图最高价出现在 2019 年 4 月，为 889 日元；全图最低价出现在 2024 年 8 月，为 401 日元。

两个端点之间，股价多次反弹后又回落，尚未形成持续抬高高点的长期走势。2026 年 11 月 26 日收盘 500 日元，较区间上沿低 43.8%，较区间下沿高 24.7%。

图上几个转折有助于辨认位置：

- 2020 年 3 月低点约 410 日元，接近但高于 2024 年 8 月的 401 日元。
- 2023 年 9 月反弹至约 680 日元，随后重新走低。
- 2025 年 4 月低点约 430 日元，此后股价再度反弹。
- 2026 年 2 月升至 719 日元，为近五年高点。

当前收盘更靠近区间下沿，但位置偏低本身不能确认跌势结束。要改变这个判断，仍需看到价格先止跌，再突破上方压力位。

10.2｜今年冲高后的涨幅已大幅回吐

2026 年初的上冲未能守住，股价已从 719 日元回落至 500 日元。

2025 年 12 月月收盘为 540 日元，2026 年 1 月升至 630 日元，2 月进一步收于 699 日元，月内高点达到 719 日元。但 3 月收盘回到 574 日元，较 2 月月收盘下跌 17.9%。

这次回落伴随成交量增加：2026 年 2 月成交 780.6 万股，3 月增至 881.32 万股。价格下跌且成交增加，反映当月卖压较重；仅凭月度成交量，不能判断具体是谁在卖出。

此后反弹的高度逐步降低：

- 2026 年 4 月最高 630 日元，未收复 2 月高点。
- 6 月和 7 月最高均为 545 日元，7 月最低 507 日元。
- 8 月反弹至 557 日元，9 月再次触及 557 日元，随后回落。
- 10 月收于 508 日元；11 月截至 26 日最低 491 日元，收于 500 日元。

从 719 日元到 500 日元，股价下跌 30.5%。8 月至 9 月未能越过 557 日元，之后又跌破 7 月的 507 日元低点，近期价格结构偏弱。

10.3｜491 日元附近是眼前第一道关口

近期先看 491 日元能否守住，上方压力则从 526 日元开始。

截至 2026 年 11 月 26 日，11 月月内低点为 491 日元，收盘 500 日元。491 日元是最近一年低点，价格再次接近时，能否止跌比单日反弹更重要。

向上看，压力位要分层观察：

- 526 日元：11 月截至 26 日的月内高点，先收复这里，才有条件观察更高位置。
- 531 至 543 日元：11 月 27 日盘中图上 9、12、24、60 期月线指数均线所在区域。
- 557 日元：2026 年 8 月和 9 月共同触及的高点，突破并站稳后，近期反弹结构才会改善。
- 630 日元：2026 年 4 月高点，属于更远的上方压力。

向下看，若跌破 491 日元，近期低点支撑失守，下一步需要观察价格何时重新止跌。2024 年 8 月的 401 日元是历史低点，但中间仍可能出现其他支撑，不能把它当作跌破 491 日元后的必然目标。

图上 11 月 27 日盘中低点已到 490 日元，低于此前数据中的 491 日元。月线尚未收完，是否形成有效跌破，仍需看后续收盘和反弹表现。

10.4｜均线与动能指标尚未转强

月线价格位于主要均线下方，指标暂未给出转强确认。

2026 年 11 月 27 日盘中截图显示，最新价 497 日元，低于 9 期均线 531 日元，也低于 60 期均线 543 日元。短期反弹若始终回不到这些均线上方，上方均线仍可能构成压力。

同一截图中，布林带中轨为 535 日元，下轨为 424 日元。价格处于中轨下方，但仍高于下轨；接近或跌向下轨并不自动构成买入信号。

月线 MACD 的快线约为负 2，信号线约为 4，柱状值约为负 6。快线低于信号线、柱状值为负，显示截至截图时上涨动能仍弱；指标会随 11 月剩余交易变化。

成交量方面，11 月 26 日暂定成交 66.96 万股，高于 11 月 25 日的 34.31 万股；同期收盘从 498 日元升至 500 日元。一天放量、小幅上涨不足以确认趋势反转，还要看随后能否继续收复压力位。

10.5｜技术裁决：先等止跌，再看反弹

技术判断仍偏弱，先看低点能否守住，再看反弹能否站稳均线。

目前的顺序很清楚：2026 年 2 月见顶后，反弹高点降低；11 月又触及最近一年低位。价格尚在截图所示主要月线均线下方，因此暂不能把低位反弹当作长期趋势反转。

后续重点看三种情况：

- 若 491 日元附近反复获得支撑，且收复 526 日元，短线止跌的依据会增加。
- 若进一步站稳 531 至 543 日元的均线区域，并突破 557 日元，反弹结构将明显改善；届时仍要观察成交量能否配合。
- 若跌破 491 日元后反弹无力，近期低点将转为上方压力，需重新寻找支撑。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司投资者关系日历预计 2027 年 5 月期上半财年财报于 2027 年 1 月中旬发布。该日期不改变上述技术判断。

月线图截至 2026 年 11 月 27 日盘中，行情事实截至 11 月 26 日，11 月 K 线和指标均非最终值。图中 200 期均线数值不可读；长期走势中除所列转折外，其他价位还需结合后续价格确认。 [S31]

10.6｜图表与行情数据核对

正文以 TradingView 月线全历史图为准，行情数据只用于近一年的精确价格。

- 数据：截至 2026 年 11 月 26 日，11 月月线最新收盘 500 日元，月内最低 491 日元；图：2026 年 11 月 27 日盘中图显示 497 日元，11 月月内最低 490 日元；处理：两者时间不同。正文以截至 11 月 26 日的行情数据作为最新收盘和月内低点；图上指标按 11 月 27 日盘中截图标注，不视为 11 月最终值。
- 数据：2019 年 4 月最高 889 日元，2024 年 8 月最低 401 日元，2026 年 2 月最高 719 日元；图：图上对应高低点分别约为 890、400 和 720 日元；处理：历史高低点及波段归属以图确认；数据覆盖期内的精确价格采用行情事实，图上读数差异属于读图精度。

11｜风险与催化剂

11.1｜土木盈利仍可能受旧项目和成本拖累

土木业务已转盈，但利润仍薄，项目损失可能改变判断。

2026 年 7 月 15 日公布的全年财报显示，2026 年 5 月期土木分部利润为 3.18 亿日元，上年亏损 45.11 亿日元。2026 年 10 月 15 日公布的一季度财报显示，2027 年 5 月期一季度（6—8 月）土木利润仅 0.25 亿日元，同比下降 68.3%。

人手和施工成本也会影响新项目报价。国土交通省 2026 年 11 月 25 日公布的调查显示，10 月全国八类技能劳动者不足率为 1.3%，比上年同月扩大 0.5 个百分点。

- 风险触发条件：旧项目追加损失，或新订单无法覆盖人工及材料成本，导致土木利润再次转亏。
- 事故风险触发条件：観音地区下水道築造工事道路塌陷事故产生可计量损失；截至一季度披露时，公司称影响尚难合理估计。 [S22][S14][S06]

11.2｜投资扩张可能加重现金和融资压力

盈利回升尚未转化为现金，新增投资需要关注资金回收。

2026 年 5 月期经营现金流净流出 45.69 亿日元，主要支出因素包括应收款增加 102.78 亿日元和待售房地产增加 33.26 亿日元。利润增长期间仍有资金占用，后续项目投入可能增加融资需求。

公司 2025 年 7 月 15 日公布的「中期経営計画 2027」覆盖 2026 年 5 月期至 2028 年 5 月期，目标包括 2028 年 5 月期营业利润 90 亿日元，三年总投资 740 亿日元。计划将有息负债余额从 2025 年 5 月期的 286 亿日元增至 2028 年 5 月期的 465 亿日元；这是计划值，尚不代表实际提款。

- 风险触发条件：应收款或待售房地产继续增加，同时投资项目回款延迟，迫使公司增加借款。
- 风险触发条件：项目收益低于融资和投入成本，削弱未来现金流及股东回报。 [S22][S28]

11.3｜土木修复和订单管理改善是主要催化剂

土木利润持续回升，才有望扩大公司整体利润来源。

公司 2025 年 7 月 15 日公布的中期经营计划提出，2028 年 5 月期土木分部利润目标为 23 亿日元。公司已加强项目审查及工程成本管理；若低收益工程逐步结算，新订单保持盈利，土木有机会向目标靠近。

2026 年 11 月 25 日，系统供应商公布的案例称，营業管理系统「K-クオリダート」已从土木扩展至建筑，未来计划用于施工管理。这增加了改善项目选择的可能，但尚无节省成本或提高利润的量化结果。

- 催化剂触发条件：后续季度土木分部利润持续增长，且旧项目没有出现重大追加损失。
- 催化剂触发条件：土木订单及在手工程止跌，新增项目利润率改善；截至 2026 年 8 月末，土木在手工程同比下降 16.5%。 [S28][S26][S14]

11.4｜新项目有机会增收，但短期贡献尚未量化

能源和基础设施技术拓展提供新机会，近期利润仍取决于合同条件。

公司 2026 年 10 月 6 日公布，群馬県安中市九处农光互补电站计划自 2027 年 1 月 1 日起，向電通グループ供应环境价值。若项目按计划供给并取得可持续收益，能源业务可增加收入来源。

公司 2026 年 11 月 17 日公布与横浜市共同研究下水道防腐及硫化氢对策。新信息增加了技术进入基础设施维护市场的机会，但目前仍处验证阶段，不能计入短期利润。

- 催化剂触发条件：电站按期供给，公司披露合同价格、投资及利润贡献。
- 催化剂触发条件：共同研究验证成功，并转化为采购或商业合同。

仍需跟踪旧项目结算、成本转嫁及新项目回报。根据截至 2026 年 11 月 27 日的公司 IR 日历，2027 年 5 月期上半财年业绩预计于 2027 年 1 月中旬公布。 [S15][S03][S31]

12｜反常识发现

12.1｜利润反弹不等于各业务都已修复

建筑项目带动了利润反弹，土木仍有明显的不确定性。

2026 年 7 月 15 日公布的全年财报显示，2026 年 5 月期营业利润为 71.50 亿日元，同比增长 208.4%。公司称，高利润率的大型建筑工程带动了利润改善。

但 2026 年 10 月 15 日公布的 2027 年 5 月期一季度（6—8 月）财报显示，建筑分部利润为 19.83 亿日元，土木仅为 0.25 亿日元，同比下降 68.3%。全年营业利润指引为 63 亿日元，低于上年实际值；一季度已完成指引的 30.8%，但不能简单按季度进度推算全年。 [S22][S23][S14]

12.2｜订单增长主要依靠建筑业务

新订单总额回升，但土木在手工程仍在减少。

2026 年 10 月 15 日公布的一季度个别口径订单增长 30.2%至 294.88 亿日元。其中，建筑订单增长 48.8%，土木订单下降 39.5%。

截至 2026 年 8 月末，建筑在手工程同比增长 11.7%，土木则下降 16.5%。如果这种结构延续，后续收入可能更依赖建筑项目；但在手金额不等于未来利润，合同毛利和施工成本仍决定最终回报。 [S14]

12.3｜利润大增时现金流反而承压

账面利润增长没有同步变成现金，投资能力仍要看回款。

2026 年 5 月期营业利润增长的同时，经营活动现金流净流出 45.69 亿日元。公司列出的主要支出因素包括应收款项增加 102.78 亿日元、待售房地产增加 33.26 亿日元。

这意味着部分资金仍占在应收款和项目中。若回款或资产出售进度放缓，公司进行新投资及维持股东回报时，可用现金可能受到限制。 [S22]

12.4｜管理改善和新技术尚不能计入利润

新的管理工具和技术合作提供了机会，财务收益仍待验证。

2026 年 11 月 25 日，系统供应商ワークスアイディ株式会社披露，日本国土開発的销售管理系统已从土木扩展到建筑，未来计划用于施工管理。订单筛选和管理效率可能改善，但尚无节省成本或提高利润的数据。

公司 11 月 17 日公布与横浜市共同研究下水道设施材料。项目计划在实际环境中验证材料性能，但还没有披露商业合同；它增加了未来业务机会，目前不足以上调短期盈利预期。 [S26][S03]

12.5｜什么会推翻这些判断

利润能否持续，取决于土木修复、回款和项目回报。

- 土木持续盈利最关键：旧亏损项目何时结算，新订单毛利能否改善？

- 现金决定投资空间：应收款和待售房地产何时回收或出售？
- 新业务影响资本回报：共同研究、能源和酒店项目能否形成可量化收益？

截至 2026 年 11 月 27 日，公司预计 2027 年 5 月期上半财年财报于 2027 年 1 月中旬发布。上述项目的结算进度、具体回款及投资回报仍需跟踪。 [S14][S22][S03][S15][S16][S31]

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜上半财年业绩是下一次主要检验

下一次复核应先看利润和订单，判断全年目标是否仍有支撑。

公司截至 2026 年 11 月 27 日的 IR 日历列示，2027 年 5 月期上半财年业绩预计于 2027 年 1 月中旬公布；2026 年 12 月 1 日起进入静默期。

- 利润进度重要：上半财年营业利润能否继续支撑全年 63 亿日元的公司指引？2026 年 6—8 月已实现 19.42 亿日元。
- 订单结构影响后续收入：建筑新增订单能否延续增长，土木在手工程能否止跌？截至 2026 年 8 月末，两者在手额分别同比增长 11.7%和下降 16.5%。
- 订单利润同样重要：新增订单的合同条件和利润率有无改善？在手额不能直接等同未来利润。 [S14][S31]

13.2｜土木修复还要看持续性

土木业务已扭亏，但单季利润下降使持续修复仍需检验。

- 利润能否守住：2026 年 6—8 月土木分部利润仅 0.25 亿日元，同比下降 68.3%；下次业绩能否改善？
- 旧项目关系到追加损失：过去亏损工程的完工和结算进度如何，剩余合同是否仍有损失风险？
- 事故可能影响现金支出：2026 年 10 月 15 日的季度财报称，観音地区下水道築造工事道路塌陷事故的业绩影响尚难合理估计；后续调查、复工及费用承担有无进展？ [S14][S25][S28]

13.3｜现金回收和投资支出要放在一起看

利润增长能否转成现金，将影响投资和股东回报的余地。

- 回款是重点：2026 年 5 月期经营现金流流出 45.69 亿日元，应收账款增加是主要支出因素之一；下次财报能否看到改善？
- 投资需要资金：2025 年 7 月公布的中期经营计划覆盖 2026 至 2028 年 5 月期，三年投资计划为 740 亿日元；实际支出、借款和项目回报进展如何？
- 不动产项目占用资金：2026 年 10 月 1 日公布的広島銀山ホテル開発プロジェクト计划于 2027 年 4 月及 10 月左右分期开业；出资金额、回报率和回收安排何时披露？ [S22][S28][S16]

13.4｜新项目先看合同和商业化进展

能源和技术项目提供新机会，短期利润贡献仍不能量化。

- 能源项目需看实际供给：2026 年 10 月 6 日公告计划自 2027 年 1 月 1 日起，向電通グループ提供 9 处太阳能电站的环境价值；合同期限、价格和利润何时披露？
- 共同研究需看验证结果：2026 年 11 月 17 日公布的横浜市下水道设施共同研究能否形成采购或商业合同？研究费用承担尚未披露。
- 管理系统需看量化效果：供应商 2026 年 11 月 25 日称，营业管理系统已从土木扩展至建筑；未来扩展到施工后，工时、成本或订单选择能否改善？ [S15][S03][S26]

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜49.55/100 分、C 级：土木修复与现金回收拖累判断，建筑利润和资本缓冲提供支撑

Kabugami 评分 V3.2：49.55/100 分，评级 C（40 至 54.9 分档）。

动作：WATCH（观望）：暂不追高，等待经营和价格结构改善。

依据：建筑支撑利润，但土木修复、现金回收及估值安全边际仍待核实，长期价格结构也偏弱。（S14、S22）

翻转条件：土木持续盈利、回款改善且建筑利润保持，可转向积极；建筑利润下降或新增工程损失则转向谨慎。（S14、S22）

各模块得分/满分：

- 财务韧性与下行防御 7.15/13 分：截至 2026 年 5 月末，自有资本比率为 45.1%，提供一定资本缓冲。公司计划扩大投资和借款，融资余地将取决于资金回收与项目回报。最新季度与全年财报的资产数据存在差异，限制了对财务变化的判断。（S22、S14、S28）
- 竞争优势与结构耐久性 6.3/14 分：2026 年 5 月期建筑分部利润为 69.87 亿日元，大型工程进展和高利润项目支撑了交付能力的判断。但项目组合会变化，尚无证据证明这一利润水平可以长期维持；下水道材料仍处于验证阶段。（S22、S23、S03）
- 盈利质量、现金转化与资本效率 7.65/17 分：2026 年 5 月期净利润为 54.50 亿日元，经营现金流却流出 45.69 亿日元，主要受应收款和待售不动产增加影响。利润尚未同步回笼为现金；若后续回款和资产出售改善，现金转换质量可随之回升。（S22）
- 商业结构、产品、客户与关键依赖 6.05/11 分：2027 年 5 月期一季度建筑订单增长 48.8%，为后续施工提供机会，但土木订单下降 39.5%，在手额也在减少。订单金额不等于未来利润；客户集中度、成本转嫁能力及新项目合同回报仍有待核实。（S14）
- 估值与安全边际 7.5/15 分：2027 年 5 月期每股收益指引为 50 日元，但第 09 章缺少可用于估值的股价、市值及每股净资产，无法核实市盈率和市净率，也不能确认安全边际。利润达到指引与否还会改变估值判断。（S22）
- 资本配置与股东回报 5.5/10 分：2027 年 5 月期每股分红指引为 25 日元，全部为普通分红；中期计划同时提出三年投资 740 亿日元。分红与投资并行，为股东提供回报和增长机会，但项目回报及实际融资条件尚未披露。（S22、S28）
- 治理、所有权与管理层 4.2/7 分：截至 2026 年 11 月 27 日，官网列示董事会 9 人中有 5 名外部董事，并设订单审查委员会，监督安排有制度基础。2026 年 10 月实施的股份报酬使部分管理层收益与股价挂钩，但重大工程审查结果和董事出席情况仍未知。（S30、S13）
- Kabugami 技术结构 5.2/13 分：长期走势仍处历史区间下半部，2026 年 2 月升至 719 日元后涨幅大幅回吐，反弹高点降低，并跌破 7 月低点 507 日元，近期结构偏弱。若后续突破并站稳 557 日元，反弹结构将改善，但仍需观察能否延续。

15｜来源与合规

合规与风险声明

本报告由 Kabugami 研究流程生成，仅供研究参考，不构成投资建议或买卖推荐。文中数据以所列一级来源为准；来源发布后可能更新，读者应以最新公告为准。投资有风险，决策请自行判断。

15.1｜正文引用的来源

[S03] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜横浜市と下水道施設の長寿命化・硫化水素対策に関する共同研究協定を締結｜2026-11-17｜公司 IR｜https://www.n-kokudo.co.jp/wp/wp-content/uploads/2026/11/20261117.pdf

[S05] 一级·公司/交易所｜鉄建建設株式会社｜2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-11-13｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/18150/140120261112577381.pdf

[S06] 一级·政府统计｜国土交通省｜建設労働需給調査結果（令和 8 年 10 月調査）｜2026-11-25｜行业统计｜https://www.mlit.go.jp/toukeijouhou/chojou/rodo.htm

[S07] 一级·政府统计｜国土交通省｜建設工事費デフレーター（2020 年度基準）｜2026-11-13｜行业统计｜https://www.mlit.go.jp/statistics/details/content/002045708.pdf

[S08] 一级·公司/交易所｜株式会社 安藤・間｜2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-11-12｜決算短信｜https://www.ad-hzm.co.jp/assets/pdf/ir/statement/2027_2.pdf

[S10] 一级·公司/交易所｜五洋建設株式会社｜2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-11-09｜決算短信｜https://www.penta-ocean.co.jp/ir/data/account/039/pdf/20261109.pdf

[S13] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜譲渡制限付株式報酬としての自己株式の処分の払込完了に関するお知らせ｜2026-10-16｜適時開示｜https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261016552430.pdf（未在检索记录中复核）

[S14] 一级·公司/交易所｜日本取引所グループ（JPX；開示会社：日本国土開発株式会社）｜2027 年５月期第１四半期決算短信〔日本基準〕(連結)｜2026-10-15｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/18870/140120261015551011.pdf

[S15] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜電通グループ向けバーチャル PPA を開始 ～群馬県安中市の営農型太陽光発電所（9 か所）から環境価値を提供～｜2026-10-06｜公司 IR｜https://www.n-kokudo.co.jp/wp/wp-content/uploads/2026/10/20261006.pdf

[S16] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜広島市中区の「（仮称）広島銀山ホテル開発プロジェクト」への匿名組合出資に関するお知らせ｜2026-10-01｜公司 IR｜https://www.n-kokudo.co.jp/wp/wp-content/uploads/2026/09/20261001.pdf（未在检索记录中复核）

[S17] 一级·政府统计｜国土交通省｜建設工事受注動態統計調査報告（令和８年９月分）｜2026-11-10｜行业统计｜https://www.mlit.go.jp/report/press/content/002045028.pdf

[S18] 一级·政府统计｜国土交通省総合政策局 情報政策課｜令和８年９月の建設工事受注動態統計調査（大手５０社調査）結果｜2026-10-30｜行业统计｜https://www.mlit.go.jp/report/press/content/002028899.pdf

[S20] 一级·政府统计｜国土交通省｜令和８年度（2026 年度）建設投資見通し｜2026-08-31｜行业统计｜https://www.mlit.go.jp/report/press/joho04_hh_001389.html?trk=public_post_comment-text

[S21] 一级·政府统计｜国土交通省総合政策局 情報政策課建設経済統計調査室｜令和８年度（2026 年度） 建設投資見通し 概要｜2026-08-31｜行业统计｜https://www.mlit.go.jp/report/press/content/002018692.pdf（未在检索记录中复核）

[S22] 一级·公司/交易所｜日本取引所グループ（JPX；開示会社：日本国土開発株式会社）｜2026 年５月期決算短信〔日本基準〕(連結)｜2026-07-15｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/18870/140120260714593584.pdf

[S23] 一级·公司/交易所｜日本取引所グループ（JPX；開示会社：日本国土開発株式会社）｜2026 年５月期通期連結業績予想と実績値との差異（上方修正）、剰余金の配当（増配）並びに特別利益（補助金収入）及び特別損失（固定資産圧縮損）の計上に関するお知らせ｜2026-07-15｜適時開示｜https://www2.jpx.co.jp/disc/18870/140120260714593569.pdf（未在检索记录中复核）

[S25] 一级·公司/交易所｜EDINET／日本国土開発株式会社｜半期報告書－第 97 期(2025/06/01－2026/05/31)｜2026-01-14｜半期報告書｜https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100XFIE.pdf

[S26] 其他网页｜ワークスアイディ株式会社｜〖プレスリリース〗日本国土開発株式会社向け営業管理システム「K-クオリダート」の導入事例を公開｜2026-11-25｜新闻｜https://worksid.co.jp/news/mo0s2ynm4/

[S27] 其他网页｜飛島ホールディングス株式会社｜2027 年３月期 第２四半期（中間期）決算概況｜2026-11-11｜同业财务｜https://www.tobishimahd.co.jp/news/news_file/file/results_20261111JP.pdf

[S28] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜「中期経営計画 2027」の策定に関するお知らせ｜2025-07-15｜公司 IR｜https://www.n-kokudo.co.jp/wp/wp-content/uploads/2025/07/20250715release.pdf

[S29] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜会社概要｜日期未标｜公司 IR｜https://www.n-kokudo.co.jp/company/company/

[S30] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜コーポレート・ガバナンス｜日期未标｜公司 IR｜https://www.n-kokudo.co.jp/ir/governance/

[S31] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜IR カレンダー｜日期未标｜公司 IR｜https://www.n-kokudo.co.jp/ir/calendar/

15.2｜已检索但正文未引用的来源

[S01] 一级·公司/交易所｜東急建設株式会社／東京証券取引所｜2027 年３月期第２四半期 決算説明会｜2026-11-19｜同业财务｜https://www2.jpx.co.jp/disc/17200/140120261118582904.pdf

[S02] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜一般財団法人 日本国土開発未来研究財団 「第６回学術研究助成 研究成果発表会」のご案内｜2026-11-18｜公司 IR ｜https://www.n-kokudo.co.jp/wp/wp-content/uploads/2026/11/20261118.pdf

[S04] 一级·公司/交易所｜株式会社 安藤・間｜2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)決算説明会資料｜2026-11-17｜同业财务｜https://www.ad-hzm.co.jp/assets/pdf/ir/archives/ar_2027_2_ex.pdf

[S09] 一级·公司/交易所｜飛島ホールディングス株式会社｜2027 年 3 月期（第 2 四半期）決算概況｜2026-11-11｜決算説明資料｜https://www.tobishimahd.co.jp/news/news_file/file/results_appendix_20261111JP.pdf（未在检索记录中复核）

[S11] 一级·公司/交易所｜五洋建設株式会社｜第２四半期 決算実績｜2026-11-09｜同业财务｜https://www.penta-ocean.co.jp/ir/data/presen/039/pdf/20261109.pdf

[S12] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜人事異動に関するお知らせ｜2026-10-28｜公司 IR ｜https://www.n-kokudo.co.jp/wp/wp-content/uploads/2026/10/20261028.pdf（未在检索记录中复核）

[S19] 一级·政府统计｜国土交通省｜建設労働需給調査結果（令和８年９月分調査）について｜2026-10-26｜行业统计｜https://www.mlit.go.jp/report/press/tochi_fudousan_kensetsugyo14_hh_000001_00385.html

[S24] 一级·公司/交易所｜日本取引所グループ（JPX；開示会社：日本国土開発株式会社）｜2026 年５月期業績予想の修正および配当予想の修正（増配）に関するお知らせ｜2026-04-14｜適時開示｜https://www2.jpx.co.jp/disc/18870/140120260413502414.pdf（未在检索记录中复核）

[S32] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜広報発表・トピックス（2026 年）｜日期未标｜公司 IR｜https://www.n-kokudo.co.jp/news/2026/

[S33] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜有価証券報告書等｜日期未标｜公司 IR ｜https://www.n-kokudo.co.jp/ir/securities/

[S34] 一级·公司/交易所｜日本国土開発株式会社｜IR ライブラリー一覧｜日期未标｜公司 IR ｜https://www.n-kokudo.co.jp/ir/library/

[S35] 一级·公司/交易所｜Tokyu Construction Co., Ltd.｜For Shareholders and Investors | Investor Relations | Tokyu Construction｜日期未标｜公司 IR ｜https://www.tokyu-cnst.co.jp/en/ir/topmessage/

[S36] 一级·政府统计｜厚生労働省｜建設業｜建設業・ドライバー・医師の働き方改革総合サイト はたらきかたススメ｜日期未标｜监管｜https://hatarakikatasusume.mhlw.go.jp/construction_company.html

15.3｜来源质量与新鲜度检查

来源 36 条（一级官方 34 条，占比 94%）；带发布日期 28 条；90 天内 23 条，14 天内 8 条；转载站链接 0 条（已替换为官方原文 1 条）。

检索中浏览过的网页 249 个；事实 81 条。

缺少的来源类型：无

验收：sources=20 ✓；official_ratio=0.5 ✓；within90=6 ✓；within14=1 ✓；no_mirrors ✓；required_types ✓

分阶段检索成本：R0P $0.0453；R0A $0.0674；R0B $0.0715；R0C $0.0737；R0D $0.0746

15.5｜Research Stop 与主要 UNKNOWN

・最新有価証券報告書：公司官网资料列表及 2026 年新闻归档显示「有価証券報告書－第 97 期(2025/06/01－2026/05/31)」于 2026-08-21 发布；本次未能在允许的 EDINET 原文 URL 中打开该报告全文，因此未将其内容作为已核验事实。

・截止 2026-11-27 尚无 2027 年 5 月期中间期报告：2026-11-30 中间期末日尚未到；公司 IR 日历列示该期决算预计于 2027 年 1 月中旬发布。已读到的 S03 是 2026 年 5 月期中间报告，披露期为 2025-06-01 至 2025-11-30，早于最新年度报告。

・近四期决算短信：本次实际打开并读取了 2026 年 5 月期全年、2026 年 5 月期中间期以及 2027 年 5 月期第 1 四半期原文；2026 年 5 月期第 1 四半期和第 3 四半期短信虽在官网 IR 归档中列示，但本次未能在允许来源域名内读取其原文全文，未补录数字。

・2025-11-27 以来全部重要適時開示：读取了官网 2026 年新闻归档及本答复列示的业绩修订、实绩差异和部分公告；未逐份打开归档中所有适時開示原文，故不能确认本答复已穷尽该时段全部回购、分红、人事、诉讼或其他重大披露。

・决算説明資料、2026 年 5 月期株主通信及「中期経営計画 2027」的完整数字、目标进度与资本配置：官网资料目录及新闻归档显示相关资料已发布，但本次关联文件未能在允许域名内作为原文读取，未据此提取目标值。

・最新季度各分部资产：2027 年 5 月期第 1 四半期短信提供合并资产负债表，但本次可读分部表未列季度分部资产，故不补推。

・最近 3 个月月次销售或运营数据：已检查公司 IR 库分类及官网 2026 年归档页面；未找到并读取公司定期月次销售/运营数据原文。

・虚拟 PPA 原文可核验标题、公告日、合作方、群馬県安中市及 9 处営農型太陽光発電所；合同期限、定价、能源业务利润贡献及现金流风险未在本次可读原文文本中确认。

・行业统计及指定同业财务对照：本阶段限定为公司一级披露；尚未检索国土交通省、日本建設業連合会及安藤間、東急建設、鉄建建設、飛島ホールディングス、五洋建設原始披露。

・本阶段未能读到国土交通省 2026 年度建設工事費デフレーター月次表的具体指数值；因此未量化材料、劳务及综合施工成本的同期涨幅。

・東急建設的 2027 年 3 月期中间期决算短信数值虽检索到，但可读取的完整 PDF 为非公司站点副本；遵守不使用转载站要求，本事实库仅保留已读取的東急建設官方 IR 页面所列 2026 年 3 月期年度数据。

・各同业的中间期营业利润率为期间损益比率；飛島ホールディングス的同比变化使用公司按亿日元截尾后的决算概况数字，其他同业如标注计算值则以披露金额计算，比较时存在四舍五入差异。

・2027 年 5 月期第 1 季度各业务分部外部收入、分部利润以决算短信的分部披露口径为准；该季度公司披露的受注额及繰越高为个别建设事业口径，不等同于合并分部口径。能源业务的独立分部利润详情、分部资产，以及历史分部口径是否重列，本阶段未进一步核实。

・「電通グループ」虚拟 PPA 的合同期限、环境价值价格、收入确认方式、项目投资额及利润贡献未在已读公告中披露。

・「（仮称）広島銀山ホテル開発プロジェクト」匿名組合出资金额、项目总投资、预期收益率及分阶段现金投入金额未在已读公告中披露。

・横浜市共同研究的研究期限、验证指标、费用承担、后续采购或商业合同安排未在已读公告中披露。

・「K-クオリダート」应用所节省的工时、成本、受注转化率变化及未来施工领域扩展时间表未量化披露。

・已检索的日本国土開発公开 IR 与新闻列表未见本研究窗口内独立月次销售或施工运营数据；季度经营数据截至 2026-08-31。

・能登半岛地震复旧、自走式回转破碎混合机、泉ピークベース、松島イノベーションヒルズ及 ANION 南相馬工場在本阶段设定的最新动向检索中，未核实到 2026-08-29 至 2026-11-27 期间新增且可读取的重大更新。

・截至研究截止日 2026-11-27，日本国土開発最新季度数据截至 2026-08-31；未发布的 2027 年 5 月期中间期业绩不能据此提前判断。

・土木事业过去亏损项目逐项完工或结算进度、存量低收益合同剩余损失风险，以及审查和施工管理改进对新接订单毛利率的量化影响，未从本次读取材料中核实；2027 年 5 月期第 1 季度土木分部利润仍仅 25 百万円，不能据一个季度确认持续修复。

・国土交通省公共投资、灾害复旧等宏观需求对日本国土開発新增订单量及分部利润的实际贡献，未有可核验的公司项目归因数据；公司计划中的市场金额是公司估算，不是实际订单。

・本次未读取到日本建設業連合会同期行业趋势原始资料，也未取得最新月度建設工事費デフレーター的完整分类数值；已核实的建築総合年度指数不能代表特定材料、劳务或公司项目成本。

・五家同业的完整同口径分部受注、分部利润率、期末繰越高对照仍未完成。尤其東急建設的原始说明会 PDF 已确认存在但未读取其完整表格；鉄建建設原始短信可读，但此次未核实其分部订单积压明细。

・对安藤・間、五洋建設等披露的完成工事総利益率，与日本国土開発披露的分部利益率并非相同定义；没有统一口径的分部成本和期间数据，无法形成严格的同业盈利排序。

・2026-10-06 公告只确认バーチャル PPA 环境价值预计自 2027-01-01 供应；合同期限、价格、收入确认方式、发电量、资本开支、利润或现金流贡献均未披露。

・「中期経営計画 2027」有 2028 年 5 月期经营目标及融资计划，但截至 2026-11-27 尚无经本次读取材料核验的最新目标进度表，故不能判断 ROE、DOE、各分部目标和 740 億円投资计划是否按期达成。

・不动产及能源投资的逐项目借款、融资利率、期限、项目集中度和资产出售时间表未能核实；计划中的有利息负债余额 465 億円与项目融资安排是计划披露，不是实际资金成本或现金流预测。

・公司治理页面未披露本次研究所需的董事会及委员会逐次出席率、重大工程风险专项讨论记录、重大投资审批案例或管理层问责结果。

・S22、S23、S24、S25、S26、S27、S28、S29 对应网页均未在所读页面上找到可确认的发布日期，sources 中 published_at 留空，而非推定发布日期。

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。