1964 中外炉工業株式会社（Chugai Ro Co., Ltd.）

Kabugami V3.2 63.38/100 · B

这家公司是做什么的

中外炉工业株式会社（Chugai Ro Co., Ltd.，东证Prime 1964）主营工业炉的设计、制造与安装，包括钢铁、有色金属用的大型成套设备（板材连续退火线、电炉粉尘再利用、钢包预热），以及半导体、化工、…

最近亮点

2027年3月期（FY27/3）上半年（2026年4–9月）营业利润6.37亿日元，是上年同期1.63亿日元的3.9倍，毛利率由17.9%升到20.5%；净利润却同比下降72.9%至2.85亿日元，因为上年同期含12.84亿日元持…

资料截止 2026-11-09 · 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	2026-11-09
研究规则版本 SHA	8484dd6fa1bb2c23409435b8578f4302c0e86dc4
评分版本	V3.2
发布源 SHA	f555f1468172df119c634526a3a0e27ee10ef35b
交付代码版本 SHA	6a5aa1c09d08a4803975af73ec8db3debc1ef6e8
交付运行时指纹	9c66d25077341bbecdc7793b71fe7f388776680c83932b8e21f9b460468dc668
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	26462835-3c4d-525f-b951-d9dfe83c1872
Canonical 快照 ID	383ecd34-50d8-5ee1-8435-7716283072d3
Canonical 研究日期	2026-11-09
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	1964

先看研究要点

为什么值得研究	营业层面的复苏有数字支撑：营业利润率从 2021 年 3 月期的 1.6%升到 2026 年 3 月期（FY26/3）的 7.7%，2026 年 9 月末在手订单 407.13 亿日元，相当于一年多的销售额。公司是净现金，权益比率 62.8%，预测股息率 4.90%，股价只有账面价值的 0.85 倍。
最需要担心什么	27/3 期全年营业利润预期 36.20 亿日元，要求下半年营业利润 29.83 亿日元、利润率 12.3%，而上半年只有 4.0%，全年 60%的销售还集中在下半年。一个大型成套设备项目的验收拖到 4 月，就会同时打破全年预期、新任总裁的计划信誉和股价的估值锚点。
Kabugami 现在怎么看	Kabugami 评分 63.38/100（V3.2），评级 B，行动：以持有为主，不追价；新增仓位等 2027 年 1 月下旬的三季度（10–12 月）财报，以及 4 月下旬的全年财报和新中期经营计划验证后再定。这个判断带着两处限制：固定价格项目的内含利润无法外部审计，市场份额和客户集中度也没有可用数据，所以对护城河和下半年利润率只能下有条件的结论。

01｜投资问题与当前结论

01.1｜股价在为持股收益定价，炉子业务的复苏还没被算进去

当前结论：Kabugami 评分 63.38/100（V3.2），评级 B，行动是以持有为主、不追价。这家公司的投资问题只有一个：现在的价格，对应的是炉子生意的盈利，还是出售持股带来的账面收益？

2026 年 3 月期（FY26/3）净利润 46.68 亿日元，同比增长 55.7%，净资产收益率（ROE）15.7%。但其中 33.15 亿日元是出售政策持股的收益，超过全年营业利润 28.79 亿日元。2027 年 3 月期

（FY27/3）预告的净利润下降，最初是下降 46.1%，10 月修正后是下降 40.3%，原因同样是这笔持股收益不再重现。看空的人引用净利润下降，看多的人引用 15.7%的 ROE，两边读的都是持股组合。

拆开以后是另一个故事：营业利润率五年里从 1.6%升到 7.7%，2027 年 3 月期上半年的营业利润又是上年同期的 3.9 倍。炉子业务在复苏，只是复苏被两年的一次性项目盖住了。

论点成立需要三件有日期的事同时发生。第一，27/3 期被后移到下半年的营业利润计划要兑现。第二，热处理订单要把半导体和数据中心需求转成 2028 年 3 月期（FY28/3）的在手订单。第三，回购、持股出售的纪律要按 2026 年的节奏继续，并在新中期计划里变成数字。三件事里任何一件落空，论点就要重估。整体结论把握一般：复苏的方向有数字支撑，但固定价格项目的利润无法外部审计，公司也没有披露市场份额和客户集中度。

01.2｜两次财报决定这个判断，窗口在 2027 年 4 月关闭

推翻这个判断的情形有三种：下半年交付明显低于计划隐含水平，订单在上调之后回落，或者接替 CBT 的新中期计划放弃资本动作。确认它的情形也有三种：全年计划如期完成，约 7 亿日元出售收益按计划入账，订单保持在 405 亿日元以上，并且新计划给出回购和 ROE 的数字承诺。

验证窗口到 2027 年 4 月关闭，真正的判决只有两次财报：1 月下旬的三季度财报和 4 月下旬的全年财报。对愿意等干净业绩的持有人，风险收益偏平衡到略有利；对追动量的人，这不是合适的标的。

这个判断没有计入几项未经证实或无法估算的上行：售后维护带来的稳定收入、土地的隐含价值（账面 21.56 亿日元，没有评估价）和中国业务退出可能回笼的资金。2028 年 3 月期的订单状况出来后，确认会重新打开，而不是研究就此结束。反面证据同样明确：下半年被大幅后移的计划，以及热处理分部上半年的亏损。

02｜公司本质与商业模式

02.1｜这是一家按项目赚工程含量的工业炉厂商，稀缺的是工程师

中外炉工业（1964，东证 Prime，总部大阪，1945 年创立，EDINET 代码 E00119）没有控股股东。它赚的是每个项目里的工程含量：成套设备按设计利润率赚钱，热处理炉按产品利润率赚钱，开发业务类似期权，海外子公司和人才派遣放在「其他」里。集团由母公司和七家子公司构成。

2026 年 3 月期销售额 373.32 亿日元，创历史新高。四个分部的销售占比大致是热处理 49%、成套设备 37%、开发 5%、其他 22%，这些比例包含分部间抵销前的金额，所以合计超过 100%。收入按项目逐个确认，背后是在手订单。这个模式里稀缺的是有经验的工程师，不是厂房面积。

这一点解释了为什么公司的投资重心放在研发和工程效率上：热技术创造中心已经建成，设计和采购环节在引入系统和 AI 以缩短工时。分部的细分程度也有限，公司只披露四个分部，没有更细的产品收入拆分。

02.2｜需求稳、资产负债表稳，脆弱点只有一个：每年的交付日历

把长期结构放在一起看，这家公司耐久的地方有四处。第一，日本国内装机基础必须更新和脱碳，需求有来源。第二，工程经验有累积效应，客户换线的真实成本是产线资格认证的风险，证据是订单重复出现，成套设备利润率长期保持在 12%到 15%，而不是合同条款。第三，净现金，权益比率在 56%到 61%之

间。第四，分红公式锚定经常性盈利，持股比例有低于 20%的纪律，这套机制会让报表利润到 2028 年 3 月期前后逐步贴近经营利润。

脆弱的地方是年度交付日历：利润在一个下半年里决定，对象是固定价格项目，嵌入的利润要到完工才能核对。周期的滞后长度大致等于在手订单的长度；脱碳需求抬高了谷底，但没有消除钢铁客户按年度预算的时点风险。公司的自我修复靠客户预收款、可出售的持股组合和回购节奏调整，不靠借债。

对股东的含义是：这家公司应当按多年的税后营业利润估值，单一年度的利润或现金流都是噪音。护城河的判断有限制，它由结果推断得来，售后收入、客户集中度、同行份额和土地价值都没有量化，半导体需求浪潮能持续多久也未经证明。

02.3｜售后维护能不能成为经常性收入，公司没有给出数字

公司战略提到要扩大对安装基础的维护和全生命周期服务，八十年的设备安装也确实构成了需要定期更换烧嘴、耐火材料和控制系统的存量。但财报里没有维护或服务收入这一行，所以 403 亿日元的 27/3 期销售计划里有多少是重复业务，目前无法确认。

现有的记录倾向于它仍然不大：利润率在下半年之外的季度会减半。因此这项收入在估值里不被计入，只作为未解决的问题保留。以后如果公司披露产品、工程和服务的收入拆分，经常性收入占比能被量化，盈利质量和周期韧性的判断都会随之上修。

03｜产品、客户与供应链

03.1｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求

2026 年 9 月末在手订单 407.13 亿日元，相当于 2026 年 3 月期销售额的 1.09 倍，也相当于 27/3 期销售计划的 1.01 倍。成套设备占 55.9%（227.75 亿日元），热处理占 35.0%（142.37 亿日元），开发 17.03 亿日元，其他 33.09 亿日元。订单已经基本预先支撑了今年的计划，所以风险是排期和利润率，需求本身不是问题。

订单领先销售大约一年。2025 年 3 月期（FY25/3）订单约 395 亿日元，2026 年 3 月期降到 371 亿日元（上年的 94.0%），销售却增长 3.0%，是靠消耗期初在手订单做到的。

2027 年 3 月期上半年订单转为增长 1.1%：热处理增长 13.2%，开发增长 33.8%，成套设备下降 3.3%，其他（海外子公司）下降 28.3%。10 月管理层把全年订单预期从 387 亿日元（387 亿日元）上调 4.7%到 405 亿日元，销售、营业利润和经常利润预期却原样不动。

这种不对称很有信息量：公司上调描述明年的那个数字，却不肯上调今年的数字。这符合一家把还无法兑现的需求先存成在手订单的企业，与促销式指引不符。海外的情况相反：海外销售占上半年的 25.8%（上年 16.6%），海外订单只占 18.1%（上年 25.2%），海外订单正被消耗得快于补充。

两个问题没有答案：这轮订单回升是新的一段，还是一年的半导体隆起；以及没有披露主要客户占比，中等规模的集中度排除不了。项目利润率和取消条款同样不披露，供应商层面几乎没有信息。

03.2｜钢铁客户决定成套设备的节奏，是在手订单里最大的来源

成套设备的客户主要是日本钢铁行业：连续退火线的更新、电炉粉尘再利用、钢包预热和不锈钢光亮退火线。这是装机基础上的更新和法规需求，比新建产能稳，但仍按年度资本开支轮次批准。2026 年 3 月期

成套设备订单下降约 10%而销售增长 20%，到 27/3 期上半年成套设备利润翻了 3.3 倍，这个错位正是在手订单转化的证据。

钢铁企业 2028 年 3 月期的资本开支预算要到 2027 年春季才知道，客户集中度也没有披露，这是这块需求能否延续的主要未知。

03.3｜半导体和数据中心的订单带来增长，也带来增长型资本开支的波动

10 月订单预期上调明确归因于半导体和数据中心相关的功能材料设备：功能材料热处理炉、电极和固体电解质热处理、精密涂层。这是摆脱钢铁周期的分散化方向，但它是增长型资本开支，波动也是增长型的。

这股需求是可重复的新线设备需求，还是一次性的产能潮，公司份额相对更大的同行如何，目前都没有答案。判断它的办法是看热处理订单在 2028 年 3 月期能否保持，以及是否出现有名称的项目中标。

03.4｜中国业务在按退出的方向处理，其余海外单位仍能接到订单

「其他」分部 2026 年 3 月期销售 80.25 亿日元，只赚了 0.31 亿日元；2027 年 3 月期上半年订单下降 28.3%，销售下降 25.8%到 22.85 亿日元，小幅亏损。中国子公司销售持续下滑、盈利恶化，公司在上半年提前计提了 3.5 亿日元的业务结构改善费用。泰国和台湾的单位仍在拿订单，所以问题局限在中国。

财报没有披露中国单独的收入、利润或资产，3.5 亿日元是唯一的硬数字。判断重组是缩小到盈利还是撤出，依据的是提前计提这个行为，属于推断；它相对于约 300 亿日元的权益很小，但相对分部利润不小。对股东来说，缩减或退出都比拖着不处理便宜，也都不需要集团再去找中国的增长。3.5 亿日元是全部成本还是第一批，规模和人员仍未知。

04｜竞争格局与产业关系

这份研究没有读到同行披露、独立的市场份额数据，也没有客户或竞争对手一侧的验证，所以公司在工业炉领域的竞争位置只能从订单重复和利润率结果推断，不能给出名次。

能确认的外部关系是政策。NEDO（新能源产业技术综合开发机构）绿色创新基金中的工业热过程脱碳项目，在 27/3 期从受托研发转为有补贴的中规模示范，成本从开发分部转入各分部分摊。按公司引用的估算，工业炉约占日本二氧化碳排放的 17%，装机基础要改烧氢氨或电气化，每次改造都是一张炉子订单；2026 年 3 月期建成的热技术创造中心是承接这些工作的研发基地。

政策同时扮演两个角色：需求引擎（GX、NEDO）和资本治理的外力（交易所对低于 1 倍市净率公司的资本成本要求）。这两项都是租来的，不是公司拥有的。氢氨设备的商业订单、补贴金额和后续项目安排目前都未知，也没有专利或效率对标，所以它按期权估值，不按盈利估值，要看到不靠补贴的商业订单才算兑现。

05｜护城河判断

护城河的判断是：有，但证据是间接的。支撑它的是近八十年的装机基础、稀缺的工程经验、成套设备12%到15%的利润率，以及订单的重复出现；客户换线的成本是产线资格认证与停机风险，这比任何专利更像真正的转换成本。

限制同样明确。没有独立的市场份额或同行排名（所以位置是结构性的，不是排出来的），没有客户集中度数据，没有供应商层面的信息，没有合同锁定条款，没有分部层面的投入资本回报，没有分析师一致预期，土地没有评估价，情景也没有概率权重，市场规模没有一手来源。这些是在合理的公开路径用尽后停下来的，不能解读为不存在。对股东的含义是：成套设备的高利润应被视为随订单周期起伏的常态，不能当作永久抬升的结构性利润。

这些缺口不会在短期内自行解决。要等到后续披露或同行文件才能回答。

06｜财务质量与现金流

06.1｜净利润和 ROE 读的是持股组合，不是炉子

2026 年 3 月期的特别利润 33.15 亿日元全部来自出售投资有价证券，因为公司要在 2026 年 3 月末把政策持股压到净资产的 20%以下，并宣布目标已达成。税前利润 64.26 亿日元里，持股收益比整个营业利润 28.79 亿日元还多；剔除后税前利润约 31 亿日元，与经常利润 31.10 亿日元基本一致。

这个结论里有一个估算：各层利润的税后拆分按法定税率推算，财报没有逐层披露税额。把持股收益剔除后，持续 ROE 约 6.7%，不是报表的 15.7%。

链条是这样传导的：出售持股产生特别收益，三年里报表净利润和 ROE 与营业实质脱钩，于是往期倍数和预告的净利润下降都在给持股组合定价。持股收益到 2028 年 3 月期前后结束，这种偏差也会机械地消失。关于这个错位在估值上的后果见估值一章。

06.2｜营业利润线上的复苏是真实的，一季度的亏损是季节性的

营业利润率从 2021 年 3 月期（FY21/3）的 1.6%升到 2026 年 3 月期的 7.7%。2027 年 3 月期上半年营业利润 6.37 亿日元，是上年同期 1.63 亿日元的 3.9 倍（增长 291%）。毛利率由 17.9%升到 20.5%，在手订单消化时价格转嫁保持完整。净利润同期下降 73%，因为上年同期含 12.84 亿日元持股收益，本期又计提 3.5 亿日元中国费用。

单看二季度（7–9 月）：销售 99.36 亿日元，营业利润 8.46 亿日元，利润率 8.5%，是转化利润率改善的第一份干净证据。上半年 4.0%的混合利润率，是它与一季度（4–6 月）季节性低谷（营业亏损 2.09 亿日元）的平均。只看净利润会看到恶化，看分部才能看到成套设备在转化、热处理订单在恢复。

限制有三条。一个干净的季度是数据点，不是趋势；热处理在同一个半年里转为亏损；价格转嫁是旧订单上的价格与结构变化，固定价格在手订单里的利润率要到出账才能核对。

06.3｜成套设备和热处理轮流扛利润，集团利润率是结构的函数

两大分部相差半个周期轮流充当利润的载体。2026 年 3 月期成套设备利润增长 74.1%（利润率 12.1%），订单却只有上年的 90.2%；热处理利润率 7.7%，订单 91.1%。到 2027 年 3 月期上半年，成套设备利润率 15.5%（利润 12.07 亿日元，是上年的 3.3 倍），把亏损 2.42 亿日元的热处理（利润率-3.5%）和开发（销售 4.73 亿日元，利润率-69.8%）一起扛着，其他分部亏损 0.12 亿日元。

分部利润加总与集团营业利润几乎对得上：2026 年 3 月期 2,872 百万日元对 2,879 百万日元，上半年 6.21 亿日元对 6.37 亿日元，所以分部利润率几乎一比一地传到集团利润率。集团利润率因此是一个结构统计量：成套设备转化而热处理只是持平的一年，价值大约是反过来那一年的两倍。

热处理的亏损由自己的订单曲线解释。2026 年 3 月期订单降到上年的 91.1%，注定了上半年销售下降 12.9%；上半年订单回到 113.2%，把在手订单重建到 142.37 亿日元，所以复苏应在 2028 年 3 月期体现，前提是订单每半年保持在 80 亿日元以上。开发分部是期权账本，2026 年 3 月期亏损 2.47 亿日元，上半年亏损 3.30 亿日元，不是利润贡献者。

还有两个未解的问题：热处理的销售管理费用上升是长期还是一时的；成套设备利润率在业务量正常化后能否维持在 12%以上。半导体浪潮的长度也未得到证明。

06.4｜成本分摊口径变更，使热处理亏损的约三分之一变成口径问题

从 2027 年 3 月期上半年起，NEDO 的 GX 项目成本从开发分部转入各报告分部分摊，前期数据没有追溯调整（公司称无法追溯）。按旧口径比较，热处理的亏损多出 0.82 亿日元，成套设备利润少 0.64 亿日元，开发的亏损少 1.46 亿日元。热处理上半年报告的亏损 2.42 亿日元里，大约三分之一是计量口径的迁移，不是经济事件。集团利润率不受影响。

剩下的亏损是否只是时点问题，仍是未解的问题，分摊口径也可能持续。读分部同比时需要带着这个已知的、有界的断点。

06.5｜2027 年 3 月期的净利润仍要经过一次一次性项目的核对

10 月修正后，2027 年 3 月期的一次性项目净额是税前约+3.5 亿日元：预计 7 亿日元的持股出售收益减去 3.5 亿日元的中国计提，税后约+2.45 亿日元。扣除后的基础净利润约 25.4 亿日元，在修正后的 27.87 亿日元（每股收益 396.96 日元）之内，与分红公式暗示的税后营业利润路径相近。4 月最初的预告净利润是 25.16 亿日元。

这是连续第三年报表净利润需要先经过核对才能与别的数字比较，按现有指引也是最后一年，因为持股到 2027 年 3 月末将接近 20%的上限。实际的三季度收益可能与估算不同，各项税务分配也是近似的。

06.6｜现金流的波动来自收款、付款和税款的时点，不是需求

应收款和合同资产合计 258.59 亿日元，是 2026 年 3 月期销售额的 69%，占总资产一半；对应的应付款 68.87 亿日元，客户预收款（合同负债）26.24 亿日元（上年 18.89 亿日元），在制品 16.70 亿日元。经营现金流因此在三个年度里摆动。

2025 年 3 月期负 36.96 亿日元，2026 年 3 月期正 64.27 亿日元（更正后，首次公布为 62.59 亿日元），2027 年 3 月期上半年负 25.14 亿日元。上半年应付款减少 21.43 亿日元，缴税 13.33 亿日元；同期订单只在约一成的区间内变动。

多年来看转化是健康的：它支付了分红、回购和持股出售，没有借债。但任何单一年度都可能看起来过分悲观或乐观。预收款增加说明订单结构在向带里程碑付款条件的大项目移动，同时提示回吐的风险是双向的。上半年现金减少约 51 亿日元，是回购、分红和缴税在消耗事先积累的缓冲，不是经营恶化。基于现金的估值应该用多年合计。

限制：上半年之外的季度营运资金细节是由资产负债表推算的；本财年末在创纪录的交付年份之后的应收款水平仍然未知。

06.7｜净现金是下行保护，但「净」的口径要说清楚

近五年每一个时点都是净现金、自有资金运转：权益比率 56.4%到 60.8%，2026 年 9 月末 62.8%。2026 年 3 月期末现金 108.21 亿日元加投资有价证券 53.30 亿日元，减借款 44.45 亿日元，净金融资产 117 亿日元左右，相当于市值 258 亿日元的 45%。上半年付出分红 12.01 亿日元、回购 11.40 亿日元和税款之后，还剩约 76 亿日元，现金降到 57.15 亿日元。账面股东权益 312 亿日元，高于市值。

三层缓冲让公司不借债就能运转：客户预收款、日本大型工业企业为主的应收款、可出售的证券组合。需要提醒的是定义：这里的净金融资产把证券按公允价值计入，后文 EV/EBITDA 使用的净现金只扣减现金与借款。应收款账龄、授信额度和契约条款均未披露，土地账面 21.56 亿日元没有评估价。

一个消化年（税后营业利润回落到 12 亿至 14 亿日元）按观察到的先例，会损失时间和大约三分之一的价格（谷底倍数下），但不会危及持仓本身。情景的概率没有给出。

06.8｜2026 年 6 月的更正是流程上的小瑕疵，更正后的数字反而更好

2026 年 6 月 12 日，公司更正了 2026 年 3 月期财报（业绩快报）里的现金流量表，起因是审计师在编制有价证券报告书时指出租赁负债的汇总方式有误。经营现金流从首次公布的 62.59 亿日元改为 64.27 亿日元，投资现金流从 26.84 亿日元改为 25.88 亿日元，筹资现金流从负 25.69 亿日元改为负 26.41 亿日元；期末现金 107.77 亿日元以及所有利润表和资产负债表数字不变。

这属于审计流程在申报之前抓到的一张报表内部分类问题，按实际大小记录，不应夸大成治理论点。后续财报季里不能排除再有更正，但没有任何未披露的异常被指控。读者需要自己重建可比口径，否则会误读 2026 年 3 月期的利润质量和上半年的分部波动。

07｜股东、董事与治理

07.1｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率

公司没有控股股东。2026 年 3 月 31 日的股东名册（比例按扣除库存股的股数计算）：日本信托服务银行（信托账户）10.84%、日本托管银行（信托账户）7.21%，两者合计 18%左右；第一生命 5.26%；理索纳银行 4.96%；公司关联企业持股会 2.57%；锦高建设（Zenitaka-gumi）2.41%；摩根大通证券 1.98%（可能是托管性质）；日本生命 1.96%；瑞穗银行 1.79%；协栄制钢（Kyoei Steel）1.51%。

每个持有人带来不同的信息。理索纳银行是主办银行，属于大和会系谱，44.45 亿日元借款就在这条关系里；第一生命与日本生命合计约 7.2%，是长期、耐心的保险资金，支持渐进式的资本政策；锦高建设是安装生态里的施工伙伴；协栄制钢则在成套设备所面向的钢铁产业链里，把一小部分股权与钢铁周期绑在一起。

这个名册的共同点是：支持董事会度过周期，却不会向公司施压要求激进的资本效率。对外部股东，真正的约束是流动性而不是控制权：日均成交额只有约 1.41 亿日元（约 3.8 万股），唯一能快速改变供需的是公司自己，库存股已占已发行股份的 10.5%。每次回购都会抬高稳定持有人的有效权重和其余股东的每股权利。信托和名义账户背后的实际持有人看不到，是否有人在向披露门槛靠近也不知道。

07.2｜新总裁上任后两个季度内，所有资本工具都朝同一个方向动

总裁从尾崎晃（2026 年 1 月 30 日的财报署名）换成坂田守（2026 年 4 月 28 日的财报署名），发生在中期计划的最后一年。此后两个季度的财报显示：回购规模是上年同期的 2.8 倍，再次决议出售持股，决定重组中国子公司，上调订单预期——这像是一位总裁第一年把精力放在资产负债表和持股组合上，让炉子周期自己运转。

这个读法是根据时间做的推断，没有明说的因果。变更公告的确切日期没有核实，董事会技能矩阵和薪酬激励也没有读到，所以无法判断管理层激励与每股价值的关联。新体制的资本政策是否成为制度，要看 2027 年春季新计划是否写进 ROE 或回报的数字。

08｜资本政策

08.1｜分红公式把公司自己认定的经常性盈利暴露了出来

分红政策是每年年末一次分红，总还款率（分红加回购）不低于 50%，分红基准是税后营业利润（NOPAT）的 60%。2026 年 3 月期分红 12.01 亿日元（每股 166 日元），反推出 NOPAT20 亿日元左右，与营业利润 28.79 亿日元按 30%左右税率计算的结果几乎一致。2027 年 3 月期预计每股 180 日元，12.57 亿日元左右，对应 NOPAT21 亿日元左右，是一个低于营业计划的保守锚点。

按报表净利润算，2026 年 3 月期总还款率只有 34%（分红加回购合计 16.03 亿日元），低于 50%的下限；按 NOPAT 算则 80%左右。同一个公式，在持股收益推高利润的年份，名义比率看起来没达标，实质上达标。到干净的 27/3 期，分红 12.57 亿日元加上半年的回购 11.40 亿日元，相当于修正后净利润 27.87 亿日元的 86%左右。

因为公式是预先承诺的，只靠营业利润就可以估算 28/3 期分红：营业利润达到 39 亿至 40 亿日元时，约为每股 190 至 200 日元。预测的 180 日元，股息率 4.9%，被 NOPAT 覆盖约 1.6 倍。这让股票接近一只带周期票息的公式债券，持有人不必相信指引也能估算收入。

这个锚是推断，不是披露的指标，所用税率也是近似的。回购的节奏由总裁裁量，随时可以停，不违反任何已声明的承诺，且没有公布规模。持续 ROE 现在约 6.7%，按 27/3 期营业利润指引向 8%靠近。

08.2｜回购在账面价值以下执行，每半年约让股数减少 3.5%

库存股回购金额 2025 年 3 月期 3.12 亿日元，2026 年 3 月期 4.02 亿日元。2027 年 3 月期上半年一个半年就达 11.40 亿日元。

库存股从 562,810 股升到 818,645 股，占已发行 780 万股的 10.5%，账面成本 25.66 亿日元，没有公布注销。平均股数由上年上半年的 7,265,158 股降到 7,055,450 股，下降 2.9%。

股数口径需要分清：期末扣除库存股 698 万股左右，已发行 780 万股，上半年加权平均 706 万股左右，不同口径影响每股数字和市值。

在低于每股账面价值的价位回购，每次都会抬高剩余股份背后的账面价值。以约 3,700 至 4,700 日元的成交区间、均价约 4,000 日元计，每个 11 亿日元的半年大约减少 3.5%的股数，所以即使经常性盈利持平，每股收益也有中个位数的复利增长。预测每股收益从 361.31 日元修正到 396.96 日元（增长 9.9%），净利润修正幅度是 10.8%，预测口径没有完全体现回购压低股数的效果。

回购执行的时点也有意义：它正对着一个缩量回落的价格。每过一个季度，每股账面价值就抬高一点，价格仍在等干净的业绩。回购的价格假设是区间估计，节奏没有计划约束。

08.3｜估值卡点在资本政策，不在需求

权益比率 60.8%、净现金、2026 年 9 月仍有 63.87 亿日元的持股组合（税后估值储备 35.12 亿日元，上年 3 月末为 27.87 亿日元），加上由信托银行、保险公司和业务伙伴构成的名册，意味着重估的杠杆是回购、注销和出售持股的节奏。2026 年四项资本工具方向一致：回购是上年的 2.8 倍；持股低于净资产 20%的目标在 2026 年 3 月期达成，并在 2026 年 9 月马上用三只股票的出售决议来守住；分红从 166 日元提高到预计 180 日元，公式未动；库存股占 10.5%而没有注销决定。

方向是把资本过剩的资产负债表转成每股价值，未决的变量是节奏，以及是否会表述成一个计划。反面证据也要放进来：稳定的名册不施压，可能放慢转化；没有披露持股的最终规模、权益比率目标或注销政策；市场对持股的升值还可能悄悄重建被出售的那一堆。

08.4｜持股组合既是资产，也是利润噪音的来源

政策持股 2026 年 3 月末公允价值 53.30 亿日元（上年 65.33 亿日元），2026 年 9 月升到 63.87 亿日元，税后估值储备从 27.87 亿日元升到 35.12 亿日元。出售产生了 2026 年 3 月期 33.15 亿日元的收益，以及预计 27/3 期三季度约 7 亿日元的收益，纪律是低于净资产的 20%；持股分红 2.36 亿日元是经常性的营业外收入。

它同时是利润表失真的来源、回购的资金来源和治理叙事的检验。土地账面 21.56 亿日元没有评估价，是一块额外的隐含资产，估值计算中没有计入。持股在 20%上限约束下的最终规模、未来出售的税务损耗和土地价值都没有量化，所以它应作为估值里独立相加的一项，并要扣除出售的税务损耗。

08.5｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会

注销哪怕一部分 818,645 股库存股，也会把回购从意图变成永久的每股事实，也会回答库存股是否会被重新发行（稀释压力）。2027 年春季的新中期计划是最自然的发布时点，但目前没有注销决定或回购计划，规模和时间都未知。

公司现行的中期经营计划是「Chugai Ro Break Through（CBT）2022-2026」，期间 2022 至 2026 年度，2027 年 3 月期是最后一年。愿景是用碳中和技术改造自己、开拓未来。

三项战略是碳中和新市场、既有产品改良、职场改革，靠热技术创造中心、NEDO 项目和系统/AI 投资执行。财报里没有重述最终年度的数字目标，所以兑现情况只能看年度指引。

销售 403 亿日元将是连续第三年创纪录，9.0%的营业利润率会是近代记录中最好的。资本承诺里有数字的是持股低于 20%和总还款率不低于 50%。

接替它的新计划是新总裁的第一份数字成绩单。董事会能否说明资产负债表的终点——权益比率或净现金水平的目标、持股的最终规模和库存股注销政策——是下一次要看的问题。如果计划里没有数字，那本身就是答案。

09｜估值与安全边际

09.1｜估值简报

股价：3,675 日元（2026 年 11 月 6 日收盘；11 月 9 日报价 3,695 日元左右）。

总市值：286.7 亿日元（按已发行 780 万股；扣除库存股约 698 万股则为 257 亿至 258 亿日元）。

预测 PER：9.3 倍（按 27/3 期修正后每股收益 396.96 日元）。

实绩 PBR：0.85 倍（按 2026 年 3 月期末每股净资产 4,311.16 日元）。

ROE：15.7%（2026 年 3 月期，公司公布，含出售持股收益；推算的持续口径约 6.7%）。

预测股息率：4.90%（每股 180 日元）。

EV/EBITDA：8.0 倍。EV 274.0 亿日元，等于已发行股数口径的总市值减去 2026 年 9 月 30 日净现金 12.6 亿日元，即现金 57.15 亿日元减借款 44.53 亿日元。EBITDA 34.2 亿日元，等于 2026 年 3 月期营业利润 28.79 亿日元加折旧 5.43 亿日元，不含持股收益。

各倍数的股数与净现金口径并不统一：市值、EV 和 EV/EBITDA 用已发行股数，其他倍数和 45%的净金融资产占比用扣除库存股的股数；EV 只扣现金，按扣除库存股的口径 EV 会更低。这些是时点快照。52 周价格区间 3,600 至 5,180 日元，日均成交额约 1.41 亿日元。

09.2｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要

往期市盈率 5.7 倍左右，是按被持股收益撑高的 2026 年 3 月期每股收益 643.70 日元算出的；预告的净利润下降（-40.3%）也描述同一笔持股收益。与此同时，炉子业务的销售六年里从 247 亿日元增长到计划的 403 亿日元。按经常性盈利衡量，股价 3,675 日元约为 12.8 倍（每股经常性收益约 287 日元）和 0.85 倍账面，所以市场在为错误的盈利流定价。

重估如果来，更像是第一份干净全年业绩上的倍数修正，不是盈利超预期。价值可以拆成三块相加：经常性的炉子盈利、正在转成回购的金融资产、下一期计划的选择权。现价为第一块付了钱，为第二块付了一部分，对第三块几乎没付。这些是推断，反面证据同样明确：12.8 倍对周期性工程企业并不便宜；折价也可能是合理的，因为持续 ROE 约 6.7%仍低于资本成本；没有读到分析师一致预期，机构投资者介入的时点也未知。

价格已经连续两次改善的业绩发布之后继续回落，说明市场尚未接受这一判断；这是价格与基本面的时点问题，放在技术结构一章讨论。

09.3｜下行保护来自资产，但安全边际不等于资产全额

净金融资产 117 亿日元左右，相当于市值的 45%；账面股东权益 312 亿日元高于市值；股息被 NOPAT 覆盖约 1.6 倍；总还款率不低于 50%的承诺在低于账面价值时带来回购买盘，而每次回购都抬高剩余每股账面价值。持股组合应作为单独相加的一块，扣除出售的税务损耗之后再计入，而持股的利润会受市场价格影响；土地没有评估，不计入。

这套资产保护也有条件：持股升值有可能把 20%上限之外的堆积重新垒起来，净金融资产里包含按公允价值计价的证券，不是全部可随时动用的现金。从下行来看，消化年的最坏情形是约三分之一的价格和时间的损失，不是持仓的安全。技术结构的失效位（3,515 至 3,600 日元，其次约 2,886 日元）都低于 2026 年 3 月期末每股净资产 4,311.16 日元；基本面的资产底与技术失效位相关，但不合并，各自独立判断。

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｜一次回落，还是旧平台重新吸回价格：价格结构要回答的问题

这只股票有完整的一轮价格生命史：2002 年 11 月低点 810 日元，2006 年 2 月历史最高 7,140 日元（最高月收盘 6,130 日元，2006 年 1 月），之后是十六年的宽幅平台。2009 至 2022 年各年高点在 1,913 至 3,710 日元之间，2020 年 3 月新冠低点 1,139 日元是平台的底；2013 年（3,000 日元）、2018 年（3,280 日元）、2024 年（3,710 日元）的每一次上涨，都停在 2006 年高点的一半附近。

2022 年以来是逐级抬高的重估：2022 年低点 1,423 日元；2023 年高点 2,356 日元、收盘 2,337 日元；2024 年高点 3,710 日元、收盘 3,515 日元。2025 年 10 月冲到 5,220 日元，当月成交 1,260,300 股，是近代最大的月成交量。

2026 年 2 月月收盘 5,170 日元。2026 年 3 月出现一根剧烈的反转月线（最高 5,120 日元，最低 4,085 日元，收盘 4,135 日元）。

其后价格有序回落，月收盘依次为 4,715、4,300、4,040、3,865、4,040、3,910 日元，以及 10 月未完成月线的 3,725 日元。距高点回落 28.6%，没有出现一个恐慌放量的月份。

数据覆盖 2001 年 1 月到 2026 年 10 月共 310 根月线；10 月的月线只到 26 日，是未完成的，11 月 6 日收盘 3,675 日元取自外部行情快照。由此产生这只股票自己的技术问题：高点 5,220 日元之后一年的缩量回落，是重估在消化自己的涨幅，还是长期平台开始重新吸回价格，就像此前每一次涨到 2006 年高点一半就回头那样？

10.2｜价格在均线之间悬空：上方压力近，下方支撑位要等 3,600 日元一带

10 月未完成月线收盘 3,725 日元时，12 个月均线 4,297 日元，24 个月均线 4,017 日元，60 个月均线 2,886 日元：价格低于一年和两年均线，高于五年均线 29%。收盘位于整个历史区间（810 至 7,140 日

元）的 46.1%，高于 310 根月线里 84.2%的收盘，是 2020 年 3 月低点的 3.3 倍。11 月 6 日收盘 3,675 日元仍在同一价带。

压力位从上方依次是：24 个月均线 4,017 日元、12 个月均线 4,297 日元、2026 年 6 月收盘 4,715 日元、5,170 至 5,220 日元的高潮区，再往上只剩 2006 年的 7,140 日元。支撑位向下依次是：约 3,600 日元的 52 周低点附近和 2024 年突破收盘 3,515 日元，然后是 60 个月均线 2,886 日元，再到 2023 年主要运行区间的密集部分（2,300 至 2,900 日元）及 1,139 至 1,423 日元的平台底。

价格目前处在突破位与均线之间一段历史上停留很少的区域，所以穿过这一段的走势往往两个方向都很快。

2023 至 2024 年的主要运行区间大致在 2,300 至 3,500 日元，两年时间在那里完成了盈利复苏之前的交易；60 个月均线穿过它的中部。当前价格刚好在这个区间的上沿之上。

10.3｜回落在缩量中减速，月线振幅收窄，显示卖盘在耗尽

回落的形状有三个特征。第一，成交量逐月萎缩。2025 年 10 月高潮月 1,260,300 股，2026 年 7 月一个下跌月放出 1,245,800 股。但过去十二个月月均成交约 653,000 股，低于前十二个月的 739,000 股。2026 年 9 月只有 388,700 股，10 月未完成月线 328,200 股。第二，没有任何一个月收盘跌破前一年的突破区。第三，月线区间在收窄：2026 年 3 月为 4,085 至 5,120 日元，到 9 至 10 月只有 3,600 至 3,900 日元之间几百日元宽，结构在突破位上方压缩。

这种压缩有两种可能：死寂的压缩，或有生命的压缩。目前看到的是卖盘的意愿比价格下跌得更快地耗尽，更像吸收，而不是派发的第二幕；但是否转成有生命的压缩，要看回踩是否抬高、价格能否站回均线，目前还没有证据。卖盘主要是此前获利的持有人，不是被迫抛售者（这是推断）。

回吐的速度可以参照：距 2025 年 10 月高点一年后，价格回落 28.6%；2006 年高点后两年内就回吐了一半，这次的流失明显更慢。

10.4｜失败的冲高留下了供应，长期记忆来自 2006 年

2025 年 10 月到 2026 年 2 月的高潮，是当前结构里最重要的一次失败冲高：价格在回到并站稳 4,297 日元（12 个月均线）之前，这次冲高留下的卖盘会一直压在上方；持有人会记住 5,220 日元是最近一次上涨被卖掉的位置，如同他们在 2024 年记住 3,710 日元一样。

更长的记忆来自 2006 年高点之后的十六年：每一次上涨都停在旧高点一半附近并回到平台。这种记忆是回落的燃料，也是它的限度。限度在于，2023 至 2026 年的上涨第一次伴随着创纪录的销售、公式化的分红和低于账面价值的回购（这是基本面事实，只用来说明背景，不构成价格结构的依据）。价格响应不对称：2023 至 2024 年底部之后的上行是台阶式的，用了两年才翻倍；而 2026 年 3 月一个月就把高潮之后的相当一部分涨幅吐回。

迁移质量方面，进入重估的阶段（2023 至 2025 年）质量较好，价格逐年抬高收盘（2,337 日元，然后 3,515 日元），成交量平稳；到 2025 年 10 月的高潮月，是迁移的投机性末段。之后的回落，就是这一段被交回。

10.5｜当前状态：长期上涨内的成熟回调，等待外部判决；确认与失效条件

纯价格上的状态是：两个十年的平台、三年台阶式重估、一次高潮、一年有序回落，现在在突破位上方压缩，是一个长期上涨中的成熟回调，等待外部判决。高于 3,515 至 3,600 日元，这仍是重估内部的回调；低于它，平台的引力会重新出现，60 个月均线 2,886 日元成为下一个测试。

重估没有被推翻，但它的动量已经耗尽，价格在中期趋势（12 和 24 个月均线）之下已经是 2023 年以来第一次持续这么久。图表与持有人结构有一处矛盾：图上看是一年前高潮的卖盘，而发行人自己在账面价值以下每半年回购 11.40 亿日元；耗尽的卖盘遇到结构性买盘，也是回落一直在放缓而不是向下了结的原因。

技术判断把握一般。

确认回调结束的价格行为：月收盘重新站上 24 个月均线（4,017 日元左右）并放量，最好在 2027 年 3 月期三季度财报之后；月收盘高于 4,715 日元（2026 年 6 月收盘），就打破了回落形成的连续更低收盘；成交量在上涨月重新升到约 90 万股以上，说明有资金回来而不只是原地不动。

推翻它的条件：月收盘放量跌破 3,515 至 3,600 日元（2024 年突破收盘和 52 周低点附近），推翻「有序回落」的看法；月收盘跌破 60 个月均线（约 2,886 日元）一带，推翻的是长期重估本身；反弹在 12 个月均线（约 4,297 日元）下连续两个月无力，而财报又证实了基本面论点，则推翻「价格会跟随干净业绩」的预期。目前缺少周线层面的验证，价格对 2027 年 1 月和 4 月两次财报的响应是决定性的未知数。

10.6｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

在纯价格状态确定之后再放基本面对照。这只股票里价格曾领先基本面：2023 年的上涨预示了 2025 年 3 月期的利润跳升，2025 年 10 月的高潮预示了 2026 年 3 月期的创纪录业绩，2026 年的回落已经预付了 27/3 期报表利润的预告下降。尚未回答的是回落是否也预付了营业层面的改善（二季度 8.5%的利润率、订单上调）——价格显示还没有。回落一路穿过一季度亏损和上半年的改善两次发布，没有恐慌放量，说明持有人在为已披露的利润衔接定价，不是为标题。

10 月的订单上调还没有技术确认：价格仍低于 12 和 24 个月均线，这是判决要等到三季度和全年财报，而不是 10 月公告的原因。价格处于历史区间 46.1%的中部，2025 年的高潮已经出货，现在在等；下一次决定性的走势属于 1 月和 4 月的财报，不属于图形。

2025 年 10 月的高潮出现在 2026 年 3 月期中期业绩发布季之后，2026 年 3 月的反转月线跟在三季度财报之后、4 月全年披露之前（这里只陈述先后，不断言因果）。资本动作与价格也是同一件事讲两遍：低于账面价值的回购正在进入一个缩量回落的行情，每过一个季度，每股账面价值就抬高一点。这些跨轨判断不改变纯价格状态，也不用基本面去证明技术状态；基本面的资产底与上述技术失效位只是相关，不能合并。

11｜风险与催化剂

11.1｜最大的变数是下半年交付：全年计划把一年的判决压在一个半年和一份在手订单上

维持不变的 27/3 期预期是：销售 403 亿日元、营业利润 36.20 亿日元、经常利润 37.20 亿日元。上半年交付销售 160.55 亿日元、营业利润 6.37 亿日元（占全年营业利润预期的 17.6%）。所以下半年要交出销售 242.45 亿日元，是上半年的 1.5 倍，相当于手中在手订单的 60%。下半年还要交出营业利润 29.83 亿日元，隐含利润率 12.3%，对比上半年 4.0%、2026 年 3 月期全年 7.7%。

对照公司自己的先例，这没那么离谱：2026 年 3 月期下半年销售 225.63 亿日元，营业利润约 27.16 亿日元，利润率 12.0%，隐含的下半年只比它高约 7%。相对于上半年极端后移，相对于季节性先例只是普通后移。这是公司历史上最好的下半年，只是以微弱优势，没有任何空余，风险是滑期，不是规模。10 月只修正了净利润（升到 27.87 亿日元）和订单。

计划里的 12.3%利润率还依赖成套设备较丰厚的结构去承担亏损的热处理和开发拖累。一个下半年的利润率落空，就是第一个推翻论点的信号。

11.2｜一个项目的验收滑到 4 月，就会同时打破计划、信誉和价格锚

完工集中是单点失败风险：销售计划的 60%在下半年，验收向 3 月集中；一个大型成套设备项目的验收滑到 4 月，就会同时打破维持的营业利润指引、计划的可信度和价格的锚。决定年度的是时点风险，不是需求风险。项目级排期没有披露。

与之相连的是固定价格项目的利润风险：2027 年 3 月期没有单独披露损失准备（2026 年 3 月期时，工程损失准备为零，完工保修准备金 1.18 亿日元），所以 227.75 亿日元成套设备在手订单里嵌入的利润率，读者无法压力测试。订单与完工之间的原材料涨价或分包商瓶颈，都会吃掉公司自己的利润率。供应商层面没有披露，隐藏的单点依赖排除不了。下半年的利润率数字是对它的第一次审计。

11.3｜半导体需求若是一波行情，2028 年 3 月期的故事会一样快地消退

推动订单上调的半导体和数据中心需求，是来自单一投资浪潮的增长型资本开支（功能材料炉、真空渗碳、精密涂层）。如果 AI 硬件材料的建设暂停，热处理订单——28/3 期的故事——会像来时一样快地缩水，集团会退回到它想分散出去的钢铁更新周期。钢铁更新和脱碳需求更稳，但仍按年度资本开支轮次批准（2026 年 3 月期成套设备订单降到 90.2%）。浪潮的持续时间和公司份额没有量化，同行中标率也未知。

11.4｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决

三季度财报预计在 2027 年 1 月下旬（按 2026 年 1 月 30 日的先例推断）：它会入账预计约 7 亿日元的持股出售收益、给出后移计划的第一次转化读数，并更新订单进度，对照 405 亿日元的上调预期——三个被跟踪的变量同一天出结果。2027 年 4 月下旬（2026 年为 4 月 28 日）的全年财报与接替 CBT 2022-2026 的新中期计划，会确定 28/3 期指引、分红和回购设置，也可能出现数字目标。

半年度有价证券报告书应在 2026 年 11 月 13 日提交，股东大会在 6 月。

出售收益是已排好的事件，不是希望：2026 年 9 月 30 日董事会决议出售三只名称明确的持股，以保持 2027 年 3 月末的政策持股低于净资产的 20%，作为后发事项披露预计收益约 7 亿日元，且 10 月的修正预测已经包含它。1 月财报要么按这个大小入账，要么修正的可信度失败；金额是估算，会随市价变动。

还有两项催化：注销库存股，以及新中期计划是否把回购写成数字。没有日历的催化（大订单、回购授权、并购）无法排期，日期都是按上年的节奏推断的。

12｜反常识发现

这份研究最有意义的发现是预期错位：价格和预告都在描述持股组合，不在描述炉子。往期市盈率 5.7 倍和预告的净利润下降 40.3%，是同一笔 33.15 亿日元持股收益的两面；炉子业务在这期间是销售从 247 亿日元走向 403 亿日元的计划，营业利润率从 1.6%走到 7.7%。

更有意思的是，公司的分红公式替我们做了拆分：NOPAT 约 20 亿日元，对应 12.8 倍经常性盈利和 0.85 倍账面。持股收益连续三年需要先核对才能比较，按现有指引也是最后一年。所以价格里被定价的预期是人为的，没有被定价的预期才是经营本身；一旦干净的全年业绩出现，修正更可能表现为倍数，不是盈利惊喜。

这是推断，不是事实。12.8 倍对周期性工程企业不算便宜，折价可能反映持续 ROE（约 6.7%）仍低于资本成本；没有一致预期可参照，机构资金进入的时点未知。

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜最优先的三个问题：下半年能否交付、热处理成本是否永久抬高、新计划有没有数字

1. 27/3 期的营业利润计划能不能撑过自己的算术？这很重要，因为它是年度判决，也是价格锚。下半年要交出销售 242.45 亿日元和营业利润 29.83 亿日元（利润率 12.3%）；三季度订单、成套设备在手订单的完工排期和热处理的成本结构是证据。解决它的是三季度和全年财报；如果答案相反，大幅落空会打破计划信誉和价格锚。没有项目级的公开数据。

2. 热处理上半年亏损 2.42 亿日元，只是在手订单时点的影响，还是成本基数（销售管理费用增长、0.82 亿日元 GX 分摊）永久抬高了，而对应的半年销售只有约 68 亿日元？它决定 28/3 期利润能不能扩散到成套设备之外。证据是 27/3 期全年分部利润率和在 142.37 亿日元在手订单上的热处理销售回升；前期分部数字没有重述，限制了比较。

3. 接替 CBT 2022-2026 的新中期计划会带来什么？预计与 27/3 期财报一起在 2027 年 4 月下旬发布（时点按上年节奏推断），这是新总裁第一次完整的目标表述：销售、营业利润率、ROE 和总还款率有没有数字，期限多长。没有数字，本身就回答了新体制的雄心。

13.2｜第二、第三优先级：中国、库存股、半导体需求、持股比例和维护收入

4. 中国重组到底做了什么（人员、产品线、规模），3.5 亿日元是全部成本还是退出的第一笔？该子公司今天贡献多少收入和利润？这决定海外拖累还剩多少、有无退出资金。财报没有中国单独数字，要看后续文件或重组进展披露。

5. 818,645 股库存股（占已发行股份 10.5%）会不会注销？董事会会不会把 2026 年的回购提速变成有金额或股数的计划，并说明资产负债表的终点（权益比率或净现金目标、持股最终规模、注销政策）？这决定资本转化是永久的每股事实还是可逆的意图。证据是 2027 年春季的新计划和任何库存股处置公告。

6. 半导体和数据中心的功能材料需求，有多少是可重复的新线设备需求，有多少是一次性产能潮？公司对更大的炉子和设备同行能守住多大份额？这决定热处理的复苏是否结构性。看 28/3 期热处理订单是否持续，以及有名称的项目中标；没有从同行一手文件做对标。

7. 持股比例会不会在市值上升时仍低于净资产的 20%？2026 年 9 月证券升到 63.87 亿日元，升值可能悄悄重建要缩小的那一堆。这检验持股出售是一次性整理，还是持续的利润噪音。看 27/3 期有价证券报告书里的持股余额。

8. 维护和售后收入有多大？它如果可观，会抬高盈利质量和周期韧性，但目前不在估值里。要看公司将来是否披露产品、工程与服务收入的拆分。

9. 固定价格项目的利润风险：227.75 亿日元成套设备在手订单的内含利润率，外部无法压力测试，下半年利润率是第一次审计。

13.3｜证据本身的缺口，限制了对护城河和估值的信心

这份研究在合理的公开路径用尽后，仍然缺少几类信息：市场规模无法量化，需求只能通过公司自己的订单观察。竞争侧没有独立的市场份额或同行排名，也没有客户集中度和供应商层面信息。

此外还缺合同锁定数据、分部投入资本回报、分析师一致预期、土地评估价、情景的概率权重，以及周线层面的技术结构。这些不能理解为不存在，只能理解为尚未能验证。

它们限制的是对护城河、竞争位置和估值倍数的信心：研究确立的是经常性盈利基础和资产结构，没有给出目标价。解决它们要靠未来披露或同行文件，所有解决都取决于 2027 年 1 月下旬和 4 月下旬的披露。

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜总分 63.38/100，评级 B：复苏与资产是真的，利润质量和竞争证据还不够

评分满分 100 分，评级档位：S 90–100，A+ 83–89.9，A 75–82.9，B+ 65–74.9，B 55–64.9，C 40–54.9，D 40 分以下。评分版本 V3.2，八个模块的得分相加为 63.38 分，评级 B。

行动：以持有为主，不追价；等 2027 年 1 月下旬三季度财报与 4 月下旬全年财报及新中期计划验证后再决定新增仓位。下半年交付顺利、订单保持在 405 亿日元以上、新计划给出回购和 ROE 数字承诺，则逐步加大关注；下半年营业利润明显低于计划、订单回落或新计划放弃资本动作，则重新评估。

分数低于 B+的原因，集中在两件事：持续盈利能力被一次性收益盖住，持续 ROE 仍只有 6.7%；以及竞争优势和下半年利润率两个关键判断都缺乏可外部核对的数据。若 2027 年 1 月和 4 月的业绩落地，这些限制可以放松，也可能变紧，方向取决于实际结果。

14.2｜八个模块的得分与理由

财务韧性与下行防御 10.4/13：近五年每个时点都是净现金、自有资金运转，净金融资产 117 亿日元左右，约占市值 45%；短板是应收款和合同资产占总资产一半，现金流年度间波动很大，账龄与授信条款没有披露。

竞争优势与结构耐久性 8.4/14：近八十年装机基础和成套设备 12%到 15%的利润率支撑议价，但没有独立份额、客户集中度和合同锁定证据，热处理亏损和海外业务收缩也说明优势并不覆盖全部业务。

盈利质量、现金转化与资本效率 9.86/17：营业利润率从 1.6%升到 7.7%是真实的，但净利润和 15.7%的 ROE 被 33.15 亿日元持股收益撑高，持续 ROE 约 6.7%，固定价格项目的利润无法审计，下半年交付尚待验证。

商业结构、产品、客户与关键依赖 6.82/11：在手订单 407.13 亿日元约为销售额的 1.09 倍，今年风险在交付而不在需求；但成套设备和海外订单下降，主要客户占比和供应商信息缺失，半导体需求是否可重复未知。

估值与安全边际 9.9/15：市盈率 9.3 倍、市净率 0.85 倍、股息率 4.90%，经常性盈利口径 12.8 倍；折价可能合理反映低于资本成本的持续 ROE，且没有一致预期可参照，各倍数的股数口径不统一。

资本配置与股东回报 7.0/10：回购是上年的 2.8 倍，分红公式由 NOPAT 锚定，持股纪律已达成；但库存股没有注销，也没有回购计划，规模和节奏全凭总裁裁量。

治理、所有权与管理层 3.85/7：没有控股股东、名册稳定，但不会向公司施压要求资本效率；总裁更替后资本动作加快只是时间上的关联，董事会结构和激励没有读到，2026 年 6 月有一次小的现金流量表更正。

Kabugami 技术结构 7.15/13：价格是长期上涨内的成熟回调，卖盘缩量耗尽，仍站在 3,515 至 3,600 日元的突破位和五年均线之上，但已低于 12 个月和 24 个月均线，对两次业绩的响应尚无证据，技术判断把握一般。

14.3 | V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由
财务韧性与下行防御	13	10.4	近五年每个时点都是净现金、自有资金运转，权益比率在 56.4%到 60.8%之间，2026 年 9 月升至 62.8%。2026 年 3 月期末现金 108.21 亿日元加投资有价证券 53.3 亿日元，对借款 44.45 亿日元，净金融资产约 117 亿日元，约为市值的 45%。账面净资产 312 亿日元高于市值。应收账款主要对象是日本大型工业企业。主要短板是应收款和合同资产占比极高，现金流年度间波动很大，账期和授信条款没有披露。
竞争优势与结构耐久性	14	8.4	公司在工业炉领域有近八十年的设备安装基础，板材连续退火线、电炉粉尘再利用、钢包预热等工程线的更新需求是稳定来源，经验丰富的工程师是稀缺资源。成套设备业务的利润率在 12%到 15%之间，说明在其细分领域有一定议价能力；但没有独立的市场份额数据，没有合同层面的锁定证据，竞争位置主要从订单重复和利润率结果推断，而不是排名可验证。
盈利质量、现金转化与	17	9.86	2026 年 3 月期净利润

资本效率			46.68 亿日元（同比增 55.7%）和 15.7%的净资产收益率被 33.15 亿日元的持股出售收益撑高，这个收益大于全年营业利润 28.79 亿日元。扣除后税前利润约 31 亿日元，剔除一次性项目的持续 ROE 约 6.7%。经营层面的改善是真实的：营业利润率从 2021 年 3 月期的 1.6%升到 2026 年 3 月期的 7.7%，2027 年 3 月期上半年营业利润 6.37 亿日元，是上年同期 1.63 亿日元的 3.9 倍，毛利率由 17.9%升至 20.5%。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.82	2026 年 9 月末在手订单 407.13 亿日元，约为 2026 年 3 月期销售额的 1.09 倍，与 2027 年 3 月期销售计划基本相当，其中成套设备占 55.9%、热处理占 35.0%，因此今年的风险是交付和利润率，而不是需求。2027 年 3 月期上半年订单同比增长 1.1%（热处理 +13.2%，开发 +33.8%，成套设备-3.3%，海外-28.3%），10 月管理层把全年订单预期从 387 亿日元提高到 405 亿日元，销售和营业利润预期却没有调整。
估值与安全边际	15	9.9	2026 年 11 月 6 日收盘价 3,675 日元，按 2027 年 3 月期修正后每股收益 396.96 日元计算市盈率约 9.3 倍，市净率 0.85 倍，预期股息率 4.90%（每股 180 日元），股息被税后营业利润覆盖约 1.6 倍。以扣除一次性项目后的持续每股收益约 287 日元计，市盈率约 12.8 倍，对一家周期性工程企业不算便宜。净金融资产约为市值的

			45%。
资本配置与股东回报	10	7	2026 年各项资本动作方向一致：回购规模是上年的 2.8 倍（2026 年 3 月期 4.02 亿日元，2027 年 3 月期上半年 11.4 亿日元），库存股升至 818,645 股，约占已发行股份的 10.5%；股息从每股 166 日元提高到预计 180 日元，总还款率承诺不低于 50%，派息基准为税后营业利润的 60%；持股占净资产的比例目标低于 20%已在 2026 年 3 月期达成，并于 2026 年 9 月再决议出售三只股票。
治理、所有权与管理层	7	3.85	没有控股股东，股东名册以信托账户（约 18%）、第一生命（5.26%）、理索纳银行（4.96%）、关联公司和合作伙伴为主，结构稳定，不构成控制权风险，也不会施压提高资本效率。2026 年 4 月总裁由坂田接替尾崎，随后资本动作明显加快，但这是时间上的关联，不是已证明的因果。披露质量上，2026 年 6 月对决算短信现金流量表的更正是一个已披露、金额不大的流程瑕疵。
Kabugami 技术结构	13	7.15	价格从 2025 年 10 月的 5,220 日元回落约三成，到 2026 年 11 月处于 3,675 日元附近，位于整个上市历史区间的中部。过去十六年长期平台后，2023 至 2025 年形成了逐级上移的重估，随后进入一年的有序回落，成交量逐月萎缩，没有出现恐慌放量。价格仍在 2024 年突破位附近和五年均线之上，但已低于 12 个月和 24 个月均线，中期趋势已被削弱。

总分： 63.38 / 100

评级： B

操作建议： 以持有为主，不追价；新增仓位等待 2027 年 1 月下旬的第三季度决算与 4 月下旬的全年决算及新中期计划验证后再决定。若下半年交付顺利、订单保持在约 405 亿日元以上、新计划给出回购和 ROE 数字承诺，则逐步加大关注；若下半年营业利润明显低于计划、订单回落或新计划放弃资本动作，则应重新评估。

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｜来源以公司披露为主，外部验证有限

研究日期为 2026 年 11 月 9 日，价格基准为 2026 年 11 月 6 日收盘（3,675 日元），11 月 9 日的报价 3,695 日元左右来自行情聚合网站。主要来源是公司披露。

其中有 2026 年 3 月期财报（2026 年 4 月 28 日）、现金流量表更正（2026 年 6 月 12 日）和 2026 年 3 月期有价证券报告书（2026 年 6 月 15 日）。另有 2027 年 3 月期一季度财报（2026 年 7 月 24 日）、上半年财报及同日关于预测修正的公告（2026 年 10 月 30 日），以及股东名册（2026 年 3 月 31 日）。

市场数据来自行情聚合网站和以 EDINET 为基础的数据站，五年指标与估值倍数引用它们，属于二手来源。价格结构使用本地整理的月线（2001 年 1 月到 2026 年 10 月，共 310 根），数据只到 2026 年 10 月 26 日，10 月月线未完成，11 月 6 日收盘来自外部快照。公司披露是证据，不是自动成立的事实；这份研究没有读到客户、竞争对手、供应商一侧的独立披露，也没有读到分析师一致预期。

推断的部分需要自行判断：税后营业利润（NOPAT）约 20 亿日元和持续 ROE 约 6.7%是由分红公式和约 30%税率反推，不是公司报告的指标；各层利润的税后拆分按法定税率估算；2027 年 1 月下旬和 4 月下旬的财报日期按上年先例推断；总裁更替的公告日期没有核实；2026 年 11 月 13 日的半年度有价证券报告书尚未读到。

15.2｜数据口径的限制与免责

使用这些数据时需要记住三个口径问题：2027 年 3 月期上半年的分部数据受 GX 成本分摊变更影响，没有追溯，热处理的亏损里约 0.82 亿日元是口径迁移；2026 年 3 月期的现金流量表在 2026 年 6 月被更正，本报告采用更正后的数字（经营现金流 64.27 亿日元）；估值倍数的股数与净现金口径不统一，已在估值一章逐项说明。

本报告是研究资料，不构成投资建议，也不构成买卖任何证券的要约。价格、倍数和财务数据都是研究日期的时点信息，之后可能变化；一切判断都以所引用的公开披露为基础，未公开信息没有被使用。读者应结合自身情况独立判断，并核对原始披露。

主要资料来源

- FY3/2026 tanshin header: issuer identity, listing and representative (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)
- Business constitution (FY3/2026 securities report): three reporting segments plus overseas subsidiaries (https://f.irbank.net/pdf/E00119/ir/S100YBFQ.pdf)
- Segment-to-group reconciliation: eliminations are small, the segments are the group (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)
- Five-year indicator path (EDINET-derived): from the FY3/21 trough to the FY3/26 recovery (https://edinetdb.jp/company/E00119)
- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)
- Q1 FY3/2027: the seasonal trough quarter printed a small operating loss (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260724599456.pdf)
- The orders forecast: introduced at JPY 38,700 million, raised to JPY 40,500 million in October 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)
- FY3/2026 cash flow as corrected on 12 June 2026: operating inflow JPY 6,427 million (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)
- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)
- The 2023-2026 re-rating: from JPY 1,423 to JPY 5,220, then a one-year fade (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)

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 8 项发现。本次研究共 79 项研究发现；正文里的 F 编号可直接跳到附录 A 的对应发现。 在线查看可折叠完整索引 →

发现	对应的中文正文
F001 · 在线	02｜这是一家按项目赚工程含量的工业炉厂商，稀缺的是工程师
F002 · 在线	06｜净利润和 ROE 读的是持股组合，不是炉子
F003 · 在线	08｜分红公式把公司自己认定的经常性盈利暴露了出来
F004 · 在线	06｜营业利润线上的复苏是真实的，一季度的亏损是季节性的
F005 · 在线	03｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求
F006 · 在线	06｜净现金是下行保护，但「净」的口径要说清楚
F007 · 在线	06｜现金流的波动来自收款、付款和税款的时点，不是需求
F008 · 在线	08｜回购在账面价值以下执行，每半年约让股数减少 3.5%

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｜02｜这是一家按项目赚工程含量的工业炉厂商，稀缺的是工程师

写入正文：02｜这是一家按项目赚工程含量的工业炉厂商，稀缺的是工程师；03｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求

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）

- FY3/2026 tanshin header: issuer identity, listing and representative (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01
- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、12、15、16
- Business constitution (FY3/2026 securities report): three reporting segments plus overseas subsidiaries (https://f.irbank.net/pdf/E00119/ir/S100YBFQ.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、04、06、09、10
- Segment-to-group reconciliation: eliminations are small, the segments are the group (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：02

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Chugai Ro (1964, TSE Prime, Osaka, founded 1945, EDINET E00119, no controlling shareholder) is an engineer-and-maker of industrial furnaces. It earns money on engineering content per project: design margin on engineered plant lines (steel, non-ferrous, stainless annealing, dust recycling, ladle preheating), product margin on heat-treatment furnaces (semiconductor, chemical, battery and automotive materials), option-style development work (NEDO, coating, hydrogen/ammonia combustion), and overseas subsidiaries plus staffing in 'other'. FY3/26 sales were a record JPY 37,332 million; segment shares (about 49% heat treatment, 37% plant, 5% development, 22% other) are gross of eliminations and sum above 100%. Revenue is recognised project by project on a backlog; the scarce input is experienced engineers, not floor space.
- 内部研究类型：DURABLE_ECONOMIC_IDENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Defines the perimeter and the mechanism that every other node transmits through: backlog mix and completion discipline, not demand headlines, set each year's earnings.
- 不确定性（原始记录）：No product-level revenue split finer than four segments; maintenance/service revenue inside the model is claimed by strategy but not disclosed; no independent market-share measure exists, so position is structural not ranked.

在线打开本发现 →

F002｜06｜净利润和 ROE 读的是持股组合，不是炉子

写入正文：06｜净利润和 ROE 读的是持股组合，不是炉子；09｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要；14｜八个模块的得分与理由

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2026 consolidated results: operating growth, bottom line carried by securities gains (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28
- FY3/2026 special gain: JPY 3,315 million from selling policy shareholdings (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21
- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- Five-year indicator path (EDINET-derived): from the FY3/21 trough to the FY3/26 recovery (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接证据；一手验证：33；外部现实校验：02、06、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、32；同业比较：01、23、24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/26 net income of JPY 4,668 million (+55.7%) and ROE of 15.7% are carried by a JPY 3,315 million gain on selling policy shareholdings, which exceeds the year's entire operating profit of JPY 2,879 million. Stripped of the gain, pre-tax profit is about JPY 3.1 billion. Underneath sits a real operating recovery on record sales, with operating margin up from 1.6% (FY3/21) to 7.7%. Bears quoting the guided net-income decline and bulls quoting 15.7% ROE are both reading the portfolio, not the furnaces.
- 内部研究类型：EARNINGS_QUALITY_FINDING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Headline profit and ROE overstate recurring earnings power; valuation on the headline is wrong in both directions.
- 不确定性（原始记录）：After-tax split of the layers is estimated at the statutory rate; the filings publish no layer-by-layer tax split.

在线打开本发现 →

F003｜08｜分红公式把公司自己认定的经常性盈利暴露了出来

写入正文：08｜分红公式把公司自己认定的经常性盈利暴露了出来；09｜下行保护来自资产，但安全边际不等于资产全额

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）

- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26

- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：05、08、09、11、13、21、24、29、30、33、34、35
- The NOPAT anchor: the dividend formula certifies recurring earnings of about JPY 2.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；专项深挖：28
- Normalised returns: recurring ROE is about 6-7%, not the reported 15.7% (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22；专项深挖：22
- Total-payout arithmetic: the 50% floor binds against NOPAT, not against reported net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The distribution policy (single year-end dividend, total payout of at least 50%, dividend benchmark of 60% of NOPAT) works as a disclosure in disguise: dividends of JPY 1,201 million (JPY 166) imply NOPAT of about JPY 2.0 billion, matching operating profit of JPY 2,879 million taxed at about 30%. FY3/27's JPY 180 dividend implies about JPY 2.1 billion, a deliberately conservative anchor below the operating plan. Against reported net income FY3/26's total payout looked like 34% (below the 50% floor), but against NOPAT it was about 80%. Because the formula is pre-committed, the FY3/28 dividend can be estimated from operating profit alone (roughly JPY 190-200 if operating profit reaches JPY 3.9-4.0 billion), giving the equity a formula-bond-with-cyclical-coupon character; the forecast JPY 180 yields 4.9% and is covered about 1.6x by NOPAT. Recurring ROE on this base is roughly 6.7%, rising toward 8% on the FY3/27 operating guide.
- 内部研究类型：NORMALIZED_EARNINGS_ANCHOR
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Gives income holders a legible coupon and gives valuation a management-certified recurring-earnings base independent of guidance.
- 不确定性（原始记录）：Buyback pace is presidential discretion and can stop without breaching any stated commitment; no programme size announced; NOPAT is an inferred, not reported, measure and the tax rate used is approximate.

在线打开本发现 →

F004｜06｜营业利润线上的复苏是真实的，一季度的亏损是季节性的

写入正文：06｜营业利润线上的复苏是真实的，一季度的亏损是季节性的

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）

- Q1 FY3/2027: the seasonal trough quarter printed a small operating loss (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260724599456.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Five-year indicator path (EDINET-derived): from the FY3/21 trough to the FY3/26 recovery (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；外部现实校验：02、06、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、32；同业比较：01、23、24；其他用途：历史
- Q2 FY3/27 standalone: operating margin of 8.5% - the recovery inside the half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The operating recovery is real, sequential and visible beneath noisy net income: operating margin climbed from 1.6% (FY3/21) to 7.7% (FY3/26). In H1 FY3/27 operating profit rose to JPY 637 million from JPY 163 million (3.9x; +291%) with gross margin up from 17.9% to 20.5% as backlog digested with price pass-through intact, while net income fell 73% because the prior half held JPY 1,284 million of securities gains and this half booked a JPY 350 million China provision. The standalone Q2 (sales JPY 9,936 million, operating profit JPY 846 million, 8.5% margin) is the first clean evidence that conversion margin improved; the half's 4.0% blended margin averages it against the seasonal Q1 trough loss (operating loss JPY 209 million). Anyone screening on net income sees deterioration; anyone reading segments sees plant converting and heat-treatment orders recovering.
- 内部研究类型：OPERATING_RECOVERY_FINDING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The operating line, not the bottom line, is the evidence that the business is improving; the market is trading the wrong comparison.
- 不确定性（原始记录）：One clean quarter is a data point, not a trend; heat treatment swung to loss in the same half; price pass-through is a pricing-and-mix event on older orders, and the margin embedded in fixed-price backlog cannot be externally audited until it prints.

在线打开本发现 →

F005｜03｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求

写入正文：03｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求；14｜八个模块的得分与理由

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2027 initial guidance (April 2026): sales and operating profit up, net income guided down 46% (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15
- Orders trend: FY3/25 about JPY 39.5 billion, FY3/26 JPY 37,100 million, H1 FY3/27 intake recovering (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；反向验证：05、11
- Backlog coverage: JPY 40,713 million equals about ten months of the FY3/27 sales plan (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：15
- The orders forecast: introduced at JPY 38,700 million, raised to JPY 40,500 million in October 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；专项深挖：35
- Overseas mix: sales share rose to 25.8% in H1 FY3/27 while order share fell to 18.1% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26；反向验证：30
- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The backlog is the balance sheet of the P&L: JPY 40,713 million at September 2026 (1.09x FY3/26 sales, 1.01x the FY3/27 sales plan; plant 55.9%, heat treatment 35.0%) pre-funds the plan, so plan risk is scheduling and margin rather than demand. Orders lead sales by roughly a year: intake fell from about JPY 39.5 billion (FY3/25) to JPY 37,100 million (FY3/26, 94.0%) while sales rose 3.0% by consuming opening backlog; H1 FY3/27 orders turned (+1.1%; heat treatment +13.2%, development +33.8%, plant -3.3%, overseas -28.3%). In October 2026 management raised the orders forecast from JPY 38,700 million to JPY 40,500 million, above FY3/25 actual, attributing it to semiconductor and data-centre functional-materials equipment, while leaving sales and operating profit forecasts unchanged. That asymmetric behaviour (raising the one number describing next year, refusing to raise this year's) is consistent with a backlog business banking demand it cannot yet convert and inconsistent with promotional guidance. Overseas share of intake fell to 18.1% while overseas sales rose to 25.8%, so the overseas book is being harvested faster than refilled.
- 内部研究类型：FORWARD_INDICATOR_MECHANISM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Orders and backlog are the only honest forward gauges in this business; the FY3/28 opening position is the next confirmation.
- 不确定性（原始记录）：Whether the intake turn is a new leg or a one-year semiconductor bulge is unresolved; no major-customer disclosure, so mid-size concentration cannot be excluded; project margins within backlog and cancellation terms are not disclosed.

在线打开本发现 →

F006｜06｜净现金是下行保护，但「净」的口径要说清楚

写入正文：06｜净现金是下行保护，但「净」的口径要说清楚；09｜下行保护来自资产，但安全边际不等于资产全额；14｜八个模块的得分与理由

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）

- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、18、19、20、21、29
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25
- Net financial position: cash plus securities minus borrowings is about JPY 11.7 billion at FY3/26 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：20、25；专项深挖：18、21
- H1 FY3/27 cash walk: a JPY 5.1 billion cash decline that is mostly returns and seasonality (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17；反向验证：19
- Downside coverage: asset backing under the market price (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：29；专项深挖：29
- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The balance sheet is net cash and self-funded on every date in the five-year record (equity ratio 56.4-60.8%; 60.8% at FY3/26, 62.8% at September 2026). At FY3/26 cash JPY 10,821 million plus investment securities JPY 5,330 million against borrowings JPY 4,445 million gives net financial assets of about JPY 11.7 billion, about 45% of the JPY 25.8 billion market capitalisation. After H1 dividends (JPY 1,201 million), buybacks (JPY 1,140 million) and taxes, roughly JPY 7.6 billion remained, with cash down to JPY 5,715 million. Book equity of JPY 31.2 billion exceeds market value; receivables are owed largely by Japanese industrial majors; three buffers (customer advances, an industrial receivables book, a sellable securities portfolio) provide liquidity. A digestion-year bad case (NOPAT toward JPY 1.2-1.4 billion) costs time and roughly a third of the price on trough multiples on observed precedents, not the position.
- 内部研究类型：BALANCE_SHEET_RESILIENCE
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Solvency is not the research question; composition, conversion and the asset floor under the price are. It funds the dividend and buybacks without debt.
- 不确定性（原始记录）：Receivable ageing, committed lines and covenants are undisclosed; land (JPY 2,156 million historical cost) has no appraisal; scenario probabilities are not asserted.

在线打开本发现 →

F007｜06｜现金流的波动来自收款、付款和税款的时点，不是需求

写入正文：06｜现金流的波动来自收款、付款和税款的时点，不是需求；14｜八个模块的得分与理由

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）

- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、18、19、20、21、29
- FY3/2026 cash flow as corrected on 12 June 2026: operating inflow JPY 6,427 million (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、32
- Working capital anatomy: receivables and contract assets are 69% of annual sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；反向验证：06、15、17；专项深挖：06、17
- H1 FY3/27 cash walk: a JPY 5.1 billion cash decline that is mostly returns and seasonality (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；反向验证：19
- Customer advances: contract liabilities of JPY 2,624 million fund part of the work in progress (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Working capital, not demand, drives this company's cash-flow headlines. Receivables and contract assets of JPY 25,859 million equal 69% of FY3/26 sales and 50% of total assets, against payables of JPY 6,887 million, customer advances (contract liabilities) of JPY 2,624 million (up from JPY 1,889 million) and work in progress of JPY 1,670 million. Operating cash flow swung from -JPY 3,696 million (FY3/25) to +JPY 6,427 million (FY3/26, corrected from JPY 6,259 million) to -JPY 2,514 million (H1 FY3/27, on a JPY 2,143 million payables reduction and JPY 1,333 million of tax payments) while the order book moved within a 10% band. Over a full cycle conversion is sound (it funds dividends, buybacks and the securities unwind without debt), but any single year can look alarming or flattering. Rising advances quietly confirm mix shifting to larger projects with milestone terms, and a reminder that unwind risk runs both ways. H1's JPY 5.1 billion cash decline is the return machine and tax calendar consuming a deliberately accumulated buffer, not operating deterioration.
- 内部研究类型：CASH_CONVERSION_MECHANISM
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Cash-based valuation must use multi-year sums; single-year FCF is noise in either direction.
- 不确定性（原始记录）：Quarterly working-capital detail beyond H1 is inferred from balance-sheet walks; FY3/27 year-end receivables against a record delivery year remain unknown.

在线打开本发现 →

F008｜08｜回购在账面价值以下执行，每半年约让股数减少 3.5%

写入正文：08｜回购在账面价值以下执行，每半年约让股数减少 3.5%；14｜八个模块的得分与理由

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）

- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25
- Buyback record: JPY 402 million in FY3/26, JPY 1,140 million in H1 FY3/27, treasury at 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25
- Total-payout arithmetic: the 50% floor binds against NOPAT, not against reported net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：26；专项深挖：26
- Forecast EPS bridge: buybacks amplify the October net-income revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Buybacks at the 2026 pace mechanically compound per-share value. Treasury purchases were JPY 312 million (FY3/25), JPY 402 million (FY3/26) and JPY 1,140 million in H1 FY3/27 alone, lifting treasury shares from 562,810 to 818,645 (10.5% of 7,800,000 issued; book cost JPY 2,566 million; no cancellation announced). Average shares fell 2.9% year on year (7,265,158 to 7,055,450). Executed below book value per share, each repurchase raises the book value backing remaining shares; each JPY 1.1 billion half at about JPY 4,000 retires roughly 3.5% of the count, so even flat recurring earnings compound into mid-single-digit EPS growth, which is also why revised FY3/27 EPS (JPY 396.96) rises faster than net income. In a clean year dividends of about JPY 1,257 million plus buybacks at the H1 pace would put total payout near 86% of revised net income.
- 内部研究类型：PER_SHARE_COMPOUNDING_MECHANISM
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Per-share value compounds even if the price does nothing; buybacks of JPY 1.1 billion per half are a material share of thin turnover.
- 不确定性（原始记录）：Share-price execution assumed 'about JPY 3,700-4,700'; pace is discretionary and no programme or cancellation policy exists.

在线打开本发现 →

F009｜08｜估值卡点在资本政策，不在需求

写入正文：08｜估值卡点在资本政策，不在需求；09｜下行保护来自资产，但安全边际不等于资产全额

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）

- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、18、19、20、21、29
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25
- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：07、23
- Capital instruments in motion during 2026: buybacks, portfolio sales, the 20% discipline (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：07、13；专项深挖：13
- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Capital policy, not demand, is the valuation bottleneck. A 60.8% equity ratio, net cash, a securities portfolio still at JPY 6,387 million by September 2026 (valuation reserve JPY 3,512 million after tax) after years of 'unwinding', and a register of trust banks, insurers and business partners mean the re-rating lever is the pace of buybacks, cancellations and portfolio sales. All four capital instruments moved the same way in 2026: buybacks 2.8x the prior-year pace; the below-20%-of-net-assets policy-holding target met at FY3/26 and immediately defended with a three-stock sale resolved in September 2026; the dividend raised (JPY 166 toward JPY 180) with formulas untouched; treasury at 10.5% without a cancellation decision. The direction is conversion of an over-capitalised balance sheet into per-share value; the open variable is pace and whether it is ever stated as a programme. Market appreciation of the portfolio can quietly rebuild the pile the unwind is meant to shrink.
- 内部研究类型：VALUATION_BOTTLENECK_MECHANISM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The discount to book (0.85x) closes through clean years and capital conversion; announcements of intent without numbers have not yet closed it.
- 不确定性（原始记录）：Counter-evidence: a patient, stable register exerts no pressure for aggressive returns and may slow conversion; no terminal portfolio size, equity-ratio target or cancellation policy is disclosed.

在线打开本发现 →

F010｜08｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会

写入正文：08｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会；11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决

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）

- Buyback record: JPY 402 million in FY3/26, JPY 1,140 million in H1 FY3/27, treasury at 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25
- Plan scoreboard: CBT's final year is scored on annual guidance, not on published plan targets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Capital instruments in motion during 2026: buybacks, portfolio sales, the 20% discipline (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：07、13；专项深挖：13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Cancelling even part of the 818,645 treasury shares (10.5% of issued) would convert the buyback programme from an intention into a permanent per-share fact; the spring 2027 mid-term plan announcement is the natural venue.
- 内部研究类型：CAPITAL_CATALYST
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Cleanest available capital catalyst; also resolves whether treasury stock is ever reissued (dilution overhang).
- 不确定性（原始记录）：No cancellation decision or programme has been announced; timing and size unknown.

在线打开本发现 →

F011｜07｜新总裁上任后两个季度内，所有资本工具都朝同一个方向动

写入正文：07｜新总裁上任后两个季度内，所有资本工具都朝同一个方向动；14｜八个模块的得分与理由

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）

- Governance cadence in 2026: presidency change, a tanshin correction, accelerating buybacks (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Succession record: Ozaki on the January filings, Sakata from April 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：01；专项深挖：01、23
- Capital instruments in motion during 2026: buybacks, portfolio sales, the 20% discipline (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：07、13；专项深挖：13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The presidency passed from Akira Ozaki (on the 30 January 2026 filing) to Mamoru Sakata (on the 28 April 2026 filing) in the mid-term plan's final year. Within two quarters the filings show buybacks at 2.8x the prior pace, a further portfolio-sale resolution, a China restructuring decision and an orders-forecast upgrade, the pattern of a president spending his first year on the balance sheet and the portfolio while the furnace cycle runs itself. The read is inference from timing, not stated causation.

- 内部研究类型：GOVERNANCE_REGIME_SHIFT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The succession is the second engine of the capital thesis; its durability determines whether the 2026 acceleration is a regime or a burst.
- 不确定性（原始记录）：Exact announcement date unverified; board skill matrix not read; whether the spring 2027 plan formalises ROE or payout targets is unknown; attribution to the new president is timing evidence only.

在线打开本发现 →

F012｜03｜中国业务在按退出的方向处理，其余海外单位仍能接到订单

写入正文：03｜中国业务在按退出的方向处理，其余海外单位仍能接到订单

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）

- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- The 'other' segment and China: overseas subsidiaries are shrinking, China is being restructured (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- China exposure bounds: what the filings do and do not quantify (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：14；专项深挖：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：China is the acknowledged exception to the recovery and appears managed as exit-shaped. The 'other' segment earned only JPY 31 million on JPY 8,025 million of sales in FY3/26; in H1 FY3/27 its orders fell 28.3% and sales 25.8% to JPY 2,285 million with a small loss. The Chinese subsidiary's falling sales and worsening profitability led to a JPY 350 million business-structure provision booked early as a special loss. Thailand and Taiwan units still win orders, so the problem is localised. The filings give no China-only revenue, profit or asset figure; the provision is the only hard number. Provisioning early suggests the board is pricing shrink-to-profitability or withdrawal, either cheaper than drift and neither requiring China growth.
- 内部研究类型：EXCEPTION_RESTRUCTURING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Small against JPY 30.0 billion of equity but material against the segment's profit; sets whether overseas drag ends.
- 不确定性（原始记录）：Inference of exit shape rests on provisioning behaviour; scale, footprint and whether JPY 350 million is the first tranche are unknown.

在线打开本发现 →

F013｜06｜2026 年 6 月的更正是流程上的小瑕疵，更正后的数字反而更好

写入正文：06｜2026 年 6 月的更正是流程上的小瑕疵，更正后的数字反而更好；15｜来源以公司披露为主，外部验证有限；15｜数据口径的限制与免责

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）

- FY3/2026 cash flow as corrected on 12 June 2026: operating inflow JPY 6,427 million (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、32
- Segment comparability break: GX project costs moved into the segments from H1 FY3/27 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：16
- The June 2026 correction in detail: lease-liability aggregation inside the cash-flow statement (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；反向验证：18；专项深挖：32
- Governance cadence in 2026: presidency change, a tanshin correction, accelerating buybacks (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Three disclosed accounting bends exist, none concealed: (1) the FY3/26 tanshin cash-flow statement was corrected on 12 June 2026 after the auditor flagged lease-liability aggregation while the securities report was prepared (operating cash flow JPY 6,427 million vs JPY 6,259 million first printed; investing JPY 2,588 million vs JPY 2,684 million; financing -JPY 2,641 million vs -JPY 2,569 million; closing cash JPY 10,777 million and all income and balance-sheet figures unchanged); (2) the H1 FY3/27 GX cost reallocation breaks segment comparability without restatement; (3) two years of one-off layering (securities gains, China provision). The correction is a minor process blemish caught by the audit process, recorded at its actual size and not inflated into a governance thesis; the corrected figure is stronger than first printed.
- 内部研究类型：REPORTING_QUALITY_FLAG
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Readers must rebuild comparability by hand; those who do not will misread FY3/26 profit quality and the H1 segment swing.
- 不确定性（原始记录）：Further corrections in the FY3/27 reporting season cannot be excluded; no undisclosed anomaly is alleged.

在线打开本发现 →

F014｜09｜估值简报

写入正文：09｜估值简报；14｜八个模块的得分与理由

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）

- FY3/2026 consolidated results: operating growth, bottom line carried by securities gains (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28

- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25
- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27、31；外部现实校验：05、08、09、11、13、21、24、29、30、33、34、35
- Forecast EPS bridge: buybacks amplify the October net-income revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Valuation cross-section at the review date: 0.85 times book, 4.9% yield, about 12.8 times recurring earnings (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：27、31
- Register float and liquidity: thin trading on a stable register (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；反向验证：23、24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Valuation at the 6 November 2026 close (research cut-off 9 November): share price JPY 3,675; market capitalisation JPY 28.67 billion on 7,800,000 issued shares (about JPY 25.7-25.8 billion on about 6.98 million ex-treasury shares, the basis used elsewhere in the research); forecast PER 9.3x on revised FY3/27 EPS of JPY 396.96; PBR 0.85x on FY3/26 net assets per share of JPY 4,311.16; FY3/26 ROE 15.7% as reported (gain-inflated; recurring about 6.7%); forecast dividend yield 4.90% on JPY 180; EV/EBITDA 8.0x (EV JPY 27.40 billion = issued-share market cap less net cash of JPY 1.26 billion at 30 September 2026, borrowings JPY 4,453 million less cash JPY 5,715 million; EBITDA JPY 3.42 billion = FY3/26 operating profit JPY 2,879 million plus depreciation JPY 543 million). Trailing PER is about 5.7x on gain-inflated FY3/26 EPS of JPY 643.70 and about 12.8x on NOPAT-implied recurring EPS of about JPY 287. The 52-week range was JPY 3,600-5,180; average daily traded value is only about JPY 141 million.
- 内部研究类型：VALUATION_SNAPSHOT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Every multiple except the recurring-earnings one is distorted by the portfolio unwind or by denominator choice; they must be read with their basis.
- 不确定性（原始记录）：Denominator and net-cash definition differ across the evidence set; point-in-time snapshot only; thin liquidity makes price volatile to small flows.

在线打开本发现 →

F015｜09｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要

写入正文：09｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要；12｜一个指向下跌的预告，其实是一本持股账

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）

- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：05、08、09、11、13、21、24、29、30、33、34、35
- Five-year indicator path (EDINET-derived): from the FY3/21 trough to the FY3/26 recovery (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；外部现实校验：02、06、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、32；同业比较：01、23、24；其他用途：历史
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；其他用途：反证
- The NOPAT anchor: the dividend formula certifies recurring earnings of about JPY 2.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；专项深挖：28
- Valuation cross-section at the review date: 0.85 times book, 4.9% yield, about 12.8 times recurring earnings (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：27、31
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The shares appear priced on the wrong year's earnings. The trailing multiple (about 5.7x gain-inflated FY3/26 EPS) and the guided net-income decline (-40.3% on the revised forecast; -46.1% initially) both describe the securities portfolio's contribution, while the operating business has compounded sales from JPY 24.7 billion to a planned JPY 40.3 billion in six years. At JPY 3,675 the shares cost about 12.8x recurring earnings and 0.85x book, so the market capitalises the wrong stream. Re-rating, if it comes, arrives as a multiple correction on the first clean full-year print, not as an earnings surprise. Value resolves into three additive pieces: the recurring furnace stream, the financial-asset stack being converted into buybacks, and next-plan optionality; the price pays for the first, part of the second, and none of the third.
- 内部研究类型：MARKET_MISCLASSIFICATION_INFERENCE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The expectation gap is the potential Research Dividend of this Review: priced expectation is the artefact, unpriced expectation is the operation.
- 不确定性（原始记录）：Inference. Counter-evidence: the 12.8x recurring multiple is not cheap for a cyclical engineer, and a discount may reflect a rational view that recurring returns (about 6.7% ROE) still trail cost of capital; no consensus data read; institutional sponsorship timing unknown.

在线打开本发现 →

F016｜11｜最大的变数是下半年交付：全年计划把一年的判决压在一个半年和一份在手订单上

写入正文：11｜最大的变数是下半年交付：全年计划把一年的判决压在一个半年和一份在手订单上

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）

- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35
- Backlog coverage: JPY 40,713 million equals about ten months of the FY3/27 sales plan (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：15
- Second-half precedent: H2 FY3/26 delivered JPY 22.6 billion of sales and about JPY 2.7 billion of operating profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The maintained FY3/27 forecast (sales JPY 40,300 million, operating profit JPY 3,620 million, ordinary profit JPY 3,720 million) is back-loaded. H1 delivered JPY 16,055 million of sales and JPY 637 million of operating profit (17.6% of the full-year profit forecast), so the second half must deliver JPY 24,245 million (1.5x H1; 60% of backlog in hand) and JPY 2,983 million of operating profit, a 12.3% margin versus 4.0% in H1 and 7.7% in FY3/26. Against the demonstrated H2 FY3/26 (sales JPY 22,563 million, operating profit about JPY 2,716 million, 12.0% margin) the implied half is only about 7% higher on both lines: extreme back-loading relative to H1 but ordinary relative to the company's own seasonal precedent. The plan is the best second half in company history by a small margin with no slack; its risk is slippage rather than scale. In October only net income (to JPY 2,787 million) and orders were revised.
- 内部研究类型：FORECAST_FRAGILITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The year's verdict, management credibility and the price anchor are concentrated in one half and one backlog.
- 不确定性（原始记录）：Project-level completion dates and margins are undisclosed; the plant backlog's richer mix carries the margin assumption.

在线打开本发现 →

F017｜06｜成套设备和热处理轮流扛利润，集团利润率是结构的函数

写入正文：06｜成套设备和热处理轮流扛利润，集团利润率是结构的函数

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）

- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、12、15、16
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Segment margin structure: plant earns the group's margin, development dilutes it (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：04、08、09；专项深挖：08
- Heat-treatment bridge: orders lead, backlog lags, profit follows last (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Development segment economics: small, loss-making, and the group's option portfolio (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：03；专项深挖：04、07
- Segment-to-group reconciliation: eliminations are small, the segments are the group (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：02
- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The two core segments alternate as the cycle's carrier, half a phase apart. FY3/26: plant profit +74.1% (margin 12.1%) on conversion while its orders fell to 90.2%; heat treatment margin 7.7%, orders 91.1%. H1 FY3/27: plant margin 15.5% (profit JPY 1,207 million, 3.3x) carries heat treatment at -3.5% (loss JPY 242 million) and development at -69.8% on JPY 473 million of sales; other loses JPY 12 million. Segment profits reconcile to group operating profit within JPY 16 million (JPY 621 million vs JPY 637 million; JPY 2,872 million vs JPY 2,879 million), so segment margins translate into group margin almost one-for-one and group operating margin is a mix statistic (a year in which plant converts and heat treatment merely holds is worth about twice a year run the other way). The heat-treatment problem is dated by its own order book: FY3/26 orders at 91.1% predetermined the H1 sales decline (-12.9%); H1 orders at 113.2% rebuilt backlog to JPY 14,237 million, so recovery should print through FY3/28 if intake holds above about JPY 8 billion per half. Development is the option book (loss JPY 247 million in FY3/26, JPY 330 million in H1), not a profit contributor.
- 内部研究类型：SEGMENT_CYCLE_STRUCTURE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：FY3/28 earnings mix depends on whether heat-treatment backlog rebuilds faster than plant's exceptional half annualises away.
- 不确定性（原始记录）：Whether heat-treatment cost base (SG&A growth) is permanently higher or timing-only is open; whether plant margin holds above 12% at normalised volume is unknown; the semiconductor wave's duration is unproven.

在线打开本发现 →

F018｜06｜成本分摊口径变更，使热处理亏损的约三分之一变成口径问题

写入正文：06｜成本分摊口径变更，使热处理亏损的约三分之一变成口径问题；15｜来源以公司披露为主，外部验证有限；15｜数据口径的限制与免责

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）

- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Segment comparability break: GX project costs moved into the segments from H1 FY3/27 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：From H1 FY3/27 NEDO GX project costs are allocated across reporting segments rather than carried in development, without restating prior periods (company: impracticable). Against the old basis heat treatment's loss is JPY 82 million larger, plant's profit JPY 64 million smaller and development's loss JPY 146 million smaller. Roughly a third of heat treatment's reported JPY 242 million loss is therefore a measurement migration, not an economic event. Group margins are unaffected.
- 内部研究类型：COMPARABILITY_BREAK
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Prevents misreading the heat-treatment swing as deterioration; segment trend comparisons for a year carry a known bounded break.
- 不确定性（原始记录）：Whether the remaining loss is purely timing remains an open question; allocation basis may persist.

在线打开本发现 →

F019｜06｜2027 年 3 月期的净利润仍要经过一次一次性项目的核对

写入正文：06｜2027 年 3 月期的净利润仍要经过一次一次性项目的核对

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）

- FY3/2027 initial guidance (April 2026): sales and operating profit up, net income guided down 46% (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- FY3/27 bridge: revised net income of JPY 2,787 million contains about JPY 350 million of net one-offs (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：22、28、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The October 2026 revision leaves FY3/27's one-off bridge at about +JPY 350 million pre-tax (expected JPY 700 million securities gain less JPY 350 million China provision), about +JPY 245 million after tax, implying underlying net income of about JPY 2.54 billion inside the revised JPY 2,787 million (EPS JPY 396.96), close to the NOPAT path. FY3/27 is the third consecutive year where the reported bottom line needs a bridge, and on current guidance the last, since the portfolio nears its 20% ceiling by March 2027. The initial April guide had net income at JPY 2,516 million.
- 内部研究类型：EARNINGS_BRIDGE
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Lets investors compare FY3/27 with anything; expiry of the noise is the mechanical expiry of the discount.
- 不确定性（原始记录）：Actual Q3 gain may differ from the estimate; tax allocation approximated.

在线打开本发现 →

F020｜11｜最大的变数是下半年交付：全年计划把一年的判决压在一个半年和一份在手订单上

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；11｜最大的变数是下半年交付：全年计划把一年的判决压在一个半年和一份在手订单上

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- The 'other' segment and China: overseas subsidiaries are shrinking, China is being restructured (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Governance cadence in 2026: presidency change, a tanshin correction, accelerating buybacks (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The maintained operating forecast is the fragile point: a 12.3% second-half margin is required from a business that printed 4.0% in H1, whose heat-treatment segment is loss-making and whose Chinese unit is being restructured. One large project's completion slipping past March, or a cost overrun on fixed-price plant work, breaks the year. The June 2026 tanshin correction shows the reporting machine is not flawless.
- 内部研究类型：PRINCIPAL_RISK
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：A guidance miss would damage credibility and the price anchor at once.

- 不确定性（原始记录）：Probability not asserted; slack in the plan is almost nil.

在线打开本发现 →

F021｜11｜一个项目的验收滑到 4 月，就会同时打破计划、信誉和价格锚

写入正文：11｜一个项目的验收滑到 4 月，就会同时打破计划、信誉和价格锚

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）

- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35
- Backlog coverage: JPY 40,713 million equals about ten months of the FY3/27 sales plan (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：15
- Second-half precedent: H2 FY3/26 delivered JPY 22.6 billion of sales and about JPY 2.7 billion of operating profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Completion concentration is the single-point failure: 60% of the FY3/27 sales plan sits in the second half with completions clustering toward March, so one large plant project's acceptance slipping into April breaks the maintained operating guidance, plan credibility and the price anchor simultaneously.
- 内部研究类型：SINGLE_POINT_FAILURE_RISK
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Timing risk, not demand risk, decides the year.
- 不确定性（原始记录）：No project-level schedule disclosed.

在线打开本发现 →

F022｜11｜一个项目的验收滑到 4 月，就会同时打破计划、信誉和价格锚

写入正文：11｜一个项目的验收滑到 4 月，就会同时打破计划、信誉和价格锚；13｜第二、第三优先级：中国、库存股、半导体需求、持股比例和维护收入

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）

- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、18、19、20、21、29
- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35

- Plant backlog quality: steel renewal, dust recycling and overseas stainless lines (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08、09；反向验证：10；专项深挖：03、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Fixed-price project risk is unquantified: no separate loss-provision balance is disclosed for FY3/27 (a project-loss provision of zero and a completion-warranty provision of JPY 118 million appear at FY3/26), so the margin embedded in the JPY 22.8 billion plant backlog cannot be stress-tested by the reader. Input inflation or a subcontractor bottleneck between order and completion comes out of Chugai Ro's margin. The H2 margin print is the first audit.
- 内部研究类型：UNQUANTIFIED_PROJECT_MARGIN_RISK
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Embedded backlog margin is an estimate; the loss history inside current backlog is unknown.
- 不确定性（原始记录）：No supplier-level disclosure; hidden single-point dependency cannot be excluded.

在线打开本发现 →

F023｜11｜半导体需求若是一波行情，2028 年 3 月期的故事会一样快地消退

写入正文：11｜半导体需求若是一波行情，2028 年 3 月期的故事会一样快地消退

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）

- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、11、14
- Heat-treatment bridge: orders lead, backlog lags, profit follows last (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Steel-cycle frame: renewal and decarbonisation budgets, not expansion budgets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：11；反向验证：12；专项深挖：09
- Semiconductor and data-centre frame: the demand behind the orders upgrade (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：05、11

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The semiconductor and data-centre demand carrying the orders upgrade is growth capex from a single investment wave (functional-materials furnaces, vacuum carburising, precision coating). If the AI-hardware materials build-out pauses, heat-treatment intake, the FY3/28 story, deflates as quickly as it arrived and the group falls back on the steel renewal cycle it was trying to diversify away from. Steel renewal and decarbonisation demand is steadier but still appropriated in annual capex rounds (FY3/26 plant orders fell to 90.2%).

- 内部研究类型：DEMAND_WAVE_RISK
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Growth vector may be a wave, not a base level.
- 不确定性（原始记录）：Duration and company share of the wave unquantified; peer win rates unknown.

在线打开本发现 →

F024｜01｜股价在为持股收益定价，炉子业务的复苏还没被算进去

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜股价在为持股收益定价，炉子业务的复苏还没被算进去；01｜两次财报决定这个判断，窗口在 2027 年 4 月关闭；14｜总分 63.38/100，评级 B：复苏与资产是真的，利润质量和竞争证据还不够

研究范围：开放研究

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：一手验证：35；其他用途：反证
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Thesis: Chugai Ro is a furnace-cycle recovery already visible in orders, backlog and operating profit, wrapped in a net-cash balance sheet that funds a 4.9% dividend yield and accelerating buybacks, priced at 0.85x book as if the FY3/26 securities gains were the business. It works if three dated things hold: the maintained FY3/27 operating plan survives its back-loaded second half; heat-treatment orders convert semiconductor and data-centre demand into FY3/28 backlog; and capital conversion (buybacks, sub-20% policy-holding discipline, possible cancellation) continues at the 2026 pace. Killed by: second-half conversion missing the implied plan widely, orders falling away after the upgrade, or the successor plan abandoning capital conversion. Confirmed by: the plan delivered, the JPY 700 million gain booked as scheduled, orders at or above JPY 40,500 million, and a successor plan with numeric

capital commitments. Risk-reward is balanced-to-favourable for holders who can wait for clean prints; it is not a momentum proposition. The falsification window closes April 2027 and two prints decide it.
- 内部研究类型：THESIS_FALSIFICATION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Defines what is being owned and what ends the position.
- 不确定性（原始记录）：Confirmation re-opens at FY3/28's order book rather than closing the research; excludes upsides not evidenced (service annuity, land value) and not sized (China exit proceeds). Opposing evidence: back-loaded plan and heat-treatment loss.

在线打开本发现 →

F025｜11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决

写入正文：11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决

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）

- Q1 FY3/2027: the seasonal trough quarter printed a small operating loss (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260724599456.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10
- The orders forecast: introduced at JPY 38,700 million, raised to JPY 40,500 million in October 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；专项深挖：35
- Subsequent event: board resolution of 30 September 2026 to sell three listed shareholdings (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；反向验证：21；专项深挖：30
- Disclosure calendar: the dated verdicts ahead (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；反向验证：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Q3 FY3/27 tanshin (expected late January 2027, on the 30 January 2026 precedent) is a compound catalyst: it books the expected JPY 700 million securities gain, gives the first conversion reading on the back-loaded plan and updates orders against the raised JPY 40,500 million forecast. The FY3/27 full-year print and successor mid-term plan to CBT 2022-2026 follow in late April 2027 (28 April in 2026), setting FY3/28 guidance, dividend, buyback settings and possibly numeric targets; the half-year securities report is due 13 November 2026 and the AGM is in June. Between this review and April there is exactly one earnings verdict.
- 内部研究类型：DATED_CATALYST_CALENDAR

- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Position timing should be built around late January and late April 2027, not the daily tape.
- 不确定性（原始记录）：Unscheduled catalysts (large orders, buyback authorisations, M&A) cannot be calendared; exact dates are inferred from prior-year pattern.

在线打开本发现 →

F026｜11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决

写入正文：11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决

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）

- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- Subsequent event: board resolution of 30 September 2026 to sell three listed shareholdings (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；反向验证：21；专项深挖：30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Q3 securities gain is a scheduled event, not a hope: a board resolution of 30 September 2026 to sell three named shareholdings to keep policy holdings below 20% of net assets at end-March 2027, a disclosed subsequent event with an expected gain of about JPY 700 million, and a forecast revision that already contains it. The January 2027 tanshin either books it at roughly this size or the revision's credibility fails.
- 内部研究类型：SCHEDULED_EVENT_TEST
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A clean, checkable test of the revised net-income forecast.
- 不确定性（原始记录）：Amount is an estimate and may move with market prices.

在线打开本发现 →

F027｜09｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要

写入正文：09｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要；10｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

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）

- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31；其他用途：反证

- Q2 FY3/27 standalone: operating margin of 8.5% - the recovery inside the half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：16
- The 2023-2026 re-rating: from JPY 1,423 to JPY 5,220, then a one-year fade (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：27、29、31、33、34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Fundamental-side reading of the price record: the fade from JPY 5,220 is best read as the market pre-paying the guided net-income decline and the Q1 loss, both portfolio and calendar artefacts; the operating evidence arriving since (Q2's 8.5% margin, the orders upgrade) has not yet been given a print clean enough to reverse the fade. Price has led fundamentals in this name (2023 anticipated FY3/25's jump, the October 2025 climax anticipated FY3/26 records). This is a cross-lane relation about timing and expectation; it does not alter the protected pure-price technical state.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_FUNDAMENTAL_TECHNICAL_INFERENCE
- 内部来源标记：COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Explains why improving operating prints have not yet lifted the price and dates the resolution to Q3 or full-year prints.
- 不确定性（原始记录）：Inference; counter-evidence is the price's continued fade through two improving prints.

在线打开本发现 →

F028｜10｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

写入正文：10｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Locally recomputed monthly series: span, extremes and basis (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- Averages and position at the October 2026 partial close (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接 / 支持
- The first life: 2005-2006 peak at JPY 7,140 and the two-decade shelf that followed (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；同业比较：27、31、33；其他用途：历史
- Volume structure: the climax was October 2025; the fade is on falling turnover (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接 / 支持
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：外部现实校验：27、31；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At 46.1% of its complete-life range and 29% above its 60-month average after a controlled, volume-thinning fade (September 2026 volume 388,700; October partial 328,200 vs a 1,260,300-share climax in October 2025), the price is mid-verdict: the register distributed into the 2025 climax and is waiting, so the next decisive move

belongs to the January and April prints, not the tape. The close sits above 84.2% of monthly closes in the 310-bar history and 3.3x the March 2020 low. Used here only as a cross-lane timing statement; the independent technical truth is held in the protected structure.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_POSITION_INFERENCE
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Informs timing of the two earnings verdicts relative to price state.
- 不确定性（原始记录）：Inference; the October 2026 bar was partial through the 26th and the technical truth belongs to the protected source.

在线打开本发现 →

F029｜03｜钢铁客户决定成套设备的节奏，是在手订单里最大的来源

写入正文：03｜钢铁客户决定成套设备的节奏，是在手订单里最大的来源

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）

- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、08、12、15、16
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、14
- Steel-cycle frame: renewal and decarbonisation budgets, not expansion budgets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：11；反向验证：12；专项深挖：09

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Japanese steel industry (plant-segment customers): continuous-annealing-line renewals, electric-furnace dust recycling, ladle preheaters and stainless bright-annealing lines. Renewal-and-regulation demand on an installed base that must decarbonise, steadier than greenfield expansion but appropriated in annual capex rounds. FY3/26 plant orders fell about 10% while sales rose 20%, then plant profit tripled in H1 FY3/27. Plant is 55.9% of the September 2026 backlog.
- 内部研究类型：END_MARKET_RELATIONSHIP
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Steel capex sets the plant segment's multi-year rhythm and the backlog's largest source; the frame caps the peak and floors the trough.
- 不确定性（原始记录）：Steelmakers' FY3/28 capex budgets (spring 2027) unknown; no customer concentration disclosure.

在线打开本发现 →

F030｜03｜半导体和数据中心的订单带来增长，也带来增长型资本开支的波动

写入正文：03｜半导体和数据中心的订单带来增长，也带来增长型资本开支的波动

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）

- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26；反向验证：30
- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、14
- Semiconductor and data-centre frame: the demand behind the orders upgrade (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：05、11

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Semiconductor, data-centre and battery materials industries: heat-treatment furnaces for functional materials, electrode and solid-electrolyte heat treatment and precision coating, named as the cause of the October 2026 orders-forecast upgrade; heat-treatment orders +13.2% in H1 FY3/27. This is the diversifying growth vector away from the steel cycle, and is growth capex with growth capex's volatility.
- 内部研究类型：END_MARKET_RELATIONSHIP
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Whether its orders rebuild backlog is the FY3/28 question.
- 不确定性（原始记录）：Repeatable new-line equipment demand versus one-off capacity wave is unresolved; competitor share unknown.

在线打开本发现 →

F031｜07｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率

写入正文：07｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率；14｜八个模块的得分与理由

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：07、23
- Register float and liquidity: thin trading on a stable register (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；反向验证：23、24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：No controlling shareholder. Register at 31 March 2026 (ex-treasury): trust accounts about 18% (Master Trust 10.84%, Custody Bank 7.21%), Dai-ichi Life 5.26%, Resona Bank 4.96% (Daiwa-kai lineage, relationship bank), related-companies association 2.57%, Zenitaka-gumi 2.41% (construction partner), JP Morgan Securities 1.98% (possibly custodial), Nippon Life 1.96%, Mizuho Bank 1.79%, Kyoei Steel 1.51% (steelmaker in the customer chain). Trading is thin (about JPY 141 million per day, roughly 38,000 shares) and the only fast mover is the company itself, with treasury at 10.5% of issued. Stable holders support the board through cycles and exert no pressure for aggressive capital efficiency; every buyback raises their effective weight and the per-share claim of remaining holders.
- 内部研究类型：STABLE_REGISTER_AND_PARTNER_CAPITAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Liquidity, not control, is the ownership issue for outside holders; no control event is in evidence.
- 不确定性（原始记录）：Beneficial ownership behind trust and nominee accounts invisible; accumulation toward disclosure thresholds unknown.

在线打开本发现 →

F032｜04｜竞争位置没有独立排名，政策是租来的支撑

写入正文：04｜竞争位置没有独立排名，政策是租来的支撑

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）

- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Technology position: Thermal Technology Creation Center, NEDO Green Innovation Fund, electrification (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、07、13
- Capital expenditure and the Thermal Technology Creation Center: the fixed-asset walk (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：20；专项深挖：20；同业比较：04；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：NEDO Green Innovation Fund programme on decarbonising industrial heat processes moved from commissioned work to a subsidised mid-scale demonstration in FY3/27 and its costs now allocate across segments. It validates the decarbonisation pivot externally and funds a bounded option on re-firing or electrifying Japan's industrial heat base (industrial furnaces about 17% of Japan's CO2 emissions on the company's cited estimate), supported by the Thermal Technology Creation Center completed in FY3/26. Policy is both demand engine (GX, NEDO) and capital-governance engine (exchange cost-of-capital framework for sub-1.0 PBR names): rented, not owned.
- 内部研究类型：POLICY_RELATIONSHIP
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Optionality credited as option, not earnings; commercial conversion of hydrogen/ammonia equipment would be the proof.
- 不确定性（原始记录）：Subsidy amounts, successor programme map and non-subsidised commercial hydrogen/ammonia orders are unknown; no patent or efficiency benchmarks read.

在线打开本发现 →

F033｜08｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会

写入正文：08｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会；11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10
- Plan scoreboard: CBT's final year is scored on annual guidance, not on published plan targets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Mid-term plan 'Chugai Ro Break Through (CBT) 2022-2026' is in its final year (FY3/27), vision 'transform ourselves and open the future with carbon-neutral technology', three strategies (carbon-neutral new markets, existing-product brush-up, workplace reform), executed through the Thermal Technology Creation Center, NEDO work and system/AI investment. No numeric final-year target is restated in the filings read, so delivery is scored on annual guidance (FY3/27 sales JPY 40,300 million would be a third consecutive record; 9.0% operating margin the best in the modern record) and numeric capital commitments (sub-20% policy shareholdings; total payout at least 50%). Its successor is the new president's first numeric scoreboard.
- 内部研究类型：STRATEGIC_PLAN_CONTEXT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Plan expiry is itself a catalyst date deciding whether the 2026 capital acceleration becomes a stated programme.
- 不确定性（原始记录）：Successor plan targets unknown.

在线打开本发现 →

F034｜08｜持股组合既是资产，也是利润噪音的来源

写入正文：08｜持股组合既是资产，也是利润噪音的来源；09｜下行保护来自资产，但安全边际不等于资产全额

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）

- FY3/2026 special gain: JPY 3,315 million from selling policy shareholdings (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21
- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、18、19、20、21、29
- Net financial position: cash plus securities minus borrowings is about JPY 11.7 billion at FY3/26 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：20、25；专项深挖：18、21
- Subsequent event: board resolution of 30 September 2026 to sell three listed shareholdings (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；反向验证：21；专项深挖：30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The policy-shareholding portfolio is the asset being converted: JPY 5,330 million at FY3/26 (fair value; down from JPY 6,533 million), JPY 6,387 million at September 2026 after appreciation, with after-tax valuation reserve rising from JPY 2,787 million to JPY 3,512 million. Sales produced gains of JPY 3,315 million (FY3/26) and an expected JPY 700 million (Q3 FY3/27) under the discipline of below 20% of net assets; dividends received of JPY 236 million are recurring non-operating support. It is simultaneously the source of P&L distortion, funder of the return programme and the test of the governance story. Land at JPY 2,156 million historical cost is an unappraised additional hidden-asset reserve, excluded from valuation arithmetic.
- 内部研究类型：CONVERTIBLE_NON_OPERATING_ASSET
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Downside ballast and buyback funder; belongs in valuation as a separate additive piece, net of tax leakage on sale.
- 不确定性（原始记录）：Terminal portfolio size once the 20% ceiling binds on a growing equity base is unknown; tax leakage on future sales not itemised; land value unmeasured.

在线打开本发现 →

F035｜13｜最优先的三个问题：下半年能否交付、热处理成本是否永久抬高、新计划有没有数字

写入正文：13｜最优先的三个问题：下半年能否交付、热处理成本是否永久抬高、新计划有没有数字

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26；反向验证：30
- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35

- Second-half precedent: H2 FY3/26 delivered JPY 22.6 billion of sales and about JPY 2.7 billion of operating profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Will the maintained FY3/27 operating plan survive its arithmetic? The second half must produce JPY 24,245 million of sales and JPY 2,983 million of operating profit (12.3% margin); Q3 order intake, plant-backlog completion schedules and the heat-treatment cost base are the evidence. Resolving evidence: Q3 tanshin and full-year print. Opposite answer: a wide miss breaks plan credibility and the price anchor.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Highest-priority near-term thesis test.
- 不确定性（原始记录）：No project-level data publicly available; resolves on the dated prints.

在线打开本发现 →

F036｜13｜最优先的三个问题：下半年能否交付、热处理成本是否永久抬高、新计划有没有数字

写入正文：13｜最优先的三个问题：下半年能否交付、热处理成本是否永久抬高、新计划有没有数字

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Segment comparability break: GX project costs moved into the segments from H1 FY3/27 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：16
- Heat-treatment bridge: orders lead, backlog lags, profit follows last (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Is the heat-treatment H1 loss (JPY 242 million) purely a backlog-timing effect, or has its cost base (SG&A growth, JPY 82 million GX allocation) permanently risen against a JPY 6.8 billion half-year sales base? Resolving evidence: FY3/27 full-year segment margins and heat-treatment sales recovery through FY3/28 on the JPY 14,237 million backlog.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Determines whether FY3/28 profit can broaden beyond plant.
- 不确定性（原始记录）：Prior-period segment figures not restated, limiting comparison.

在线打开本发现 →

F037｜13｜第二、第三优先级：中国、库存股、半导体需求、持股比例和维护收入

写入正文：13｜第二、第三优先级：中国、库存股、半导体需求、持股比例和维护收入

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- The 'other' segment and China: overseas subsidiaries are shrinking, China is being restructured (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据
- China exposure bounds: what the filings do and do not quantify (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：14；专项深挖：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What does the China restructuring actually do (headcount, product lines, footprint), is JPY 350 million the full cost or the first tranche of an exit, and what revenue and profit does the unit contribute today? No China-only figures are disclosed; resolving evidence is later filings or restructuring-progress disclosures.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Sizes the remaining overseas drag and any exit proceeds.
- 不确定性（原始记录）：Not sizeable from public sources read.

在线打开本发现 →

F038｜08｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会

写入正文：08｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会；13｜第二、第三优先级：中国、库存股、半导体需求、持股比例和维护收入

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Buyback record: JPY 402 million in FY3/26, JPY 1,140 million in H1 FY3/27, treasury at 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；专项深挖：25
- Plan scoreboard: CBT's final year is scored on annual guidance, not on published plan targets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Capital instruments in motion during 2026: buybacks, portfolio sales, the 20% discipline (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：07、13；专项深挖：13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Will the 818,645 treasury shares (10.5% of issued) be cancelled and will the board convert the 2026 buyback acceleration into a stated programme (yen amount or share count) under the next plan? More broadly, can the board state the balance-sheet end-state: a target equity ratio or net-cash level, a terminal size for the policy portfolio

and a cancellation policy? The 2026 acceleration implies an end-state exists; none is disclosed. Resolving evidence: spring 2027 plan and any treasury-disposition release.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Decides whether capital conversion is permanent per-share fact or reversible intention (reissue overhang).
- 不确定性（原始记录）：Board intentions unknown.

在线打开本发现 →

F039｜13｜最优先的三个问题：下半年能否交付、热处理成本是否永久抬高、新计划有没有数字

写入正文：13｜最优先的三个问题：下半年能否交付、热处理成本是否永久抬高、新计划有没有数字

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10
- Plan scoreboard: CBT's final year is scored on annual guidance, not on published plan targets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Disclosure calendar: the dated verdicts ahead (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；反向验证：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What replaces CBT 2022-2026? The next mid-term plan (expected with FY3/27 results in late April 2027) is the new president's first full statement of targets: does it carry numeric sales, operating margin, ROE and total-payout commitments, over what horizon? Absence of numbers there would itself answer the question about the new regime's ambitions.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Priority-1 re-rating evidence: converts intent into a scoreboard.
- 不确定性（原始记录）：Timing inferred from prior-year pattern.

在线打开本发现 →

F040｜13｜第二、第三优先级：中国、库存股、半导体需求、持股比例和维护收入

写入正文：13｜第二、第三优先级：中国、库存股、半导体需求、持股比例和维护收入

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、14
- Semiconductor and data-centre frame: the demand behind the orders upgrade (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：05、11

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：How much of the semiconductor and data-centre functional-materials demand is repeatable equipment demand (new lines) versus a one-off capacity wave, and what share can Chugai Ro hold against larger furnace and equipment rivals? Resolving evidence: persistence of heat-treatment order intake through FY3/28 and named project awards.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Determines whether heat-treatment recovery is structural.
- 不确定性（原始记录）：No peer benchmarking from primary peer filings was performed.

在线打开本发现 →

F041｜13｜第二、第三优先级：中国、库存股、半导体需求、持股比例和维护收入

写入正文：13｜第二、第三优先级：中国、库存股、半导体需求、持股比例和维护收入

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25
- Net financial position: cash plus securities minus borrowings is about JPY 11.7 billion at FY3/26 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：20、25；专项深挖：18、21
- Subsequent event: board resolution of 30 September 2026 to sell three listed shareholdings (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；反向验证：21；专项深挖：30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Will the policy-shareholding ratio stay below 20% of net assets as market value rises (securities rose to JPY 6,387 million by September 2026 despite sales), or does appreciation quietly rebuild the pile the unwind is meant to shrink? Resolving evidence: portfolio balances in the FY3/27 securities report.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Tests whether the unwind is a one-time clean-up or a perpetual earnings-noise source.
- 不确定性（原始记录）：Depends on market prices and board sales pace.

在线打开本发现 →

F042｜02｜售后维护能不能成为经常性收入，公司没有给出数字

写入正文：02｜售后维护能不能成为经常性收入，公司没有给出数字；13｜第二、第三优先级：中国、库存股、半导体需求、持股比例和维护收入

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Installed base and lifecycle services: the strategy claims a maintenance annuity the filings do not quantify (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：10；反向验证：02
- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、08、12、15、16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What is the maintenance and after-service revenue base? Strategy claims lifecycle maintenance on an eighty-year installed base and subsidiaries include service and staffing, but no recurring-revenue figure is disclosed, so how much of the JPY 40.3 billion plan is repeat business is unknown. This is the one domain that could not be integrated across lanes: strategy asserts it, filings do not size it, and the record (margins halving in weak halves) argues it is still small. It is carried as an open question, not as thesis support. Resolving evidence: a future segment or IR split of product, works and service revenue.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT_AND_INTEGRATION_GAP
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A sizeable annuity would raise normalized earnings quality and cycle resilience; currently excluded from valuation.
- 不确定性（原始记录）：Cannot be verified from primary sources read.

在线打开本发现 →

F043｜05｜护城河有结构，但只能从结果推断，缺少份额和合同证据

写入正文：05｜护城河有结构，但只能从结果推断，缺少份额和合同证据；13｜证据本身的缺口，限制了对护城河和估值的信心

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）

- Business constitution (FY3/2026 securities report): three reporting segments plus overseas subsidiaries (https://f.irbank.net/pdf/E00119/ir/S100YBFQ.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、03、04、06、09、10
- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、14

- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31
- Plant backlog quality: steel renewal, dust recycling and overseas stainless lines (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、09；反向验证：10；专项深挖：03、10
- Installed base and lifecycle services: the strategy claims a maintenance annuity the filings do not quantify (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：10；反向验证：02

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Residual bounded unknowns across Coverage: no quantified market size (no primary-grade TAM; demand pools observed through the company's own orders), no independent market-share measure or peer league table, no customer-concentration disclosure, no supplier-level disclosure, no contractual lock-in data, no ROIC by segment, no analyst consensus, no land appraisal, no probability weights on scenarios, and no weekly technical structure. These were stopped at bounded level after reasonable public paths, not treated as evidence of absence.
- 内部研究类型：EVIDENCE_ROLE_LIMITATIONS
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Caps confidence on moat, competitive position and valuation multiples; research establishes recurring base and asset stack, not a target price.
- 不确定性（原始记录）：Resolvable only by future disclosures or peer filings.

在线打开本发现 →

F044｜03｜钢铁客户决定成套设备的节奏，是在手订单里最大的来源

写入正文：03｜钢铁客户决定成套设备的节奏，是在手订单里最大的来源

归并到：F029

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、08、12、15、16
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Steel capital spending is the plant segment's demand driver and the largest backlog source (55.9%); plant orders fell about 10% in FY3/26 while plant profit later tripled on conversion.

- 内部研究类型：END_MARKET
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F045｜03｜半导体和数据中心的订单带来增长，也带来增长型资本开支的波动

写入正文：03｜半导体和数据中心的订单带来增长，也带来增长型资本开支的波动

归并到：F030

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26；反向验证：30
- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Semiconductor, data-centre and battery materials demand drives heat-treatment and development orders and explicitly caused the October 2026 orders-forecast upgrade.
- 内部研究类型：END_MARKET
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F046｜07｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率

写入正文：07｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：07、23
- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、18、19、20、21、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Resona Bank (4.96%) is relationship bank and Daiwa-kai founding sponsor circle; borrowings of JPY 4,445 million sit inside a net-cash balance sheet. The

relationship explains register stability and capital-structure conservatism and exerts no pressure for aggressive returns.
- 内部研究类型：CAPITAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F047｜07｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率

写入正文：07｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：07、23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Dai-ichi Life is the largest non-trust holder (5.26%); with Nippon Life (1.96%) domestic life insurers hold about 7.2%: long-horizon, return-patient ballast supporting a gradualist capital policy.
- 内部研究类型：CAPITAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F048｜07｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率

写入正文：07｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：07、23
- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、08、12、15、16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Kyoei Steel (5440, 1.51%) is a shareholder inside the steel value chain the plant segment sells into, tying a slice of the register to the steel cycle and aligning commercial and capital relationships.
- 内部研究类型：OTHER_RELATED_COMPANY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F049｜03｜中国业务在按退出的方向处理，其余海外单位仍能接到订单

写入正文：03｜中国业务在按退出的方向处理，其余海外单位仍能接到订单

归并到：F012

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26；反向验证：30
- The 'other' segment and China: overseas subsidiaries are shrinking, China is being restructured (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Chinese local subsidiary inside 'other' is under restructuring: falling sales and deteriorating profitability led to a JPY 350 million provision in H1 FY3/27; the segment's orders fell 28.3% and sales 25.8%. The one place the model is being cut rather than grown.
- 内部研究类型：OTHER_RELATED_COMPANY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F050｜04｜竞争位置没有独立排名，政策是租来的支撑

写入正文：04｜竞争位置没有独立排名，政策是租来的支撑

归并到：F032

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Technology position: Thermal Technology Creation Center, NEDO Green Innovation Fund, electrification (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、07、13
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：NEDO Green Innovation Fund sponsorship de-risks and validates the decarbonisation pivot; its migration from commissioned to subsidised demonstration and cost allocation into segments muddies segment comparability for a year.
- 内部研究类型：POLICY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F051｜08｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会

写入正文：08｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会；11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决

归并到：F033

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10
- Plan scoreboard: CBT's final year is scored on annual guidance, not on published plan targets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：CBT 2022-2026 governs the company in its final year; its expiry is a catalyst date and its successor is the new president's first full scoreboard.
- 内部研究类型：POLICY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F052｜03｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求

写入正文：03｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求；06｜营业利润线上的复苏是真实的，一季度的亏损是季节性的；11｜最大的变数是下半年交付：全年计划把一年的判决压在一个半年和一份在手订单上

归并到：F075

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）

- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35
- Backlog coverage: JPY 40,713 million equals about ten months of the FY3/27 sales plan (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：15
- Second-half precedent: H2 FY3/26 delivered JPY 22.6 billion of sales and about JPY 2.7 billion of operating profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：35；其他用途：历史
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26；反向验证：30

- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The JPY 40,713 million backlog (plant 55.9%) pre-funds the implied second half of JPY 24,245 million sales and JPY 2,983 million operating profit (12.3% margin), about 7% above the demonstrated H2 FY3/26; the year's verdict concentrates in one half and one backlog.
- 内部研究类型：PRE_FUNDS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F053｜07｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率

写入正文：07｜股东名册稳定，外部持股人不会逼公司提高资本效率

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：07、23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Zenitaka-gumi (Takenaka-group contractor, 2.41%) is a business-partner shareholder in the installation ecosystem; partner shareholdings bind the ecosystem to the register and never pressure the board on capital efficiency.
- 内部研究类型：OTHER_RELATED_COMPANY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F054｜08｜估值卡点在资本政策，不在需求

写入正文：08｜估值卡点在资本政策，不在需求；09｜下行保护来自资产，但安全边际不等于资产全额

归并到：F076

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）

- FY3/2026 special gain: JPY 3,315 million from selling policy shareholdings (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21
- Net financial position: cash plus securities minus borrowings is about JPY 11.7 billion at FY3/26 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：20、25；专项深挖：18、21

- Subsequent event: board resolution of 30 September 2026 to sell three listed shareholdings (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；反向验证：21；专项深挖：30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The policy-shareholding portfolio is being converted under the below-20% discipline: gains of JPY 3,315 million (FY3/26) and about JPY 700 million expected in Q3 FY3/27, with three more names resolved for sale; the shrinking list of names is the most countable evidence capital conversion is real.
- 内部研究类型：CAPITAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F055｜06｜净利润和 ROE 读的是持股组合，不是炉子

写入正文：06｜净利润和 ROE 读的是持股组合，不是炉子；09｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要；12｜一个指向下跌的预告，其实是一本持股账

归并到：F074

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）

- FY3/2026 consolidated results: operating growth, bottom line carried by securities gains (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28
- FY3/2026 special gain: JPY 3,315 million from selling policy shareholdings (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21
- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：05、08、09、11、13、21、24、29、30、33、34、35
- Valuation cross-section at the review date: 0.85 times book, 4.9% yield, about 12.8 times recurring earnings (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27、31；专项深挖：27、31
- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26
- Five-year indicator path (EDINET-derived): from the FY3/21 trough to the FY3/26 recovery (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：支持证据；一手验证：33；外部现实校验：02、06、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、32；同业比较：01、23、24；其他用途：历史
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：27、31
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision

(https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Gain-inflated trailing earnings and the guided net-income decline lead the market to value the portfolio contribution rather than the furnace business.
- 内部研究类型：CAUSES_MISPRICING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F056｜06｜净利润和 ROE 读的是持股组合，不是炉子

写入正文：06｜净利润和 ROE 读的是持股组合，不是炉子；09｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要；12｜一个指向下跌的预告，其实是一本持股账

归并到：F074

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）

- The NOPAT anchor: the dividend formula certifies recurring earnings of about JPY 2.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；专项深挖：28
- Valuation cross-section at the review date: 0.85 times book, 4.9% yield, about 12.8 times recurring earnings (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：27、31
- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：支持证据；一手验证：27、31；外部现实校验：05、08、09、11、13、21、24、29、30、33、34、35
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：外部现实校验：27、31；其他用途：反证
- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26
- Total-payout arithmetic: the 50% floor binds against NOPAT, not against reported net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；反向验证：26；专项深挖：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The NOPAT anchor supplies the recurring-earnings base (about JPY 2.0 billion; 12.8x at the review price) against which the misclassification is measured.
- 内部研究类型：CORRECTS_BASIS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F057｜06｜2027 年 3 月期的净利润仍要经过一次一次性项目的核对

写入正文：06｜2027 年 3 月期的净利润仍要经过一次一次性项目的核对

归并到：F019

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）

- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- FY3/27 bridge: revised net income of JPY 2,787 million contains about JPY 350 million of net one-offs (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：22、28、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/27 repeats the layering of one-offs (JPY 700 million gain, JPY 350 million provision); on current guidance it is the last bridged year as the portfolio nears its ceiling.
- 内部研究类型：CONTINUES_NOISE
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F058｜11｜最大的变数是下半年交付：全年计划把一年的判决压在一个半年和一份在手订单上

写入正文：11｜最大的变数是下半年交付：全年计划把一年的判决压在一个半年和一份在手订单上

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）

- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35
- Backlog coverage: JPY 40,713 million equals about ten months of the FY3/27 sales plan (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：15
- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、08、12、15、16
- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15

- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26；反向验证：30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The plan's 12.3% second-half margin leans on plant's richer mix carrying a loss-making heat-treatment segment and development drag.
- 内部研究类型：CONDITIONS
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F059｜06｜成本分摊口径变更，使热处理亏损的约三分之一变成口径问题

写入正文：06｜成本分摊口径变更，使热处理亏损的约三分之一变成口径问题；15｜来源以公司披露为主，外部验证有限；15｜数据口径的限制与免责

归并到：F018

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）

- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Segment comparability break: GX project costs moved into the segments from H1 FY3/27 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The GX allocation change explains about a third of heat treatment's reported H1 loss as measurement migration.
- 内部研究类型：QUALIFIES
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F060｜03｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求

写入正文：03｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求；06｜营业利润线上的复苏是真实的，一季度的亏损是季节性的；11｜最大的变数是下半年交付：全年计划把一年的判决压在一个半年和一份在手订单上

归并到：F075

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）

- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35

- Backlog coverage: JPY 40,713 million equals about ten months of the FY3/27 sales plan (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：15
- Second-half precedent: H2 FY3/26 delivered JPY 22.6 billion of sales and about JPY 2.7 billion of operating profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：35；其他用途：历史
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26；反向验证：30
- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Back-loading concentrates completion-timing and fixed-price margin risk in the final quarter, so slippage rather than demand is the break condition.
- 内部研究类型：CREATES_RISK
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F061｜11｜半导体需求若是一波行情，2028 年 3 月期的故事会一样快地消退

写入正文：11｜半导体需求若是一波行情，2028 年 3 月期的故事会一样快地消退

归并到：F023

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）

- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、11、14
- Heat-treatment bridge: orders lead, backlog lags, profit follows last (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Semiconductor and data-centre frame: the demand behind the orders upgrade (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：05、11
- Orders trend: FY3/25 about JPY 39.5 billion, FY3/26 JPY 37,100 million, H1 FY3/27 intake recovering (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：12；反向验证：05、11
- The orders forecast: introduced at JPY 38,700 million, raised to JPY 40,500 million in October 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；专项深挖：35
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：If the AI-hardware materials wave pauses, the heat-treatment intake that the orders upgrade and FY3/28 backlog rebuild rely on deflates.
- 内部研究类型：THREATENS_PERSISTENCE
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F062｜06｜现金流的波动来自收款、付款和税款的时点，不是需求

写入正文：06｜现金流的波动来自收款、付款和税款的时点，不是需求；14｜八个模块的得分与理由

归并到：F007

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）

- Working capital anatomy: receivables and contract assets are 69% of annual sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；反向验证：06、15、17；专项深挖：06、17
- H1 FY3/27 cash walk: a JPY 5.1 billion cash decline that is mostly returns and seasonality (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；反向验证：19
- FY3/2026 cash flow as corrected on 12 June 2026: operating inflow JPY 6,427 million (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、32
- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06、18、19、20、21、29
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：18、25
- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Receivable, payable and tax timing, not demand, explain the large swings in cash (H1 cash down JPY 5.1 billion) within a stable net-cash position.
- 内部研究类型：EXPLAINS_CASH_SWINGS
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F063｜08｜估值卡点在资本政策，不在需求

写入正文：08｜估值卡点在资本政策，不在需求；09｜下行保护来自资产，但安全边际不等于资产全额

归并到：F076

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）

- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、18、19、20、21、29
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25
- Net financial position: cash plus securities minus borrowings is about JPY 11.7 billion at FY3/26 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：20、25；专项深挖：18、21
- Buyback record: JPY 402 million in FY3/26, JPY 1,140 million in H1 FY3/27, treasury at 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25
- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26
- Forecast EPS bridge: buybacks amplify the October net-income revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Net financial assets and portfolio sale proceeds fund buybacks and dividends without new debt, converting financial assets into per-share value.
- 内部研究类型：FUNDS
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F064｜07｜新总裁上任后两个季度内，所有资本工具都朝同一个方向动

写入正文：07｜新总裁上任后两个季度内，所有资本工具都朝同一个方向动；14｜八个模块的得分与理由

归并到：F011

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）

- Governance cadence in 2026: presidency change, a tanshin correction, accelerating buybacks (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Succession record: Ozaki on the January filings, Sakata from April 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：01；专项深挖：01、23
- Capital instruments in motion during 2026: buybacks, portfolio sales, the 20% discipline (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：07、13；专项深挖：13

- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：18、25
- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：支持证据；一手验证：24；外部现实校验：07、23
- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06、18、19、20、21、29
- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Capital action accelerated within two quarters of the presidential change; association by timing, not proven causation.
- 内部研究类型：TIMING_ASSOCIATED_WITH
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F065｜08｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会

写入正文：08｜注销库存股和新中期计划，是把意图变成数字的两个机会；11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决

归并到：F010

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）

- Buyback record: JPY 402 million in FY3/26, JPY 1,140 million in H1 FY3/27, treasury at 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25
- Plan scoreboard: CBT's final year is scored on annual guidance, not on published plan targets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Capital instruments in motion during 2026: buybacks, portfolio sales, the 20% discipline (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据；反向验证：07、13；专项深挖：13
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：18、25
- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：支持证据；一手验证：24；外部现实校验：07、23
- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06、18、19、20、21、29

- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A cancellation would turn intent into a permanent per-share fact and address the open capital-policy question.
- 内部研究类型：WOULD_RESOLVE
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F066｜01｜股价在为持股收益定价，炉子业务的复苏还没被算进去

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜股价在为持股收益定价，炉子业务的复苏还没被算进去；01｜两次财报决定这个判断，窗口在 2027 年 4 月关闭；11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决；14｜总分 63.38/100，评级 B：复苏与资产是真的，利润质量和竞争证据还不够

归并到：F077

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）

- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- The orders forecast: introduced at JPY 38,700 million, raised to JPY 40,500 million in October 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；专项深挖：35
- Subsequent event: board resolution of 30 September 2026 to sell three listed shareholdings (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；反向验证：21；专项深挖：30
- Disclosure calendar: the dated verdicts ahead (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；反向验证：35
- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10
- Q1 FY3/2027: the seasonal trough quarter printed a small operating loss (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260724599456.pdf)｜怎么使用：支持证据
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据
- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15
- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26

- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：一手验证：35；其他用途：反证
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Q3 tanshin and the full-year print resolve the three open variables (conversion, portfolio, plan) that decide the thesis.
- 内部研究类型：TESTS
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F067｜01｜股价在为持股收益定价，炉子业务的复苏还没被算进去

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜股价在为持股收益定价，炉子业务的复苏还没被算进去；01｜两次财报决定这个判断，窗口在 2027 年 4 月关闭；11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决；14｜总分 63.38/100，评级 B：复苏与资产是真的，利润质量和竞争证据还不够

归并到：F077

研究范围：开放研究

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；其他用途：反证
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- The 'other' segment and China: overseas subsidiaries are shrinking, China is being restructured (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据
- Governance cadence in 2026: presidency change, a tanshin correction, accelerating buybacks (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：23
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26；反向验证：30
- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15

- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A second-half completion miss is the first failing signpost of the thesis.
- 内部研究类型：FALSIFIES_IF_REALISED
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F068｜10｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

写入正文：10｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

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）

- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：05、08、09、11、13、21、24、29、30、33、34、35
- Five-year indicator path (EDINET-derived): from the FY3/21 trough to the FY3/26 recovery (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；外部现实校验：02、06、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、32；同业比较：01、23、24；其他用途：历史
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；其他用途：反证
- The 2023-2026 re-rating: from JPY 1,423 to JPY 5,220, then a one-year fade (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：27、29、31、33、34
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：其他用途：反证
- Q2 FY3/27 standalone: operating margin of 8.5% - the recovery inside the half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；专项深挖：16
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26；反向验证：30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Fundamentals and price agree on phasing: the FY3/25-FY3/26 earnings recovery funded the 2023-2025 re-rating, and the 2026 fade discounts the guided FY3/27 reported-profit decline, which the filings show to be a portfolio and calendar

artefact. Cross-lane reading that refers to the protected technical source as a whole without rewriting it.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_TIMING_CONTEXT
- 内部来源标记：COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F069｜08｜回购在账面价值以下执行，每半年约让股数减少 3.5%

写入正文：08｜回购在账面价值以下执行，每半年约让股数减少 3.5%；10｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

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）

- Buyback record: JPY 402 million in FY3/26, JPY 1,140 million in H1 FY3/27, treasury at 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25
- Forecast EPS bridge: buybacks amplify the October net-income revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Volume structure: the climax was October 2025; the fade is on falling turnover (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接证据
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：18、25

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The capital story and the technical story are the same story told twice: buybacks below book are being executed into a thinning, fading tape, so each quarter of drift raises per-share book value while the price waits for a clean print.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_TIMING_CONTEXT
- 内部来源标记：COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F070｜10｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

写入正文：10｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

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）

- The orders forecast: introduced at JPY 38,700 million, raised to JPY 40,500 million in October 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；专项深挖：35
- Averages and position at the October 2026 partial close (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接证据
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26；反向验证：30

- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The October 2026 orders upgrade has no technical confirmation yet (price below its 12- and 24-month averages), which is why the verdict is dated to the Q3 and full-year prints rather than the October notice.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_TIMING_CONTEXT
- 内部来源标记：COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F071｜09｜下行保护来自资产，但安全边际不等于资产全额

写入正文：09｜下行保护来自资产，但安全边际不等于资产全额；10｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

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）

- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、18、19、20、21、29
- Net financial position: cash plus securities minus borrowings is about JPY 11.7 billion at FY3/26 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：20、25；专项深挖：18、21
- Averages and position at the October 2026 partial close (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接证据
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：18、25

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Balance-sheet strength (net financial assets about 45% of capitalisation) underwrites the downside: the falsification levels (JPY 3,515-3,600, then the MA60 zone near JPY 2,886) sit above the asset-backed floor of FY3/26 book value of JPY 4,311 per share. The fundamental floor is related to, not merged with, the protected technical falsification levels.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_DOWNSIDE_CONTEXT
- 内部来源标记：COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F072｜09｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要

写入正文：09｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要；10｜价格与基本面的时点关系：价格一向领先，这一次在等两份干净财报

归并到：F027

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）

- Averages and position at the October 2026 partial close (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接 / 支持
- The 2023-2026 re-rating: from JPY 1,423 to JPY 5,220, then a one-year fade (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：27、29、31、33、34
- Volume structure: the climax was October 2025; the fade is on falling turnover (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：直接 / 支持
- Q2 FY3/27 standalone: operating margin of 8.5% - the recovery inside the half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；专项深挖：16
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26；反向验证：30
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：外部现实校验：27、31；其他用途：反证
- The first life: 2005-2006 peak at JPY 7,140 and the two-decade shelf that followed (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/1964.T)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；同业比较：27、31、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Fundamental pre-payment reading of the fade and the mid-verdict price position describe the same waiting state ahead of the January and April prints.
- 内部研究类型：CONSISTENT_WITH
- 内部来源标记：COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F073｜02｜这是一家按项目赚工程含量的工业炉厂商，稀缺的是工程师

写入正文：02｜这是一家按项目赚工程含量的工业炉厂商，稀缺的是工程师；02｜需求稳、资产负债表稳，脆弱点只有一个：每年的交付日历；05｜护城河有结构，但只能从结果推断，缺少份额和合同证据；06｜现金流的波动来自收款、付款和税款的时点，不是需求；14｜八个模块的得分与理由

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（42 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2026 tanshin header: issuer identity, listing and representative (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01
- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、12、15、16

- Business constitution (FY3/2026 securities report): three reporting segments plus overseas subsidiaries (https://f.irbank.net/pdf/E00119/ir/S100YBFQ.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、04、06、09、10
- Segment-to-group reconciliation: eliminations are small, the segments are the group (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：02
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Segment margin structure: plant earns the group's margin, development dilutes it (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：04、08、09；专项深挖：08
- Heat-treatment bridge: orders lead, backlog lags, profit follows last (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Development segment economics: small, loss-making, and the group's option portfolio (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：03；专项深挖：04、07
- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/2027 initial guidance (April 2026): sales and operating profit up, net income guided down 46% (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Orders trend: FY3/25 about JPY 39.5 billion, FY3/26 JPY 37,100 million, H1 FY3/27 intake recovering (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；反向验证：05、11
- Backlog coverage: JPY 40,713 million equals about ten months of the FY3/27 sales plan (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：15
- The orders forecast: introduced at JPY 38,700 million, raised to JPY 40,500 million in October 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；专项深挖：35
- Overseas mix: sales share rose to 25.8% in H1 FY3/27 while order share fell to 18.1% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35
- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、18、19、20、21、29

- FY3/2026 cash flow as corrected on 12 June 2026: operating inflow JPY 6,427 million (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、32
- Working capital anatomy: receivables and contract assets are 69% of annual sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；反向验证：06、15、17；专项深挖：06、17
- H1 FY3/27 cash walk: a JPY 5.1 billion cash decline that is mostly returns and seasonality (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；反向验证：19
- Customer advances: contract liabilities of JPY 2,624 million fund part of the work in progress (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：19
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25
- Net financial position: cash plus securities minus borrowings is about JPY 11.7 billion at FY3/26 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：20、25；专项深挖：18、21
- Downside coverage: asset backing under the market price (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：29；专项深挖：29
- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：05、08、09、11、13、21、24、29、30、33、34、35
- The NOPAT anchor: the dividend formula certifies recurring earnings of about JPY 2.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；专项深挖：28
- Normalised returns: recurring ROE is about 6-7%, not the reported 15.7% (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22；专项深挖：22
- Total-payout arithmetic: the 50% floor binds against NOPAT, not against reported net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：26
- FY3/2026 special gain: JPY 3,315 million from selling policy shareholdings (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21
- Subsequent event: board resolution of 30 September 2026 to sell three listed shareholdings (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；反向验证：21；专项深挖：30
- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：07、23
- Register float and liquidity: thin trading on a stable register (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；反向验证：23、24；专项深挖：24

- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、14
- Steel-cycle frame: renewal and decarbonisation budgets, not expansion budgets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：11；反向验证：12；专项深挖：09
- Semiconductor and data-centre frame: the demand behind the orders upgrade (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：05、11
- Technology position: Thermal Technology Creation Center, NEDO Green Innovation Fund, electrification (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、07、13
- Capital expenditure and the Thermal Technology Creation Center: the fixed-asset walk (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：20；专项深挖：20；同业比较：04；其他用途：历史
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31
- Plant backlog quality: steel renewal, dust recycling and overseas stainless lines (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、09；反向验证：10；专项深挖：03、10
- Installed base and lifecycle services: the strategy claims a maintenance annuity the filings do not quantify (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：10；反向验证：02

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable Business Portrait and Structural Durability: durable demand and balance sheet, fragile annual conversion｜The structure underneath Chugai Ro is durable where it matters and fragile in one specific way. Durable: demand from a domestic installed base of furnaces that must be renewed and decarbonised; an engineering niche where references compound (switching cost is customer line-qualification risk, evidenced by order recurrence and persistent plant margins of 12-15% rather than contracts); a net-cash balance sheet with a 56-61% equity ratio and an industrial receivables book; and a capital framework (formula dividend anchored to recurring earnings, sub-20% portfolio discipline) that mechanically cleans the P&L by FY3/28. Fragile: the annual conversion calendar, since profit is decided in one second half on fixed-price projects whose embedded margins cannot be audited until they print. Confidence rests on observable dated mechanisms (orders, backlog, equity statement, portfolio sales) rather than on any forecast of the furnace cycle. Cyclicality lags the industry's by the backlog length, structural decarbonisation raises the trough without removing appropriation timing, and the company repairs itself through advances, a sellable portfolio and buybacks rather than through debt.
- 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）：Position should be valued on through-cycle NOPAT, treating any single year's profit or cash flow as noise, and monitored on dated mechanisms.

- 不确定性（原始记录）：Moat is inferred from outcomes not contracts; service annuity, customer concentration, peer share and land value unmeasured; semiconductor wave duration unproven.

在线打开本发现 →

F074｜06｜净利润和 ROE 读的是持股组合，不是炉子

写入正文：06｜净利润和 ROE 读的是持股组合，不是炉子；09｜市场给「错的那一年」的盈利定价，所以趋势比绝对水平更重要；12｜一个指向下跌的预告，其实是一本持股账

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（24 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2026 consolidated results: operating growth, bottom line carried by securities gains (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28
- FY3/2026 special gain: JPY 3,315 million from selling policy shareholdings (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21
- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- Five-year indicator path (EDINET-derived): from the FY3/21 trough to the FY3/26 recovery (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；外部现实校验：02、06、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、32；同业比较：01、23、24；其他用途：历史
- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：05、08、09、11、13、21、24、29、30、33、34、35
- The NOPAT anchor: the dividend formula certifies recurring earnings of about JPY 2.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；专项深挖：28
- Normalised returns: recurring ROE is about 6-7%, not the reported 15.7% (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22；专项深挖：22
- Total-payout arithmetic: the 50% floor binds against NOPAT, not against reported net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：26
- Q1 FY3/2027: the seasonal trough quarter printed a small operating loss (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260724599456.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

- Q2 FY3/27 standalone: operating margin of 8.5% - the recovery inside the half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：16
- FY3/2027 initial guidance (April 2026): sales and operating profit up, net income guided down 46% (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- FY3/27 bridge: revised net income of JPY 2,787 million contains about JPY 350 million of net one-offs (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：22、28、32
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；其他用途：反证
- Valuation cross-section at the review date: 0.85 times book, 4.9% yield, about 12.8 times recurring earnings (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：27、31
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25
- Forecast EPS bridge: buybacks amplify the October net-income revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Register float and liquidity: thin trading on a stable register (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；反向验证：23、24；专项深挖：24
- FY3/2026 cash flow as corrected on 12 June 2026: operating inflow JPY 6,427 million (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、32
- Segment comparability break: GX project costs moved into the segments from H1 FY3/27 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16
- The June 2026 correction in detail: lease-liability aggregation inside the cash-flow statement (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；反向验证：18；专项深挖：32
- Governance cadence in 2026: presidency change, a tanshin correction, accelerating buybacks (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Portfolio gains versus furnace earnings: why headline profit, multiples and the guided net-income decline describe the wrong stream｜Chain: policy-shareholding unwind to special gains (JPY 3,315 million in FY3/26, expected JPY 700 million in Q3 FY3/27) to reported net income and ROE detaching from operating reality for three years, to trailing multiples mispricing the stock in both directions and the guided net-income decline being an artefact, while operating margin recovers from 1.6% to 7.7% and H1 operating profit nearly quadruples. The company's own dividend formula

certifies the recurring layer (NOPAT about JPY 2.0 billion). Valuation figures must be read with their share-count and net-cash bases.
- 内部研究类型：CAUSAL_CHAIN_EARNINGS_MISCLASSIFICATION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Re-rating, if it comes, is a multiple correction on the first clean full-year print and expires mechanically as the portfolio finishes converting.
- 不确定性（原始记录）：Inference. The discount may rationally reflect recurring ROE (about 6.7%) still below cost of capital; no consensus data; denominators differ across valuation figures.

在线打开本发现 →

F075｜03｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求

写入正文：03｜订单是唯一诚实的前瞻指标，今年的风险在交付，不在需求；06｜营业利润线上的复苏是真实的，一季度的亏损是季节性的；11｜最大的变数是下半年交付：全年计划把一年的判决压在一个半年和一份在手订单上

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（27 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2027 initial guidance (April 2026): sales and operating profit up, net income guided down 46% (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- Orders trend: FY3/25 about JPY 39.5 billion, FY3/26 JPY 37,100 million, H1 FY3/27 intake recovering (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；反向验证：05、11
- Backlog coverage: JPY 40,713 million equals about ten months of the FY3/27 sales plan (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：15
- The orders forecast: introduced at JPY 38,700 million, raised to JPY 40,500 million in October 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；专项深挖：35
- Overseas mix: sales share rose to 25.8% in H1 FY3/27 while order share fell to 18.1% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35

- Second-half precedent: H2 FY3/26 delivered JPY 22.6 billion of sales and about JPY 2.7 billion of operating profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：35；其他用途：历史
- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、12、15、16
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Segment margin structure: plant earns the group's margin, development dilutes it (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：04、08、09；专项深挖：08
- Heat-treatment bridge: orders lead, backlog lags, profit follows last (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Development segment economics: small, loss-making, and the group's option portfolio (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：03；专项深挖：04、07
- Segment-to-group reconciliation: eliminations are small, the segments are the group (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：02
- Q1 FY3/2027: the seasonal trough quarter printed a small operating loss (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260724599456.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Five-year indicator path (EDINET-derived): from the FY3/21 trough to the FY3/26 recovery (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；外部现实校验：02、06、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、32；同业比较：01、23、24；其他用途：历史
- Q2 FY3/27 standalone: operating margin of 8.5% - the recovery inside the half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：16
- The 'other' segment and China: overseas subsidiaries are shrinking, China is being restructured (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Governance cadence in 2026: presidency change, a tanshin correction, accelerating buybacks (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、18、19、20、21、29
- Plant backlog quality: steel renewal, dust recycling and overseas stainless lines (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08、09；反向验证：10；专项深挖：03、10
- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、11、14

- Steel-cycle frame: renewal and decarbonisation budgets, not expansion budgets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：11；反向验证：12；专项深挖：09
- Semiconductor and data-centre frame: the demand behind the orders upgrade (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：05、11
- China exposure bounds: what the filings do and do not quantify (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：14；专项深挖：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Orders to backlog to completion: demand is banked, the year is decided by second-half conversion｜Steel and materials capex becomes orders, orders become backlog (JPY 40,713 million), backlog converts one to four quarters later; price pass-through at order keeps conversion margin intact. Plant and heat treatment are carriers half a phase apart. The maintained plan needs the best second half in company history by about 7% with a 12.3% margin on fixed-price projects; the plan's risk is completion slippage and unaudited embedded margin, and FY3/28 depends on heat-treatment backlog rebuilding from a semiconductor wave of unproven duration, with China being cut.
- 内部研究类型：CAUSAL_CHAIN_BACKLOG_CONVERSION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Credibility of guidance and the price anchor hang on one quarter's completions; the orders upgrade gives next-year visibility not current-year relief.
- 不确定性（原始记录）：Project-level schedules and margins undisclosed; probability of a miss not asserted.

在线打开本发现 →

F076｜08｜估值卡点在资本政策，不在需求

写入正文：08｜估值卡点在资本政策，不在需求；09｜下行保护来自资产，但安全边际不等于资产全额

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（21 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、18、19、20、21、29
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25
- Net financial position: cash plus securities minus borrowings is about JPY 11.7 billion at FY3/26 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：20、25；专项深挖：18、21

- H1 FY3/27 cash walk: a JPY 5.1 billion cash decline that is mostly returns and seasonality (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17；反向验证：19
- Downside coverage: asset backing under the market price (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：29；专项深挖：29
- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- FY3/2026 special gain: JPY 3,315 million from selling policy shareholdings (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21
- Subsequent event: board resolution of 30 September 2026 to sell three listed shareholdings (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；反向验证：21；专项深挖：30
- Buyback record: JPY 402 million in FY3/26, JPY 1,140 million in H1 FY3/27, treasury at 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25
- Total-payout arithmetic: the 50% floor binds against NOPAT, not against reported net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：26
- Forecast EPS bridge: buybacks amplify the October net-income revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：07、23
- Capital instruments in motion during 2026: buybacks, portfolio sales, the 20% discipline (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：07、13；专项深挖：13
- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10；其他用途：反证
- Governance cadence in 2026: presidency change, a tanshin correction, accelerating buybacks (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Succession record: Ozaki on the January filings, Sakata from April 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：01；专项深挖：01、23
- Plan scoreboard: CBT's final year is scored on annual guidance, not on published plan targets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：
  05、08、09、11、13、21、24、29、30、33、34、35

- The NOPAT anchor: the dividend formula certifies recurring earnings of about JPY 2.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；专项深挖：28
- Normalised returns: recurring ROE is about 6-7%, not the reported 15.7% (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22；专项深挖：22
- Register float and liquidity: thin trading on a stable register (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；反向验证：23、24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Capital conversion regime: net cash and portfolio into per-share value｜Financial assets (cash, securities) become buybacks below book, buybacks raise remaining book value and EPS, the formula dividend pre-commits the operating share, and the new president's first year shows every instrument moving the same direction. Dilution risk runs in reverse while this holds; the open variables are pace, a stated programme, cancellation and end-state of the portfolio, and a stable register supplies patience but no pressure.
- 内部研究类型：CAUSAL_CHAIN_CAPITAL_CONVERSION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Per-share value compounds even if the price waits, but the re-rating lever remains discretionary until the spring 2027 plan gives numbers.
- 不确定性（原始记录）：Pace is discretionary; no programme size, cancellation policy or terminal portfolio size exists; portfolio appreciation can rebuild the pile.

在线打开本发现 →

F077｜01｜股价在为持股收益定价，炉子业务的复苏还没被算进去

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜股价在为持股收益定价，炉子业务的复苏还没被算进去；01｜两次财报决定这个判断，窗口在 2027 年 4 月关闭；11｜一份财报日历：到 2027 年 4 月只有一次盈利判决；14｜总分 63.38/100，评级 B：复苏与资产是真的，利润质量和竞争证据还不够

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（54 项；重复标签已按来源合并）

- Return policy: total payout of at least 50%, dividend guided by 60% of NOPAT (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- H1 FY3/2027 results (30 October 2026): operating profit nearly quadrupled, net income down on a China provision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：30
- Order backlog at September 2026: JPY 40,713 million, about one year of sales (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15

- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；其他用途：反证
- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；其他用途：反证
- Q1 FY3/2027: the seasonal trough quarter printed a small operating loss (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260724599456.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10；其他用途：反证
- The orders forecast: introduced at JPY 38,700 million, raised to JPY 40,500 million in October 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；专项深挖：35
- Subsequent event: board resolution of 30 September 2026 to sell three listed shareholdings (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；反向验证：21；专项深挖：30
- Disclosure calendar: the dated verdicts ahead (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；反向验证：35
- The 'other' segment and China: overseas subsidiaries are shrinking, China is being restructured (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Governance cadence in 2026: presidency change, a tanshin correction, accelerating buybacks (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Backlog coverage: JPY 40,713 million equals about ten months of the FY3/27 sales plan (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：15
- Second-half precedent: H2 FY3/26 delivered JPY 22.6 billion of sales and about JPY 2.7 billion of operating profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：35；其他用途：历史
- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、11、14
- Heat-treatment bridge: orders lead, backlog lags, profit follows last (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Steel-cycle frame: renewal and decarbonisation budgets, not expansion budgets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：11；反向验证：12；专项深挖：09
- Semiconductor and data-centre frame: the demand behind the orders upgrade (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：05、11

- Plan scoreboard: CBT's final year is scored on annual guidance, not on published plan targets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Buyback record: JPY 402 million in FY3/26, JPY 1,140 million in H1 FY3/27, treasury at 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25
- Capital instruments in motion during 2026: buybacks, portfolio sales, the 20% discipline (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：07、13；专项深挖：13
- FY3/2027 initial guidance (April 2026): sales and operating profit up, net income guided down 46% (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Orders trend: FY3/25 about JPY 39.5 billion, FY3/26 JPY 37,100 million, H1 FY3/27 intake recovering (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；反向验证：05、11
- Overseas mix: sales share rose to 25.8% in H1 FY3/27 while order share fell to 18.1% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14
- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、08、12、15、16
- Segment margin structure: plant earns the group's margin, development dilutes it (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：04、08、09；专项深挖：08
- Development segment economics: small, loss-making, and the group's option portfolio (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：03；专项深挖：04、07
- Segment-to-group reconciliation: eliminations are small, the segments are the group (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：02
- Five-year indicator path (EDINET-derived): from the FY3/21 trough to the FY3/26 recovery (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；外部现实校验：02、06、12、14、15、16、17、18、19、20、22、25、26、28、32；同业比较：01、23、24；其他用途：历史
- Q2 FY3/27 standalone: operating margin of 8.5% - the recovery inside the half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：16
- FY3/2026 balance sheet: 60.8% equity, net cash, receivables-heavy working capital (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、18、19、20、21、29
- Plant backlog quality: steel renewal, dust recycling and overseas stainless lines (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08、09；反向验证：10；专项深挖：03、10
- China exposure bounds: what the filings do and do not quantify (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：14；专项深挖：14

- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25
- Net financial position: cash plus securities minus borrowings is about JPY 11.7 billion at FY3/26 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：20、25；专项深挖：18、21
- H1 FY3/27 cash walk: a JPY 5.1 billion cash decline that is mostly returns and seasonality (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17；反向验证：19
- Downside coverage: asset backing under the market price (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：29；专项深挖：29
- FY3/2026 special gain: JPY 3,315 million from selling policy shareholdings (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21
- Total-payout arithmetic: the 50% floor binds against NOPAT, not against reported net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：26
- Forecast EPS bridge: buybacks amplify the October net-income revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Major shareholders at 31 March 2026: trust banks, insurers, Resona and business partners (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=2120001049015)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：07、23
- Succession record: Ozaki on the January filings, Sakata from April 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：01；专项深挖：01、23
- Market snapshot, early November 2026: about JPY 3,675-3,695, market capitalisation about JPY 25.8 billion (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；外部现实校验：05、08、09、11、13、21、24、29、30、33、34、35
- The NOPAT anchor: the dividend formula certifies recurring earnings of about JPY 2.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；专项深挖：28
- Normalised returns: recurring ROE is about 6-7%, not the reported 15.7% (https://edinetdb.jp/company/E00119)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22；专项深挖：22
- Register float and liquidity: thin trading on a stable register (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；反向验证：23、24；专项深挖：24
- FY3/2026 consolidated results: operating growth, bottom line carried by securities gains (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28
- FY3/27 bridge: revised net income of JPY 2,787 million contains about JPY 350 million of net one-offs (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：22、28、32
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、31；其他用途：反证

- Valuation cross-section at the review date: 0.85 times book, 4.9% yield, about 12.8 times recurring earnings (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：27、31
- FY3/2026 cash flow as corrected on 12 June 2026: operating inflow JPY 6,427 million (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、32
- Segment comparability break: GX project costs moved into the segments from H1 FY3/27 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16
- The June 2026 correction in detail: lease-liability aggregation inside the cash-flow statement (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260611568365.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；反向验证：18；专项深挖：32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Thesis, dated catalysts and kill conditions｜Three compounding mechanisms (backlog conversion at guided margins, share-count shrinkage below book, expiry of earnings noise) each carry a dated audit inside two quarters: Q3 tanshin (late January 2027) and the full-year print with the successor plan (late April 2027). Confirmation is provisional and re-opens at FY3/28's order book; kill conditions are a wide H2 miss, orders falling away after the upgrade, or a successor plan abandoning capital conversion.
- 内部研究类型：THESIS_AND_FALSIFICATION_STRUCTURE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Balanced-to-favourable risk-reward for patient holders; two prints decide.
- 不确定性（原始记录）：Excluded upsides (service annuity, land value, China exit proceeds) are unevidenced; first failing signpost unknown.

在线打开本发现 →

F078｜13｜最优先的三个问题：下半年能否交付、热处理成本是否永久抬高、新计划有没有数字

写入正文：13｜最优先的三个问题：下半年能否交付、热处理成本是否永久抬高、新计划有没有数字；13｜证据本身的缺口，限制了对护城河和估值的信心

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）

- 30 October 2026 notice: Q3 securities gains of JPY 700 million, China provision, net-income forecast raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26；反向验证：30
- Forecast arithmetic: the unchanged operating plan implies a very strong second half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35
- Second-half precedent: H2 FY3/26 delivered JPY 22.6 billion of sales and about JPY 2.7 billion of operating profit

(https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：35；其他用途：历史

- H1 FY3/2027 segments: plant profit JPY 1,207 million against a heat-treatment loss (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Segment comparability break: GX project costs moved into the segments from H1 FY3/27 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：16
- Heat-treatment bridge: orders lead, backlog lags, profit follows last (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据
- The 'other' segment and China: overseas subsidiaries are shrinking, China is being restructured (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据
- China exposure bounds: what the filings do and do not quantify (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：14；专项深挖：14
- Buyback record: JPY 402 million in FY3/26, JPY 1,140 million in H1 FY3/27, treasury at 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；专项深挖：25
- Plan scoreboard: CBT's final year is scored on annual guidance, not on published plan targets (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Capital instruments in motion during 2026: buybacks, portfolio sales, the 20% discipline (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：07、13；专项深挖：13
- Mid-term plan CBT 2022-2026: FY3/27 is the final year, fought on carbon-neutral thermal technology (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07、13；外部现实校验：01、03、04、10
- Disclosure calendar: the dated verdicts ahead (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；反向验证：35
- Demand drivers named in H1 FY3/27: semiconductor and data-centre functional materials, steel renewal (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、14
- Semiconductor and data-centre frame: the demand behind the orders upgrade (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120261028558236.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：05、11
- H1 FY3/2027 balance sheet: cash spent on returns, treasury shares reach 10.5% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25
- Net financial position: cash plus securities minus borrowings is about JPY 11.7 billion at FY3/26 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：20、25；专项深挖：18、21
- Subsequent event: board resolution of 30 September 2026 to sell three listed shareholdings (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261029559100.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；反向验证：21；专项深挖：30

- Installed base and lifecycle services: the strategy claims a maintenance annuity the filings do not quantify (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：10；反向验证：02
- FY3/2026 orders and segment detail: orders fell 6%, plant carried the profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、08、12、15、16
- Business constitution (FY3/2026 securities report): three reporting segments plus overseas subsidiaries (https://f.irbank.net/pdf/E00119/ir/S100YBFQ.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、03、04、06、09、10
- Price cross-check: 52-week range JPY 3,600-5,180 against the local monthly series (https://finnhub.io/?q=%221964%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、31
- Plant backlog quality: steel renewal, dust recycling and overseas stainless lines (https://www2.jpx.co.jp/disc/19640/140120260425510964.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、09；反向验证：10；专项深挖：03、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt register with resolving evidence｜Priority 1: H2 plan survival, heat-treatment cost base, numeric successor-plan commitments. Priority 2: China restructuring scope, treasury cancellation and balance-sheet end-state. Priority 3: semiconductor demand repeatability, portfolio ratio drift, maintenance annuity. Each names the dated evidence that resolves it; none is resolvable by further public research now.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT_REGISTER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Qualifies confidence and conditions Thesis, valuation and falsification; starting point for the next Review.
- 不确定性（原始记录）：All resolutions depend on future disclosures (late January and late April 2027).

在线打开本发现 →

F079｜10｜一次回落，还是旧平台重新吸回价格：价格结构要回答的问题

写入正文：10｜一次回落，还是旧平台重新吸回价格：价格结构要回答的问题；10｜价格在均线之间悬空：上方压力近，下方支撑位要等 3,600 日元一带；10｜回落在缩量中减速，月线振幅收窄，显示卖盘在耗尽；10｜失败的冲高留下了供应，长期记忆来自 2006 年；10｜当前状态：长期上涨内的成熟回调，等待外部判决；确认与失效条件；14｜八个模块的得分与理由

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 (dereference only)
- 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。