# 5463 丸一鋼管株式会社（Maruichi Steel Tube Ltd.）

Kabugami V3.2 64.57/100 · B

## 这家公司是做什么的

丸一鋼管株式会社（Maruichi Steel Tube Ltd.，东证 Prime，5463）主营焊接钢管，产品包括结构用管、配管、电线管、灯杆和路标杆等碳钢管；同时经营表面处理钢板、特殊型材，以及无缝不锈钢管和半导…

## 最近亮点

2026年11月9日收盘后公布的2027年3月期（FY27/3）中期财报（4–9月）显示，营业利润196.01亿日元，同比上涨27.1%，达到上半年计划的108.3%。全年营业利润指引由369亿日元上调到417亿日元，分红…

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、投资劝诱、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** | c49aea469b9c77a5d7817c12383526bfb5452ec7 |
| **交付代码版本 SHA** | c49aea469b9c77a5d7817c12383526bfb5452ec7 |
| **交付运行时指纹** | 2602446d7ce949535e8f178fbf279f5caa1a94e2d89d790554c72b6ab9946cf6 |
| **Canonical 身份协议版本** | kabugami-canonical-public-identity-v1 |
| **Canonical 公司 ID** | 40dd2555-b590-579b-a662-d6b02f14311e |
| **Canonical 快照 ID** | 472556e7-19bd-5686-9d42-42adea1dddeb |
| **Canonical 研究日期** | 2026-11-09 |
| **Canonical 修订号** | 1 |
| **Canonical 股票代码** | 5463 |

## 先看研究要点

| | |
|---|---|
| **为什么值得研究** | 公司几乎没有有息负债：2026 年 3 月期（FY26/3）末自有资本比率 82.5%，净现金 840 亿日元左右（按财报估算），占当前市值的 24% 左右。同年回购加分红相当于净利润的 98%。销售额下降 6.8%的年份，营业利润仍上涨 39.8%。 |
| **最需要担心什么** | 利润水平取决于卷材成本与钢管售价的价差，这个价差曾在 25/3 期把营业利润压低 34%。27/3 期 417 亿日元的指引高于我们认为较稳妥的中周期水平（300 亿日元上下，属于判断而非披露值）；北美占计划分部利润的 34%，下半年需要兑现隐含的 84 亿日元北美利润。业绩公布后的价格反应在截止时点尚未发生。 |
| **Kabugami 现在怎么看** | 结论：Kabugami V3.2 评分 64.57，评级 B。持有观察，不追高；新增资金宜小仓位分批，以月线收盘能否守住 1,385–1,466 日元区间作为加仓前提。盈利水平和价格确认两项尚无定论，结论是有条件的。<br>依据：净现金和高额股东回报给出资产层下限；11 月 9 日收盘价 1,552 日元，市净率约 0.99 倍（PBR），市场几乎没有为价差持续和不锈钢扩产付费。但 417 亿日元的指引高于中周期水平，下半年北美利润和国内涨价传导都还没有兑现。<br>翻转条件：价差回落到 25/3 期水平，同时月线收盘失守该区间，应重新评估；北美下半年利润落空，或国内涨价传导推迟，同样会削弱判断。 |

## 01 | 投资问题与当前结论

### 01.1｜26/3 期的利润台阶，是长期盈利能力还是价差有利的一年

丸一值得持有观察，但现价不值得追高。核心问题是：26/3 期营业利润上涨 39.8%之后，这个台阶是可以延续的盈利能力，还是价差恰好处在有利位置的一年。

26/3 期销售额下降 6.8%至 2437.64 亿日元，营业利润上涨 39.8%至 320.43 亿日元，同期集团销量下降 3.7%。利润来自卷材成本与钢管售价之间的价差，而价差由钢厂、同行和进口品共同决定，丸一自己定不了。27/3 期指引已上调到营业利润 417 亿日元，上调的重心在北美，日本分部的计划反而被下调。

下限和水平要分开看。下限扎实：自有资本比率 82.5%，几乎没有借款，20/3 期的低谷年营业利润仍有 147.12 亿日元。水平没有被证明：25/3 期营业利润从 348.11 亿日元降到 229.18 亿日元，说明价差收窄时利润下滑很快。2020 年收购神户制钢的不锈钢业务后，480 亿日元的下关投资还没有产出，所以耐久性目前只能记在资产负债表、品种宽度和全国工厂网络上，不能记在利润水平上。

11 月 9 日收盘价 1,552 日元，市净率约 0.99 倍（PBR），价格大致等于账面。评分 64.57、评级 B。资产负债表这一层的判断把握较高，盈利水平这一层的判断把握一般。

### 01.2｜论点成立要同时满足三个条件

论点成立的条件是：日本分部利润朝 225.93 亿日元的计划靠拢，北美把已经修复的利润守住，月线收盘守住 1,385–1,466 日元的旧上沿区。任何一条落空，都意味着市场为耐久性多付了钱。

反过来，价差回落到 25/3 期水平、同时价格失守该区间，论点失效。这些条件都有日期，也都是公开数据；下关项目的回报要到 2028–2029 财年才能检验，是其中最慢的一项。具体的触发条件见风险与催化剂一章。

## 02｜公司本质与商业模式

### 02.1｜丸一是把热轧卷加工成焊接钢管的集团，股东只持有一个上市主体

丸一鋼管株式会社（Maruichi Steel Tube Ltd.）在东证 Prime 上市，代码 5463，EDINET 代码 E01253，1947 年 12 月在大阪成立，源头是自行车零件制造。英文名取自证券报告。董事长兼 CEO 为 Hiroyuki Suzuki，社长兼 COO 为 Wataru Morita。

集团由上市母公司合并日本、北美、亚洲的制造子公司构成。销售子公司 Maruichi Kohan 经 2025 年 9 月 5 日董事会决议的简易股份交换成为全资。不锈钢业务由全资子公司 Maruichi Stainless Tube 承担，它的前身是神户制钢旗下的 Kobelco Steel Tube，也是下关不锈钢基地的运营主体。

唯一重要的合资公司是美国得州的 MST-X（BA 管工厂），资本约 7500 万美元：Maruichi Stainless Tube 持有 42.5%，母公司持有 37.5%，另有 20%归一家合作方。按持股比例，集团合计占 80%。这家合作方的名称在已取得的资料中没有披露，2026 年 3 月之后的股东名册也没有取得。

几个转折点解释了今天的结构：1960 年定名为丸一钢管，2020 年收购神户制钢的不锈钢业务，形成了第二条增长线；2025 年让销售子公司成为全资，并在 10 月实施一拆三。1960 年之前的历史只来自二手资料。

### 02.2｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数

丸一买进热轧卷，加工成焊接钢管和表面处理产品，卖给分散的建筑和工业买家。价格随行情调整，不靠长期合同锁定，所以利润取决于每吨能卖出多少价差，而不是吨数本身。

价差在上下游两端形成。钢厂按全球热轧卷行情给卷材定价，国内买家分散，成品调价要滞后数个季度才被接受。26/3 期内美国中西部热轧卷价格（CRU）从期初每吨 765 美元升到 1,000 美元以上，9 月回落到 900 美元以下，年末回到 1,000 美元左右；2026 年 6 月底为每短吨 1,114 美元。同一段时滞在 25/3 期把营业利润压到 229.18 亿日元，在 26/3 期又推到 320.43 亿日元。

销量数据与此对得上。26/3 期集团销量下降 3.7%，毛利上涨 28.7%；27/3 期一季度（4–6 月）母公司销量上涨 3.5%，集团销售额上涨 8.9%，两者方向相反。销售子公司成为全资后，对客户端的价格纪律有帮助。

同行是对这套模式的反证。26/3 期需求疲软时，国内同行降价，拖慢了成品价格的传导，也把一部分价差让给了买家，所以不能把这套模式读成定价权。各产品、各工厂的利润率，以及合同价与现货价的比例都没有披露，价差机制来自分部和毛利率变化的推断；2026 年国内卷材涨价已经传导了多少，目前无法确认。

股东持有的是每吨价格实现的权利。估值应按跨周期的价差资本化，而不是按当年的收入线。

### 02.3｜耐久的部分是网络、品种和资产负债表，利润水平靠外部价差

把当前变化剥开之后，剩下的基本面貌是一家无负债的加工企业：全国工厂网络把卷材加工成日本最宽的钢管品种，自有资本比率 82.5%，每一个观察到的低谷年份营业利润都为正。约 40%的资产放在低收益的现金和证券上，既拖低 ROE，也在不举债的前提下支撑扩产和回购。

它的优势是耐力和供货能力，利润水平则由钢厂、同行和进口品共同设定。2020 年的不锈钢收购和下关 480 亿日元投资，是在这个底座上加了一台由半导体周期驱动的引擎。后两者在新产能跑完一个完整周期之前，都还无法验证；这种水平的耐久性，在 2020 年之后的新结构下尚未经历完整周期的检验。

## 03｜产品、客户与供应链

### 03.1｜品种最宽，溢价和增长集中在不锈钢与 BA 管

丸一的产品线是日本独立钢管企业中最宽的。碳钢产品有结构用管、配管、电线管、灯杆和路标杆、特殊型材和表面处理钢板。另有无缝不锈钢管和 BA 管（半导体工厂使用的光亮退火管）。普通钢管赚的是价差，BA 管和无缝不锈钢管赚的是规格溢价。

产能正在更新。名古屋第 3 工厂的 6 英寸新一代焊管机组 2025 年 9 月投产。印度 KUMA 的 2 英寸机组 2025 年 4 月投产。菲律宾 MPST 的 2 英寸机组 2026 年 1 月投产，并准备第二工厂。墨西哥 Maruichimex 蒙特雷 2 号工厂在爬坡。另有下关的不锈钢基地。

向不锈钢和 BA 管倾斜，是把长期利润率抬高的可信路径；工艺技术是成本和供货上的优势，不构成定价壁垒。分产品的收入、BA 管在集团中的占比和研发投入，都没有披露或取得。

### 03.2｜需求以建筑为主且分散，国内销量只能按零增长假设

26/3 期母公司销量下降 1.6%至 641,428 吨，原因是中小型建筑和农业需求疲弱，数据中心和国土强韧化项目只抵消了一部分。27/3 期一季度销量回升 3.5%至 168,027 吨；上半年（4–9 月）上涨 1.7%至 325,040 吨，但核心的建筑结构用管下降 1.5%至 178,611 吨，增长来自表面处理和其他品种。

买方分散，对成品调价的接受有时滞，价差模式因此能够变现，这是推断；客户集中度和订单积压都没有披露。对国内业务，应按销量零增长来定价，只给价格、产品结构和海外因素以信用。

### 03.3｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

热轧卷来自国内外钢厂，是最关键的投入。27/3 期一季度，美国卷材短缺直接压低出货：Leavitt 销量下降 11.5%，MNT 下降 25.3%。国内方面，钢厂的涨价要求很强，能否传导到成品售价是 27/3 期利润的变数；公司预计下半年热轧卷还会上涨，美国 CRU 在 10 月第二周为每短吨 1,285 美元。一个季度传导失败对利润的伤害，大于一个季度销量疲软。供应商层面的采购量和合同条款均未披露。

与这条链相连的几家公司：日本制铁（日本製鉄，5401）是国内最大的钢厂集团，热轧卷定价决定丸一日本业务的成本基础。JFE 控股（ＪＦＥホールディングス，5411）同样供应国内卷材，其退休金信托通过 Custody Bank of Japan 再信托持有丸一 4.06%股份，所以它既是上游，也是股东名册上的旧交叉持股关系。

神户制钢（神戸製鋼所，5406）是 Maruichi Stainless Tube 的前母公司（2020 年转让），也是国内卷材供应商，解释了无缝不锈钢资产的质量和对半导体周期的暴露。

### 03.4｜BA 管跟着半导体设备投资周期，下关扩产会放大这种波动

26/3 期，半导体工厂建设推迟和库存调整压低了 BA 管销量，Maruichi Stainless Tube 营业利润下降 35.0%至 16.35 亿日元。27/3 期一季度销量上涨 62.1%至 425,814 只，利润约为上年同期的 4 倍，达 4.86 亿日元；上半年销量上涨 71.4%至 962,655 只，利润上涨 84%至 11.70 亿日元左右，全年营业利润预测由 29.5 亿日元上调到 35 亿日元。

从下降到上涨 71.4%，说明晶圆厂投资的节奏很不均匀。下关新增的不锈钢产能要到 2028–2029 财年才投产，美国 MST-X 又要先证明得州模式可行，所以这种暴露会在产能到位后被放大。BA 管在集团收入和利润中的占比没有披露。

## 04｜竞争格局与产业关系

### 04.1｜竞争来自两个方向：国内同行降价和亚洲进口

丸一是日本独立焊接碳钢管领域公认的领先者：公司资料称其国内份额居首，行业媒体称其为领导者，2021 年有 16 家日本工厂和 17 家海外工厂。但没有经审计的份额数字，也没有官方披露的市场总量，所以这一地位只能记为强但未量化。

可观察的体量是 26/3 期集团销量 1,164,720 吨：母公司 641,428 吨，美国四家结构管公司 238,286 吨，越南 SUNSCO 214,418 吨；三个分部销售额分别为 1441.39 亿、548.37 亿和 447.88 亿日元。

竞争压力在两条线上都存在。国内同行在 26/3 期需求疲软时降价，拉低了母公司单价，母公司利润仍增长。亚洲进口品压低价格上限，直到 2026 年的反倾销措施出台；SUNSCO 在反倾销压力下退出面向美

国的表面处理钢板出口，印度 KUMA 也面临价格竞争。对手价格和份额只能通过丸一自己的说明间接看到。

同行降价会拖慢成品价格的传导，把价差让给买家。所以利润上限由当年最不守纪律的国内对手决定，领先地位守住的是销量份额，不是价格。

### 04.2｜贸易措施一边抬高国内价格上限，一边可能推高卷材成本

2026 年，日本对中国（50.1%–55.3%）和韩国（29.2%–38.0%）的镀锌钢板作出临时反倾销税决定，并对韩国、中国和台湾的热轧、冷轧钢板启动调查。国内镀锌钢管的订单已经增加，公司正在谈判分阶段涨价。最终税率和热轧、冷轧板调查结果都未出，现在的数字是临时值。

同一类政策是两面的：它抬高国内价格天花板，也可能抬高丸一自己的卷材成本。美国关税压低了 26/3 期不锈钢出口，SUNSCO 在反倾销压力下退出对美表面处理钢板出口。地域分散和贸易政策暴露，在这家公司是同一件事。

### 04.3｜东京制铁和大阪制铁是观察国内价格平衡的两个参照

东京制铁（東京製鐵，5423）是日本最大的电炉钢厂，其卷材和板材定价与丸一处在同一条价值链上，也是反倾销讨论中的参照。电炉供应与进口品共同决定国内板材的供需平衡，而贸易措施正在把这个平衡向国内厂商一侧调整。对手的业绩没有取得。

大阪制铁（大阪製鐵，5449）是同在大阪的独立钢厂，受关西建筑需求和成本影响，在 2025–2026 年的同一轮行情中估值上修。它的相对表现提供了市场如何给价差耐久性定价的线索，但同业基本面没有展开分析。

## 05｜护城河判断

丸一的优势是品种宽度、全国供货网络和资产负债表的耐力。证据是经营层面的：每个观察到的低谷年份营业利润都为正（20/3 期 147.12 亿日元），自有资本比率长期在 80%以上，全国工厂网络支撑小批量、多品种的及时交货，规模更小的钢管厂难以复制。

反证同样清楚。26/3 期同行降价仍然拉低了母公司单价，说明领先地位没有转化成价格上的话语权。普通碳钢管的切换成本低，客户集中度和实际切换成本无法从公开资料量化，护城河的判断因此只能建立在耐力证据上。领先者的地位自述居多，没有审计过的份额数字。

股东得到的是跨周期的生存能力和整合机会，不是逐季提价的能力；利润水平仍由外部价差决定，所以竞争优势一项只给到中等偏下的分数。

## 06｜财务质量与现金流

### 06.1｜销量下降、利润大涨：26/3 期的利润台阶来自价差

26/3 期销售额下降 6.8%至 2437.64 亿日元，营业利润上涨 39.8%至 320.43 亿日元，营业利润率从 8.8%升到 13.1%。毛利从 519.87 亿日元增加到 669.32 亿日元，毛利率从 19.9%升到 27.5%。

原因有两条：成品价格追上了卷材成本，美国上一年的库存估值损失没有重演；费用控制只是次要贡献。毛利率每提高 1 个百分点，对应营业利润 24 亿日元左右。

价格、产品结构和不再发生的库存损失各占多少，公司只披露了一部分。股东买到的是价差的持续性，这一点要等后续财报才能验证。

### 06.2｜净利润下降 1.3%，只是因为上一年的证券出售收益太大

26/3 期净利润下降 1.3%至 266.76 亿日元，与营业利润上涨 39.8%方向相反。税前利润为 394.27 亿日元，上年为 404.57 亿日元。差别来自特别利益：25/3 期出售投资证券的收益为 178.37 亿日元，26/3 期为 58.53 亿日元；25/3 期还有 38.50 亿日元股票报酬作为特别损失。

证券出售收益连续两年作为特别利益入账，员工持股信托的股份计入库存股口径，这些都已披露，也没有看到审计保留意见或财报重述；这只是呈现方式上的观察，没有做过专项核查。看盈利，应以营业利润和现金流为准，这两条线不需要调整。

### 06.3｜经营现金流为净利润的 0.77 倍，主要被 216.05 亿日元税款占用

26/3 期经营现金流 204.10 亿日元，是净利润的 0.77 倍。原因是同期缴税 216.05 亿日元，其中包括对上年证券出售收益的税款。五年平均的经营现金流/净利润为 1.55 倍，所以这一年的低值是税款时点，不是利润兑现不了。

营运资金由内部资金承担：应收款项合计 550 亿日元左右，存货 450 亿日元左右（成品 233 亿日元，原材料 217 亿日元），流动负债只有 480.89 亿日元。应收和存货的明细是取整数据。分部资产没有披露，所以分部层面的资本周转算不出来。

自由现金流只有 49 亿日元左右：资本开支 154.69 亿日元，折旧 79.17 亿日元，在建工程 175.48 亿日元。资本开支是折旧的两倍，主要在下关不锈钢基地。低自由现金流是投资和缴税的结果，不是盈利外流，但回报要等新产能投产后才能检验。

### 06.4｜净现金 840 亿日元左右，利润下滑只会影响估值，不影响偿债

2026 年 3 月末，总资产 4223.74 亿日元，净资产 3619.36 亿日元，自有资本比率 82.5%。现金及存款 918.59 亿日元，有价证券和投资证券合计 777.98 亿日元，而借款只有 43.86 亿日元（短期 35.99 亿，长期 7.87 亿）。按财报估算，净现金在 840 亿日元左右，占当前市值的 24%。

2026 年 9 月末，自有资本比率 80.6%，现金及存款 956.68 亿日元，借款 45.29 亿日元。库存股占已发行股份的 12.24%（26/3 期回购 153.10 亿日元），到 9 月末升至 12.7%，上半年又回购了 23.95 亿日元。

净现金是估算值，持有证券的市场价值没有披露。即便如此，这个资产负债表让盈利波动成为估值问题，而不是偿债问题。

### 06.5｜ROE 7.7%被约四成闲置的金融资产拖低

26/3 期集团 ROE 为 7.7%，经常利润对总资产的回报率为 8.1%，两项都是公司披露的口径。ROIC 在 7.5%–8.0%，这是第三方按财报做的机械估算，公司自己只披露 ROE 和总资产回报率。

现金和证券合计 1700 亿日元左右，占总资产约四成，收益很低，所以制造环节本身的回报高于集团 ROE。同一笔资金又是不借钱扩产和回购的来源。要让 ROE 持续高于 10%，需要价差持续，或者更快释放这部分资产，两者目前都还没有证据。

### 06.6｜利润周期的幅度约为 2.5 倍，周期由价差而不是销量驱动

营业利润在 20/3 期为 147.12 亿日元，21/3 期 183.32 亿，22/3 期 362.76 亿，23/3 期 300.19 亿，24/3 期 348.11 亿，25/3 期 229.18 亿（下降 34%），26/3 期 320.43 亿。低谷到高点的幅度约为 2.5 倍。销售额的高点出现得更早，23/3 期为 2734.16 亿日元，说明周期的载体是价格和价差。

目前没有正式的周期模型，位置只能从利润路径和 CRU 报价读出。这个幅度是长期存在的，应对办法是控制仓位，而不是预测周期；资产负债表让等待变得可承受。

### 06.7｜北美从亏损转为盈利，是增长最快也最依赖卷材价差的利润来源

26/3 期北美分部利润为 54.58 亿日元，上年亏损 15.11 亿日元，因为价差恢复正常。27/3 期一季度，北美营业利润翻倍至 20.37 亿日元，四家美国结构管公司全部盈利（合计 18.60 亿日元，约为上年同期的 2.5 倍），尽管卷材短缺让 Leavitt 和 MNT 的销量分别下降 11.5%和 25.3%。

上半年北美分部利润 55.45 亿日元，上涨 65.0%，为计划的 119.7%，需求来自数据中心和边境围栏项目，当地钢厂接近满负荷，CRU 在 10 月第二周为每短吨 1,285 美元。四家公司上半年销量不一：MOST 上涨 29.4%，MAC 上涨 9.1%，Leavitt 下降 0.2%，MNT 下降 5.2%。

全年计划从 81.73 亿日元上调到 139.45 亿日元，占计划分部利润的 34%，26/3 期只有 17%，隐含下半年利润 84 亿日元。四家公司合计的全年营业利润预计比上年增加 77.5 亿日元。

限制因素是卷材供应，不是需求。这个最快增长的利润来源，同时也是对 CRU 最敏感的部分；美国卷材短缺会持续多久、关税是否变化，都还不确定。

### 06.8｜亚洲是海外销量增长的变数，但只贡献一成多的利润

26/3 期亚洲分部利润 41.64 亿日元（下降 6.5%），销售额下降 18.3%。越南 SUNSCO 销量下降 20.2%，因为在反倾销压力下放弃了面向美国的表面处理钢板出口，转向钢管。越南河内工厂上涨 5.5%（电动两轮车需求），菲律宾 MPST 上涨 19.8%，印度 KUMA 上涨 14.5%，墨西哥 Maruichimex 下降 5.1%。

27/3 期上半年亚洲分部利润 20.46 亿日元，上涨 12.4%，全年计划由 42.74 亿日元上调到 46.18 亿日元。亚洲占分部利润的 13%左右。SUNSCO 转向钢管的结果尚未验证。

### 06.9｜指引上调靠北美，日本被下调，汇率只是计划内的缓冲

一季度利润已超过上半年计划的一半（营业利润进度 51.3%，经常利润 55.5%），但公司没有上调指引，理由是国内卷材涨价要求强烈、传导是关键任务。11 月 9 日的中期财报则全面超过计划：上半年营业利润 196.01 亿日元，达到计划的 108.3%；全年指引上调为销售额 2930 亿日元、营业利润 417 亿日元（上涨 30.1%）、经常利润 429 亿日元、净利润 283 亿日元（上涨 6.1%），每股收益 129.18 日元。

日本分部的计划从 241.88 亿日元下调到 225.93 亿日元，母公司上半年营业利润 88.11 亿日元（上涨 1.1%），销量上涨 1.7%，公司指引母公司全年利润下降。一季度之后的单季推算：二季度（7–9 月）营业利润 103.11 亿日元，利润率 14.6%。上半年毛利率 22.2%，上年同期 21.1%。

隐含的下半年营业利润是 220.99 亿日元（上半年 196.01 亿），隐含净利润 151 亿日元（上半年 132 亿）。下半年能否兑现还没有检验。集团层面，管理层此前的谨慎事后看偏保守；上行来自美国价差，国内核心业务被指引为偏弱。

汇率是计划内的缓冲：一季度折算汇率 156.86 日元/美元，上半年 158.18 日元（上年同期 148.60 日元），高于计划假设的 150 日元。公司认为霍尔木兹局势没有对生产造成重大影响。每 1 日元汇率和每 100 美元 CRU 对利润的影响没有披露，这里也没有估算。

## 07｜股东、董事与治理

### 07.1｜治理紧凑，持股有锚，没有重大冲突

治理结构紧凑，以内部人为主：四位内部董事 26/3 期报酬合计 2.15 亿日元，包含奖金、限制性股票和业绩股票；八位外部董事和监察人合计 0.83 亿日元。董事长兼 CEO 与社长兼 COO 分设，员工持股信托持有 496,577 股。

股权分散但有锚点（以下比例不含库存股）。Master Trust Bank 持有 11.93%，信托银行合计 19.6%。

吉村控股（Yoshimura Holdings）6.36%。三井住友银行 4.76%，三菱日联银行 4.47%，两家主要银行合计 9.23%。

JFE 钢铁退休金信托 4.06%。Silchester International Investors（经 Northern Trust）2.70%。

员工持股会 2.28%。库存股占已发行股份 12.24%。

JFE 的退休金信托是旧交叉持股，它的松动是资本效率故事的一部分。Silchester 是重视价值的海外股东，它的存在支持资本纪律，但不保证纪律延续；其 2026 年 3 月之后的持股没有取得。接班安排和公司治理守则的执行细节没有取得，2026 年 3 月之后的大量持股报告也没有。

稳定持股加上价值型海外股东，目前为止支撑了资本纪律。库存股是否注销没有说明，这是每股计算上的变数。

### 07.2｜第 7 次中期计划的目标在价差有利的年份达成，抬高了第 8 次计划的起点

27/3 期是第 7 次中期经营计划的最终年度，最终年度目标是营业利润 400 亿日元、ROE 8%。按上调后的指引，营业利润 417 亿日元、ROE 8.04%，预计达成或超出；分红预测提高到 58 日元，派息率 44.9%，对应计划 45%的目标。

这说明管理层兑现了承诺，但目标是在价差有利的年份达成的，门槛并不高。第 8 次计划的利润、ROE 和资本政策目标尚未公布，公司对价差之外的资本效率也没有明确目标。

## 08｜资本政策

### 08.1｜回购加分红几乎等于净利润，每股收益靠回购抬升

丸一的资金完全来自内部：经营现金流和证券出售收入，没有发行新股。26/3 期回购 153.10 亿日元，分红 109.58 亿日元，合计 262.68 亿日元，相当于净利润 266.76 亿日元的 98%；此前两年的总回报率分别为 89%（24/3 期）和 95%（25/3 期）。26/3 期分红折合拆股前每股 134.50 日元。

回购让平均股数从 239,739,482 股降到 226,088,045 股，下降 5.7%，所以净利润持平时每股收益也被抬高（26/3 期 117.99 日元）。证券出售是这条链上的平衡项：26/3 期出售投资证券收入 151.42 亿日元，与回购金额相当，回购与交叉持股的逐步减持因此联在一起。

27/3 期分红预测 58 日元（已宣告中期分红 29 日元），派息率 44.9%，与第 7 次计划 45%的目标一致，合计 127 亿日元左右，另有 100 亿日元回购，总回报率 80%，低于上年。本轮回购截至 10 月 31 日累计 2,454,200 股、42.33 亿日元，上半年回购 23.95 亿日元。

没有查到成文的派息或净资产分红率方针，库存股是否注销也没有说明。每股价值目前在赢得资本配置的竞争，回购一旦中断，就是早期的预警信号。

### 08.2｜下关约 480 亿日元投资用自有现金流支付，是用今天的自由现金流买未来的利润期权

增长线是不锈钢。下关（Maruichi Stainless Park）有两个项目：母公司的焊接不锈钢管工厂投资 220 亿日元左右，月产能约 1,500 吨，计划在 2028 财年下半年投产；Maruichi Stainless Tube 的大型压力机工厂投资约 260 亿日元，月产能约 2,000 吨，计划在 2029 财年上半年投产，合计月产能 3,500 吨。这里沿用公司披露的财年表述。

资金来自净现金和经营现金流，不进入债务市场。代价是自由现金流：26/3 期资本开支 154.69 亿日元，折旧 79.17 亿日元，在建工程 175.48 亿日元。今天被压低的自由现金流，是为 2028–2029 财年的利润期权付的价格；项目回报率、分期和资金安排都没有披露，投产前无法检验。

美国 MST-X 仍亏损：一季度亏损 1.40 亿日元，上半年亏损收窄到 1.80 亿日元；公司指引下半年小幅盈利（1.30 亿日元左右），但已承认全年盈利不太可能。

### 08.3｜投资证券和土地是真实但没有定价的资产，出售节奏由管理层决定

投资证券账面 638.59 亿日元，工厂土地按历史成本 432.22 亿日元。25/3 期和 26/3 期出售政策持股的收益分别为 178.37 亿和 58.53 亿日元，说明剩余持股里有隐含增值，出售收入也成为回购的资金来源之一。

但没有剩余持股的市价明细，出售的税负也没有评估。每次出售都把低收益的交叉持股换成每股价值，节奏由管理层决定。剩余持股以什么速度出售、收入多少用于回购、多少用于不锈钢扩产，会决定净利润里的收益支撑和回购能力，详见后文的跟踪问题。

## 09｜估值与安全边际

### 09.1｜现价大致等于账面，市场几乎没有为价差持续和不锈钢期权付费

11 月 9 日收盘价 1,552 日元，总市值 3436 亿日元。按已公布盈利计算，市盈率约 14.3 倍（PE，每股收益 117.92 日元）。按 2026 年 3 月末每股净资产 1,575.04 日元计算，市净率约 0.99 倍（PBR）。按 58 日元的分红预测，股息率为 3.74%。分析师平均目标价 1,933 日元，比收盘价高 25%。

这些倍数的口径并不一致：市盈率用的是滚动盈利，市净率用的是 3 月末账面；目标价是单一数据来源的平均值，分歧大小未知。

粗算一下：总市值扣除 840 亿日元净现金，市场给经营业务的定价在 2,600 亿日元左右，不到中周期营业利润 300 亿日元的 9 倍（未扣税，也没有计入证券变现的税负）。按这个价格买入，对不锈钢扩产和价差持续几乎没有付费。

### 09.2｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它

营业利润是最干净的口径，不含证券出售收益。26/3 期经常利润 342.48 亿日元，只比营业利润多出 22 亿日元左右的营业外收益（主要是股息和利息）。剔除证券出售收益后，税前利润从 25/3 期的 226 亿日元左右升到 26/3 期的 336 亿日元左右。27/3 期净利润指引当初的下降 3.7%，是证券收益缩小带来的基数效应，不是经营恶化；上调后净利润指引为 283 亿日元，上涨 6.1%。

中周期营业利润的锚点取 300 亿日元上下，这是判断，不是披露值；22/3 期到 26/3 期各年在 229 亿到 363 亿日元之间波动，不锈钢占比提高后锚点可以上移。营业利润里的库存估值影响无法剥离。当年指引 417 亿日元（原指引 369 亿日元）高于这个锚点。

按指引盈利的 14 倍资本化，会把周期重复计算一遍；按中周期盈利计算，当前价格是合理而不是便宜。销量与利润反复背离，也意味着估值应跟着价差的耐久性走，销量数据不是好的向导。27/3 期下半年北美隐含利润能否兑现，是把指引当作水平还是高点的关键，详见后文跟踪问题。

### 09.3｜下行保护在资产层，不在盈利层

净现金占市值 24%，在资产层给下行设了底；盈利层仍然是周期性的。24/3 期到 25/3 期，营业利润从 348.11 亿日元降到 229.18 亿日元；20/3 期低谷年也只有 147.12 亿日元，仍为正，自有资本比率保持在 80%以上。

差的年份损失的是分红增长和估值倍数，不是公司本身。比 20/3 期更深的需求加价差叠加冲击，不在已观察的样本里。投资证券（账面 638.59 亿日元）和土地（432.22 亿日元）提供了额外的资产价值，但变现能力和税负没有评估，不应当作可立即兑现的下限。

### 09.4｜7 月以来 22%的回落，是市场在重新评估耐久性

2025–2026 年的重新定价把股价从 0.81 倍净资产推到 1.26 倍，7 月见到历史高点 1,987 日元。此后回落 21.9%至 1,552 日元，最近 5 个交易日下跌 9.79%，1 个月下跌 5.39%；6 个月仍上涨 3.29%，年初至今上涨 6.96%，1 年上涨 18.34%；52 周区间为 1,281–1,987 日元。

这轮回落一直走到中期财报公布前，财报在 11 月 9 日收盘后发布。公布后的价格反应在截止时点尚未观察到；持仓、融券和盈利预测分歧也没有取得。

市场在耐久性和周期之间还没有定论。现在买入，等于以账面价格买下资产，并以低于 7 月的价格重新回答耐久性这个问题。

# 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｜六年箱体上方是一段几乎没有停留历史的价格区

月线数据覆盖 2001 年 1 月至 2026 年 10 月共 310 根，为拆股调整后的序列；10 月这根截至 10 月 27 日，尚未完整收盘，只作参考，本章的判断另以 11 月 9 日的日线收盘补充。

2003 年 8 月出现历史最低 394 日元。2005–2007 年涨到 1,330 日元一带，2008 年危机低点在 557 日元附近，2013–2018 年抬高到 1,350 日元左右，随后进入 2019–2024 年长达六年的箱体：月收盘在 693–1,466 日元，成交集中在 1,000–1,200 日元。

年末收盘依次为：2019 年 1,027 日元，2020 年 761，2021 年 849，2022 年 901，2023 年 1,223，2024 年 1,166，2025 年 1,451。

2024 年 11 月（1,081 日元）到 2026 年 6 月（1,876 日元）是一段上涨，幅度 73.6%，历时 19 个月；2026 年 7 月创出 1,987 日元的历史新高。1,500 日元以上的价格带几乎没有停留历史：310 个月收盘里，52%落在 500–1,000 日元，34%落在 1,000–1,500 日元，达到或高于 1,500 日元的只有 8 个，全部在 2026 年。2026 年 5–7 月高位的月成交量为 1,500 万–1,650 万股。

## 10.2｜回踩来得和上涨一样快，月线与日线给出了不同信号

11 月 9 日收盘 1,552 日元，比 7 月高点低 21.9%，在全部价格区间中位于 72.7%的位置（10 月数据截至 27 日时为 83.6%）。11 月 6 日下跌 5.73%，成交 838,700 股；9 日上涨 1.97%。五个交易日合计下跌 9.79%。

日线上，价格已经跌破 10 月时 12 个月均线的参考位（1,630 日元）。月线上，24 个月均线（1,405 日元）和 60 个月均线（1,208 日元）都在价格下方，价格仍在其上。

月线定长周期状态，日线只是放大镜，所以月线上升趋势仍然完好，但这根月线尚未收完，要靠后续月末收盘确认。回落速度与上涨速度相当，量价上更接近放量回落的第一段，不像缓慢磨下。下面把本章用的名称定义清楚：2019–2024 年箱体的上沿 1,385–1,466 日元，称为“旧上沿区”。

### 10.3｜旧上沿区能否由压力位变成支撑位，决定这轮上涨有没有站稳

第一道支撑位在旧上沿区，由 2024–2025 年的高点和 2026 年 3 月的低点 1,385 日元构成；24 个月均线 1,405 日元落在同一区间。再往下，箱体顶部 1,200 日元一带和 52 周低点 1,281 日元附近，界定了失败的位置。

历史上有两次冲到 1,330–1,350 日元的失败脉冲（2007 年和 2013–2018 年），都演变成多年下跌，但它们都是在当前区间下方失败的。1,500 日元以上还没有失败记录，这次回踩无论结果如何，都在写下新的价格记忆。

修复速度上，此前的失败多年才修复，这一次上涨用 19 个月就收复了整个箱体。上涨快、回落同样快，事件反应在两个方向都很快，还看不到成熟顶部那种缓慢衰减。恢复半衰期没有做正式统计。2008–2018 年几轮下跌中，均线之间围出的面积逐步收窄，说明当时的下跌动能在衰减；但当前没有多段下跌序列可以比较，回踩之后的回复力还没有证据。MACD 位置已转向上，是唯一同向的辅助指标，其余没有确认，RSET 也没有计算。

月线上升、日线破位，这个矛盾无法靠增加指标解决，只能由后续月末收盘来回答。确认条件：月线收盘守住旧上沿区；随后月线收回 1,630 日元上方；11 月 6 日的放量回归常态。推翻条件：月线收盘跌破 1,385 日元；连续月收盘落在上行的 24 个月均线下方，则更像 2007 年和 2013 年的失败脉冲；跌破 52 周低点 1,281 日元，等于重新回到箱体。技术判断把握一般。

### 10.4｜价格先于业绩，业绩公布后的价格反应尚未出现

价格结构的变化早于后来公开确认的业绩变化。2025–2026 年，市净率从约 0.81 倍升到 1.26 倍，2026 年 7 月见到高点，当时公司上调指引的动作还没有发生。回踩之后，业绩开始接受检验：11 月 9 日收盘后公布的中期财报显示，上半年营业利润 196.01 亿日元，上涨 27.1%，达到计划的 108.3%，同时上调了全年指引和分红。

公布之前的价格行为是：6 日下跌 5.73%，成交 838,700 股，9 日上涨 1.97%收于 1,552 日元，这两个交易日都在公布之前，前者说明持仓在公布前被减少。公布后的价格反应在截止时点尚未观察到，所以业绩超预期能不能换来更高的价格站稳，现在回答不了。

下半年国内涨价传导和月末收盘，会在同一批日期给出基本面和价格两份证据。两份证据相互独立：业绩好不能代替价格站稳，上文的价格状态也没有因为业绩而改写。

## 11｜风险与催化剂

### 11.1｜接下来有一串可以逐项验证的日期

催化剂是分散的、有日期的，每一项只检验耐久性问题的一条腿。11 月 9 日的中期财报已经发布，并上调了指引和分红；下半年 BA 管销量能否继续增长，检验半导体周期；国内分阶段涨价的几轮谈判，检验价差传导；MST-X 能否转向盈利，检验 BA 模式能否复制到美国；下关新工厂在 2028 财年下半年和 2029 财年上半年投产，检验不锈钢投资的回报；第 8 次中期经营计划，会显示资本效率是否成为明确目标，披露日期尚未公开。

这些节点给了重新判断的机会，不是押在一个二元事件上。

### 11.2｜什么会推翻这个判断

这个判断的前提是：日本分部利润朝 225.93 亿日元的计划靠拢，北美保住修复，月线收盘守住 1,385–1,466 日元的旧上沿区。

它在下面这种情况下失效：价差回落到 25/3 期的水平（营业利润 229.18 亿日元，对比今年指引 417 亿日元），同时月线收盘失守旧上沿区。哪一条先发生都算数：基本面先走弱，或价格结构先走坏。可观察的触发条件包括北美下半年利润明显低于 84 亿日元、国内涨价传导推迟一个季度以上，以及月线收盘跌破 1,385 日元。

这些条件都是有日期的公开数据。下关项目的回报检验最慢，要到 2028–2029 财年。

### 11.3｜最容易出问题的是美国价差、BA 周期和贸易政策

美国价差的风险在于集中度：北美占 27/3 期计划分部利润的 34%，而卷材短缺和关税设置都可能改变。BA 管的风险在于时点：2028–2029 财年的新产能会在半导体周期的某个位置到来，而美国 MST-X 要先证明得州模式。

贸易政策的风险是两面的：最终反倾销税率没有出，热轧、冷轧板调查如果提高丸一自己的卷材成本，会抵消国内涨价的好处；美国关税已经压低了 26/3 期的不锈钢出口。这几条风险彼此独立，不应被当成同一条风险重复计算。

## 12｜反常识发现

过去十八个月里，销量与利润的方向至少背离了三次。26/3 期集团销量下降 3.7%，毛利上涨 28.7%。27/3 期一季度（4–6 月）美国卷材短缺压低了两家工厂的销量，北美营业利润仍然翻倍。上半年（4–9 月）集团销量只上涨 3.3%（596,863 吨），销售额上涨 12.7%，营业利润上涨 27.1%，北美分部利润上涨 65.0%至 55.45 亿日元。

三次背离指向同一个解释：利润取决于卷材成本与成品价格的价差，而不是吨数。对股东来说，销量数据是很差的向导，价差的耐久性才是估值的依据；以吨数为基础的增长预期，会同时高估国内业务、低估价差波动。

这个规律的样本只覆盖价差上行的一段，没有经历过价差下行时的验证。

## 13｜下一次值得跟踪什么

### 13.1｜下面八个问题都要等后续披露或价格数据，目前没有可行的公开渠道提前回答

这八个问题的答案都取决于截止日之后才会出现的披露或价格，现在没有合理的公开途径提前取得。它们共同决定一件事：27/3 期的盈利是一个水平，还是一个高点。

### 13.2｜下半年能否守住隐含的 220.99 亿日元营业利润，尤其是北美的 84 亿日元？

这个问题决定 417 亿日元指引是水平还是高点。上半年营业利润 196.01 亿日元，指引隐含下半年营业利润 220.99 亿日元，隐含净利润 151 亿日元（上半年 132 亿日元），而且不能指望新的证券出售收益。北美隐含的下半年利润在 84 亿日元左右。

如果 CRU 回落，或美国卷材短缺在现行关税下持续，这些数字都有落空的可能。北美现在占计划分部利润的 34%，所以 417 亿日元是否仍是合适的中心情形，还是应该拿原来 369 亿日元的计划做压力测试。下半年和全年的财报以及 CRU 走势会回答；关税设置也可能变化。

### 13.3｜2026 年国内卷材涨价有多少已经传导到成品售价？

传导速度是日本业务最主要的利润杠杆。目前不知道传导了多少，各轮调价的结果公司没有披露。如果传导推迟一个季度，日本分部的计划（原为 241.88 亿日元，现已下调到 225.93 亿日元）还有进一步下调的可能。下一次财报中日本分部利润与母公司销售单价的变化，是最直接的证据。

### 13.4｜MST-X 何时盈利，BA 管销量能否超过每月 3,000 只，并扩展到非半导体领域？

这个问题检验 BA 模式能否在下关扩产放大暴露之前，先在美国证明自己。MST-X 目前每月出货不到 3,000 只，管理层已承认 27/3 期全年盈利不太可能，下半年只预计小幅盈利（1.30 亿日元左右）。非半导体（H&I）市场开发进度决定增长能否继续，合作方的身份也未披露。后续季度财报中的 MST-X 利润和销量会回答。

### 13.5｜下关约 480 亿日元如何分期和筹资，什么样的回报率能支撑新增每月 3,500 吨的不锈钢产能？

这个问题决定不锈钢期权是创造还是稀释 ROIC。项目回报没有披露，新产能又要进入由半导体驱动的需求周期。要回答，需要公司披露分期、资金安排和投产后的实际利润，最早在 2028–2029 财年。

### 13.6｜第 8 次中期经营计划（从 28/3 期起）会设定什么利润、ROE 和资本政策目标？

这会显示资本效率是否成为明确的目标。第 7 次计划的最终年度目标（营业利润 400 亿日元、ROE 8%、派息率 45%）预计达成或超出，所以起点已经被抬高。公布日期尚未公开；计划发布时的目标数字是直接证据。

### 13.7｜反倾销最终税率是多少，热轧、冷轧板调查会对自家卷材成本意味着什么？

这是一个两面的问题：最终税率决定国内价格支撑，调查结果则可能抬高丸一自己的卷材成本。目前对中国、韩国镀锌钢板的税率只是临时值，对热轧、冷轧板的调查尚未有结果。政府的最终裁定会回答。

### 13.8｜剩余政策持股（账面 638.59 亿日元）以什么速度出售，收入用于回购还是不锈钢扩产？

这决定净利润中的收益支撑和回购能力。目前没有出售计划，也没有剩余持股的市价明细。后续年度特别利益里的证券出售收益、回购金额和资本开支之间的关系，是最直接的证据。

### 13.9｜未来两个季度的月线收盘，能否守住 1,385–1,466 日元的旧上沿区？

月线收盘守住这个区间，会降低对基本面耐久性的疑虑；守不住则重新打开箱体。这个问题只涉及未来的价格行为，只能由截止日之后的月末收盘回答，也不改变上文对价格状态的描述。

## 14｜Kabugami 评分卡

### 14.1｜总分 64.57、评级 B：资产层很强，盈利水平和价格确认都没有定论

Kabugami 评分（V3.2）为 64.57，评级 B。表现最强的是财务韧性，最弱的是竞争优势与价格确认：净现金和高额股东回报给出资产层下限，但 27/3 期 417 亿日元的营业利润指引高于我们认为较稳妥的中周期水平，北美占计划利润的 34%，而业绩公布后的价格反应尚未发生，评分没有纳入这一项。

行动建议：持有观察，不追高；新增资金宜小仓位、分批，并以月线收盘能否守住 1,385–1,466 日元区间作为加仓前提。已有持仓可继续持有。需要继续核对三件事：下半年北美 84 亿日元左右的隐含利润能否兑现、国内涨价能否传导到成品价格、月线收盘能否守住区间。若价差回落到 25/3 期水平，同时价格失守该区间，应重新评估。

### 14.2｜八个模块的得分与理由

财务韧性与下行防御：11.44/13。自有资本比率 82.5%，借款 43.86 亿日元，净现金 840 亿日元左右，利润再波动也不会演变成偿债问题；防御在资产层而不是盈利层，26/3 期自由现金流只有 49 亿日元左右。持有证券的市值没有披露，不改变这个结论。

竞争优势与结构耐久性：7.70/14。优势是品种宽度、全国供货和耐力，不是定价权；26/3 期同行降价仍拉低了母公司单价，客户集中度和切换成本无法量化。

盈利质量、现金转化与资本效率：10.54/17。营业利润上涨 39.8%、毛利率从 19.9%升到 27.5%，营业利润口径干净；经营现金流 0.77 倍净利润是缴税所致，五年平均 1.55 倍；ROE 7.7%被闲置金融资产拖低。价格、结构与库存损失的拆分不明，北美下半年利润能否兑现，所以没有进入更高档位。

商业结构、产品、客户与关键依赖：6.60/11。品种最宽，但国内销量只能按零增长假设；客户集中度、产品利润、BA 管占比和卷材合同条款都没有披露，北美依赖美国卷材价差。

估值与安全边际：9.30/15。收盘价 1,552 日元，市净率约 0.99 倍，市盈率约 14.3 倍，预计股息率 3.74%，净现金占市值 24%。14.3 倍落在周期高位的利润上，中周期盈利是判断而不是披露值，证券变现税负未评估，目标价来自单一来源，所以安全边际只评为中上。

资本配置与股东回报：7.50/10。回购加分红相当于净利润的 98%，平均股数下降 5.7%；没有成文的派息方针，库存股是否注销没有说明，剩余证券出售节奏和第 8 次计划目标未知。

治理、所有权与管理层：4.34/7。治理紧凑保守，持股稳定，第 7 次计划目标预计达成，但目标在有利年份达成，接班计划和治理守则细节没有取得。

Kabugami 技术结构：7.15/13。11 月回踩进入旧上沿区，月线趋势未破而日线已破位，1,500 日元以上缺少停留历史；业绩公布后的价格反应和之后的月线收盘尚未发生，技术一项因此没有进入较高档位。

### 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 | 11.44 | 2026 年 3 月期末自有 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | | 资本比率 82.5%，现金及存款 918.59 亿日元，借款仅 43.86 亿日元，净现金约 840 亿日元（按财报估算），约占当前市值的 24%。2026 年 9 月末自有资本比率仍有 80.6%。这是公司最扎实、最可验证的一项：盈利再怎么波动，也不会演变成偿债或融资问题。 |
| 竞争优势与结构耐久性 | 14 | 7.7 | 护城河是品种宽度、全国供货网络和资产负债表的耐力，而不是定价权。公司是日本独立焊接碳钢管的领先者（市占靠自述与行业报道，没有经审计的份额数字），但 2026 年 3 月期同行降价仍拉低了母公司单价；普通钢管切换成本低。 |
| 盈利质量、现金转化与资本效率 | 17 | 10.54 | 2026 年 3 月期销售额下降 6.8%至 2437.64 亿日元，营业利润反而增长 39.8%至 320.43 亿日元，营业利润率从 8.8%升到 13.1%，毛利率从 19.9%升到 27.5%。营业利润是干净的口径；净利润下降 1.3%只是因为上一年有 178.37 亿日元证券出售收益。营业现金流 204.10 亿日元，只有净利润的 0.77 倍，主要因为缴了 216.05 亿日元税款，五年平均是 1.55 倍。ROE 为 7.7%，被约 40%资产放在低收益的现金和证券上拖低。 |
| 商业结构、产品、客户与关键依赖 | 11 | 6.6 | 产品线是日本独立钢管企业中最宽的：结构用管、配管、电线管、钢管杆等碳钢产品，加上无缝不锈钢管和半导体用 BA 管。需求以建筑为主且高度分散，卷材是最关键的投入。2026 年 3 月期母公司销量下降 1.6%，2027 年 3 月 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | | 期第一季度回升 3.5%，但核心的建筑结构用管仍在下降。 |
| 估值与安全边际 | 15 | 9.3 | 2026 年 11 月 9 日收盘价 1,552 日元，市值约 3436 亿日元，市盈率（按已公布盈利）约 14.3 倍，市净率约 0.99 倍（按 2026 年 3 月末每股净资产 1,575.04 日元），预计股息率约 3.74%（预计分红 58 日元），分析师平均目标价 1,933 日元。净现金约占市值 24%。市价大约在账面价值，对不锈钢扩产和价差持续几乎没有定价。 |
| 资本配置与股东回报 | 10 | 7.5 | 融资完全来自内部，没有发行新股。2026 年 3 月期回购 153.10 亿日元加分红 109.58 亿日元，合计约占净利润的 98%，之前两年的总回报率约为 89%和 95%。平均股数下降 5.7%，因此净利润持平也推高了每股收益。2027 年 3 月期预计分红 58 日元（派息率 44.9%），回购约 100 亿日元。 |
| 治理、所有权与管理层 | 7 | 4.34 | 治理紧凑、内部人主导：内部董事四人（总报酬 2.15 亿日元，含股票报酬），外部董事和监察人合计八人，会长兼 CEO 与社长兼 COO 分设，员工持股信托持有 496,577 股。股权分散但有锚：信托银行合计约 19.6%，吉村控股 6.36%，主要银行合计 9.23%，JFE 钢铁退休金信托 4.06%，Silchester 2.70%。 |
| Kabugami 技术结构 | 13 | 7.15 | 2026 年 10 月月线收盘 1,726 日元，仍在两年、五年月均线之上；但 11 月 9 日日线收盘 1,552 日元已跌破短期均线参考位，比 7 月高 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | | 点 1,987 日元低约 22%。1,500 日元以上历史上几乎没有成交，这次回落进入原有的 1,385 至 1,466 日元上沿区间，是对再评级是否站得住的第一次真正检验。技术把握一般。 |

总分： 64.57 / 100

评级： B

操作建议： 持有观察，不追高；新增资金宜小仓位、分批，并以月线收盘能否守住 1,385 至 1,466 日元区间作为加仓前提。已有持仓可继续持有：净现金和约 98%的股东回报给出资产层下限，但 2027 年 3 月期 417 亿日元的营业利润指引高于我们认为较稳妥的中周期水平，且北美占计划利润约 34%。需要继续核对三件事：下半年北美约 84 亿日元的隐含利润能否兑现、国内涨价能否传导到成品价格、月线收盘是否守住区间。若价差回落到 2025 年 3 月期水平同时价格失守该区间，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｜数据截至 2026 年 11 月 9 日，价格口径略有差别

本报告的评审日为 2026 年 11 月 9 日。股价和市场数据截至当日收盘；月线序列来自 Yahoo Finance 的行情镜像，接受到 2026 年 10 月 27 日，10 月这根月线当时尚未完整收盘。11 月 9 日公布的中期财报在收盘后发布，公布后的价格反应在本报告截止时点尚未发生，也没有纳入评分。

### 15.2｜主要来源来自公司披露和公开数据

公司披露方面，用到以下材料。2026 年 5 月 13 日的 26/3 期财报（业绩快报）及其说明材料。2026 年 8 月 7 日的 27/3 期一季度说明材料。2025 年 9 月 5 日关于 Maruichi Kohan 成为全资的披露。2026 年 11 月 9 日的中期财报和说明材料。以上均经东京证券交易所 TDnet 公布。另有公司官网和英文 IR 材料。公司英文名 Maruichi Steel Tube Ltd. 取自其证券报告。

登记与股东信息来自经济产业省 G-Biz Info（基于 EDINET）。市场数据来自 StockAnalysis.com、Finnhub、Jiji Press Equity 和 Yahoo Finance 行情镜像。

十年财务摘要来自 the-shashi.com，ROIC 和净现金估算来自 JINGI 的财报机械分析（第三方估算，不是公司披露口径）。行业媒体 Stainless Steel World（2023 年）提供不锈钢子公司历史、MST-X 持股和 2021 年工厂数量。

1960 年之前的公司沿革来自日文维基百科，并与 EDINET 文件做过交叉核对。

### 15.3｜几项关键数据存在口径或来源上的限制

净现金是按财报估算的数值，持有证券的市场价值没有披露。ROIC 是第三方估算。市场份额没有经审计的数字，也没有官方披露的市场总量。分部资产没有披露，分部资本周转无法计算。分析师目标价来自单一数据来源，分歧未知。市盈率与市净率的口径不同（滚动盈利对 3 月末账面）。

未取得的事项包括：MST-X 20%合作方的名称、2026 年 3 月之后的大量持股报告、成文的派息方针、库存股是否注销、证券变现的税负、持仓与融券数据。这些未取得，不代表情况是好的或坏的。

本报告的所有依据均为公开资料，没有公司访谈或非公开信息，仅用于研究目的，不构成投资建议或买卖要约。读者在决策前应自行核对原始披露并考虑自身风险承受能力；本报告所述的价格、业绩和指引均可能随新披露而变化。

## 主要资料来源


- Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (Japanese GAAP) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)
- G-Biz Info corporate record (EDINET-sourced): major shareholders and parent indicators (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)
- Maruichi Stainless Tube profile - provenance and MST-X ownership (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)
- Group organisation: Maruichi Kohan made wholly owned; MST-X joint ownership (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120250904553691.pdf)
- Business model: manufacture and sale of steel tubes and surface-treated products (https://www.maruichikokan.co.jp)
- Maruichi Steel Tube 10-year financial summary (filing-based) (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)
- FY3/27 Q1 briefing - growth investment (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)
- Macro and FX: translation rates, Hormuz assessment (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS90390/51f2e233/028c/40c4/af95/91b8a4cdac55/140120260512526571.pdf)
- JINGI analysis of 5463 from securities-report data (https://www.jingi.ai/5463)
- StockAnalysis statistics for TYO:5463 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)
- Finnhub profile and returns for 5463.T (https://finnhub.io/?q=%225463%2ET%22)
- Jiji Equity - 5463 daily quotes early November 2026 (https://equity.jiji.com/stocks/5463)
- Monthly price spine 2001-2026 (split-adjusted, mirror accepted through 2026-10-27) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5463.T)
- Maruichi Steel Tube - company outline and history (http://ja.wikipedia.org/wiki/%E4%B8%B8%E4%B8%80%E9%8B%BC%E7%AE%A1)
- Residence distribution of monthly closes across the life history (https://irbank.net/5463)

## 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｜丸一是把热轧卷加工成焊接钢管的集团，股东只持有一个上市主体 |
| F002 · 在线 | 02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数 |
| F003 · 在线 | 06｜销量下降、利润大涨：26/3 期的利润台阶来自价差 |
| F004 · 在线 | 03｜品种最宽，溢价和增长集中在不锈钢与 BA 管 |
| F005 · 在线 | 03｜需求以建筑为主且分散，国内销量只能按零增长假设 |
| F006 · 在线 | 03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方 |
| F007 · 在线 | 04｜竞争来自两个方向：国内同行降价和亚洲进口 |
| F008 · 在线 | 05｜护城河是耐力和供货能力，不是定价权 |

## 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｜丸一是把热轧卷加工成焊接钢管的集团，股东只持有一个上市主体

**写入正文：**00｜报告身份、评分与核心结论；02｜丸一是把热轧卷加工成焊接钢管的集团，股东只持有一个上市主体；15｜主要来源来自公司披露和公开数据

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

**证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）**

- Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (Japanese GAAP) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、22、35
- G-Biz Info corporate record (EDINET-sourced): major shareholders and parent indicators (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24；外部现实校验：01
- Maruichi Stainless Tube profile - provenance and MST-X ownership (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07
- Registry identity: EDINET E01253, corporate number 5120001047593 (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01；专项深挖：01
- Group organisation: Maruichi Kohan made wholly owned; MST-X joint ownership (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120250904553691.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07；专项深挖：07

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Maruichi Steel Tube Ltd. (5463, TSE Prime; EDINET E01253) is a single listed parent consolidating a welded-tube manufacturing group: wholly owned sales arm Maruichi Kohan (2025), manufacturing subsidiaries in Japan, North America and Asia, and one material JV, MST-X in Texas (42.5% Maruichi Stainless Tube / 37.5% parent / 20% unnamed partner). Founded 1947 in Osaka; Chairman/CEO Suzuki, President/COO Morita.
- 内部研究类型：COMPANY_IDENTITY_PERIMETER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Ordinary shareholders own the whole group through one vehicle with no dual-class or parent overhang; the only perimeter wrinkle is the minority-shared MST-X JV.
- 不确定性（原始记录）：The 20% MST-X partner is unnamed in retrieved sources; no post-March-2026 register was retrieved.

在线打开本发现 →

### F002｜02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数

**写入正文：**02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数

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）**

- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、09、15
- Business model: manufacture and sale of steel tubes and surface-treated products (https://www.maruichikokan.co.jp)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02；专项深挖：02
- Revenue quality: volume down, price/mix up (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15；反向验证：02、08、16、19；专项深挖：02、15
- Group organisation: Maruichi Kohan made wholly owned; MST-X joint ownership (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120250904553691.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Maruichi buys hot-rolled coil and converts it into welded tubes and surface-treated products; profit is the tube-price minus coil-cost conversion spread times tonnage. Revenue is spread-priced and continuously repriced rather than contracted: FY3/26 volume fell 3.7% while gross profit rose 28.7%, and Q1 FY3/27 showed the reverse pairing (parent volume +3.5%, sales +8.9%). Owning the sales arm tightens price discipline at the customer interface.
- 内部研究类型：BUSINESS_MODEL_MECHANISM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The equity is a claim on price realisation per tonne, not tonnage; valuation should capitalise through-cycle spread, not the current revenue line.
- 不确定性（原始记录）：Product- and plant-level margins and contract-versus-spot mix are not disclosed; the spread mechanism is inferred from segment and gross-margin behaviour.

在线打开本发现 →

## F003｜06｜销量下降、利润大涨：26/3 期的利润台阶来自价差

**写入正文：**06｜销量下降、利润大涨：26/3 期的利润台阶来自价差

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

**证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）**

- Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (Japanese GAAP) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、22、35
- Maruichi Steel Tube 10-year financial summary (filing-based) (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、28；外部现实校验：32；同业比较：12、15、16、17、18、19、22、25、29、33；其他用途：历史
- Margin quality: gross margin 19.9% to 27.5% in one year (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：12、28、29；专项深挖：12、16、28、34

- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：FY3/26 sales fell 6.8% to JPY 243,764m yet operating profit rose 39.8% to JPY 32,043m (margin 13.1% vs 8.8%) as gross margin recovered from 19.9% to 27.5%, because tube prices caught up with coil costs and the prior year's US inventory valuation losses did not recur. Each gross-margin point is worth roughly JPY 2.4bn of operating profit.
- 内部研究类型：FINDING_MARGIN_PROFIT_QUALITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Profit rose without volume growth, so the improvement is only as durable as the spread; shareholders are paid for margin persistence they cannot verify until later prints.
- 不确定性（原始记录）：The split of the gain between price, mix and absence of inventory losses is only partly disclosed.

在线打开本发现 →

## F004｜03｜品种最宽，溢价和增长集中在不锈钢与 BA 管

**写入正文：**03｜品种最宽，溢价和增长集中在不锈钢与 BA 管

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - growth investment (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、20
- Maruichi Steel Tube official website - business lines and IR updates (https://www.maruichikokan.co.jp)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03
- Product range: structural, piping and conduit tubes, poles and special products (https://www.maruichikokan.co.jp)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03；专项深挖：03
- Technology and capacity: next-generation mills and BA precision (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04；外部现实校验：20；专项深挖：04、20

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：The catalogue is the broadest among Japanese independent tube makers: structural and piping tubes, conduit, poles and special products in carbon steel, plus seamless stainless and BA tubes. Capacity is being renewed: Nagoya No.3 6-inch next-generation mill (Sep 2025), 2-inch mills in India (Apr 2025) and the Philippines (Jan 2026), and the Shimonoseki stainless complex. Commodity tubes earn the spread; BA and seamless stainless earn a specification premium.
- 内部研究类型：PRODUCT_CAPACITY_PROFILE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Mix shift toward stainless/BA is the credible route to a higher through-cycle margin; process technology is a cost/availability edge, not a pricing moat.
- 不确定性（原始记录）：Revenue by product family, BA's revenue share and R&D spending were not disclosed or retrieved.

在线打开本发现 →

## F005｜03｜需求以建筑为主且分散，国内销量只能按零增长假设

**写入正文：**03｜需求以建筑为主且分散，国内销量只能按零增长假设

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）**

- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08
- Customers and demand: construction, agriculture, autos, semiconductors, data centres (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：02、03、11；反向验证：06；专项深挖：05
- Demand structure: construction exposure and the parent volume record (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、15；反向验证：11；专项深挖：05、11、15

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Demand is construction-led and fragmented. FY3/26 parent volume fell 1.6% on weak small/mid construction and agriculture, partly offset by data-centre and national-resilience projects; Q1 FY3/27 parent volume recovered 3.5%, though H1 growth (+1.7%) came from surface-treated and other grades while the core architectural structural grade fell 1.5%.
- 内部研究类型：DEMAND_STRUCTURE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Underwrite zero domestic volume growth and credit only price, mix and overseas effects; fragmented buyers accept list-price revisions with a lag that the spread model monetises.
- 不确定性（原始记录）：Customer concentration and order backlog are not disclosed; fragmentation is inferred.

在线打开本发现 →

## F006｜03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

**写入正文：**03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13
- Suppliers and input dependence: coil procurement and the US coil shortage (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06；反向验证：04、13；专项深挖：06
- FY3/27 Q1 briefing - segment and US detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Hot-rolled coil from domestic and overseas mills is the critical input. In Q1 FY3/27 a US coil shortage physically cut shipments (Leavitt -11.5%, MNT -25.3% volume); domestically mill price-hike requests are strong and pass-through is the FY3/27 margin swing factor, with further hot-coil rises expected in H2 and US CRU at $1,285/st in October.
- 内部研究类型：CRITICAL_INPUT_DEPENDENCY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A quarter of failed pass-through costs more profit than a quarter of weak volume.
- 不确定性（原始记录）：Supplier-level volumes and contract terms are undisclosed.

在线打开本发现 →

## F007｜04｜竞争来自两个方向：国内同行降价和亚洲进口

**写入正文：**04｜竞争来自两个方向：国内同行降价和亚洲进口；05｜护城河是耐力和供货能力，不是定价权

研究主题：竞争格局；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）**

- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08
- Competitive setting: rivals' price cuts and import competition (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：03、07、09、10、15；专项深挖：08；同业比较：13；其他用途：历史
- Industry position: leading independent welded-tube maker (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；专项深挖：01、08、09
- Market sizing evidence: segment sales as the observable market footprint (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：09、19；专项深挖：09、11

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Competition is two-front: domestic rivals cut prices in FY3/26 even into weak demand (lowering the parent's unit prices), and Asian imports cap prices until the 2026

anti-dumping measures; SUNSCO's retreat from US-bound sheet shows the same pressure offshore. Maruichi is credibly the leading independent welded carbon tube maker in Japan (top domestic share per its own materials, 'leader' per trade coverage), but no audited share exists.

- 内部研究类型：COMPETITIVE_POSITION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The margin ceiling is set by the least disciplined domestic rival in any year; leadership defends volume share, not price. Observable footprint: 1,164,720t group volume in FY3/26 (parent 641,428t, US four 238,286t, SUNSCO 214,418t); no official TAM disclosed.
- 不确定性（原始记录）：Rival prices and shares are seen only through Maruichi's commentary; position is strong-but-unquantified.

在线打开本发现 →

## F008｜05｜护城河是耐力和供货能力，不是定价权

**写入正文：**05｜护城河是耐力和供货能力，不是定价权

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）**

- Moat evidence: breadth, service network and survival through cycles (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：10；反向验证：33；专项深挖：10
- Balance sheet and leverage: 82.5% equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；外部现实校验：10；反向验证：21、22；专项深挖：10、18、22、29
- Competitive setting: rivals' price cuts and import competition (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08；反向验证：03、07、09、10、15；专项深挖：08；同业比较：13；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：The moat is breadth, nationwide availability and balance-sheet endurance rather than pricing power: operating profit stayed positive through every observed trough (JPY 14,712m in FY3/20) with an 80%+ equity ratio, yet rivals' price cuts still lowered unit prices in FY3/26. Switching costs for commodity tubes are low.
- 内部研究类型：MOAT_JUDGMENT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Returns accrue as survival plus consolidation optionality visible over cycles, not as quarterly pricing power.
- 不确定性（原始记录）：Switching costs are not measurable from public sources; the moat rests on endurance evidence.

在线打开本发现 →

## F009｜06｜利润周期的幅度约为 2.5 倍，周期由价差而不是销量驱动

**写入正文：**06｜利润周期的幅度约为 2.5 倍，周期由价差而不是销量驱动；09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它

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）**

- Maruichi Steel Tube 10-year financial summary (filing-based) (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、28；外部现实校验：32；同业比较：12、15、16、17、18、19、22、25、29、33；其他用途：历史
- Industry cycle: the decade's profit path tracks the coil spread (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：16、29、33；专项深挖：12、16、33、34；同业比较：02、05、06、08、09、10、11、14、28；其他用途：历史
- Market sizing evidence: segment sales as the observable market footprint (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：09、19；专项深挖：09、11

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：The earnings cycle is wide: operating profit ranged from JPY 14,712m (FY3/20) to JPY 36,276m (FY3/22), fell 34% in FY3/25 to JPY 22,918m and recovered to JPY 32,043m in FY3/26. Sales peaked earlier (JPY 273,416m in FY3/23), showing price/spread rather than volume carries the cycle.
- 内部研究类型：CYCLE_AND_EARNINGS_AMPLITUDE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：About 2.5x trough-to-peak amplitude is permanent; position sizing rather than forecasting is the response, and the balance sheet makes waiting survivable.
- 不确定性（原始记录）：No formal cycle model; position read from profit path and CRU prints.

在线打开本发现 →

## F010｜04｜贸易措施一边抬高国内价格上限，一边可能推高卷材成本

**写入正文：**04｜贸易措施一边抬高国内价格上限，一边可能推高卷材成本

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13
- Regulation: anti-dumping duties and investigations in 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13；外部现实校验：06、08；专项深挖：13

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：2026 provisional anti-dumping duties on Chinese (50.1-55.3%) and Korean (29.2-38.0%) galvanised sheet and a new HR/CR sheet investigation are already lifting domestic galvanised-tube orders and supporting phased price increases. The same

policy family cuts both ways: it raises the domestic price ceiling but may raise coil costs, and US tariffs reduced stainless exports in FY3/26.
- 内部研究类型：POLICY_TRANSMISSION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Near-term pricing room for shareholders; the gain reverses if measures lapse or extend to coil in a costly form.
- 不确定性（原始记录）：Final duty rates and HR/CR outcome are pending.

在线打开本发现 →

## F011｜06｜指引上调靠北美，日本被下调，汇率只是计划内的缓冲

**写入正文：**06｜指引上调靠北美，日本被下调，汇率只是计划内的缓冲

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）**

- FY3/27 Q1 results briefing materials (Japanese) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- Macro and FX: translation rates, Hormuz assessment (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS90390/51f2e233/028c/40c4/af95/91b8a4cdac55/140120260512526571.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：12；专项深挖：14

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：FX is a mild tailwind versus plan: Q1 FY3/27 translated at JPY 156.86/USD (H1 JPY 158.18) against a JPY 150 assumption; management saw no major production impact from the Hormuz situation.
- 内部研究类型：MACRO_TRANSMISSION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Reported US/Asia profit is inflated by translation relative to plan, a buffer inside guidance conservatism.
- 不确定性（原始记录）：Profit sensitivity per yen and per $100 of CRU is undisclosed and not estimated.

在线打开本发现 →

## F012｜06｜经营现金流为净利润的 0.77 倍，主要被 216.05 亿日元税款占用

**写入正文：**06｜经营现金流为净利润的 0.77 倍，主要被 216.05 亿日元税款占用

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）**

- FY3/26 tanshin - cash flows and share counts (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、26；外部现实校验：24、25

- Operating cash flow: tax drag in FY3/26, 1.55x five-year coverage (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；反向验证：20；专项深挖：17
- Working capital: receivables, inventories and payables scale (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- JINGI analysis of 5463 from securities-report data (https://www.jingi.ai/5463)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：17、18、22

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：FY3/26 operating cash flow of JPY 20,410m (0.77x net income) reflects JPY 21,605m of tax payments including tax on prior-year securities gains; the five-year CFO/net income average is 1.55x. Working capital (receivables ~JPY 55bn, inventories ~JPY 45bn vs current liabilities JPY 48,089m) is internally funded. FY3/26 FCF was only about JPY 4.94bn because capex was about twice depreciation.
- 内部研究类型：CASH_CONVERSION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The low FCF year is investment and tax timing, not earnings leakage; owners are funding stainless from their own cash flow.
- 不确定性（原始记录）：Segment-level capital turns cannot be computed; receivable/inventory detail is rounded.

在线打开本发现 →

## F013｜06｜净现金 840 亿日元左右，利润下滑只会影响估值，不影响偿债

**写入正文：**00｜报告身份、评分与核心结论；06｜净现金 840 亿日元左右，利润下滑只会影响估值，不影响偿债；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（4 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/26 tanshin - consolidated balance sheet (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：10、18、19、21、29
- FY3/26 tanshin - cash flows and share counts (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、26；外部现实校验：24、25
- Balance sheet and leverage: 82.5% equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；外部现实校验：10；反向验证：21、22；专项深挖：10、18、22、29
- FY3/27 Q1 results briefing materials (Japanese) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：At 31 March 2026 equity ratio was 82.5%; cash and deposits JPY 91,859m, securities portfolios JPY 77,798m, borrowings JPY 4,386m: net cash about JPY 84bn

(filing-based estimate). Treasury shares are 12.24% of issued shares after JPY 15,310m of FY3/26 buybacks. At 30 Sep 2026 equity ratio was 80.6% with cash JPY 95,668m and borrowings JPY 4,529m.
- 内部研究类型：BALANCE_SHEET_RESILIENCE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Zero effective leverage turns earnings volatility into a valuation question, not a solvency question; net cash is about 24% of market cap.
- 不确定性（原始记录）：Net cash is an estimate; market value of the securities portfolio is undisclosed.

在线打开本发现 →

## F014｜08｜下关约 480 亿日元投资用自有现金流支付，是用今天的自由现金流买未来的利润期权

**写入正文：**08｜下关约 480 亿日元投资用自有现金流支付，是用今天的自由现金流买未来的利润期权

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - stainless and BA tubes (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30
- FY3/27 Q1 briefing - growth investment (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、20
- Capex and productive assets: JPY 15,469m spent, JPY 17,548m in construction (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20；反向验证：17、26；专项深挖：20
- Technology and capacity: next-generation mills and BA precision (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04；外部现实校验：20；专项深挖：04、20
- Maruichi Stainless Tube profile - provenance and MST-X ownership (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：The growth leg is stainless: about JPY 48bn at Shimonoseki (JPY 22bn welded stainless plant for the parent, commercial production H2 FY2028; JPY 26bn large-press plant for Maruichi Stainless Tube, H1 FY2029, about 3,500 MT/month combined). FY3/26 capex was JPY 15,469m vs depreciation JPY 7,917m with JPY 17,548m of construction in progress. Maruichi Stainless Tube (ex-Kobelco Steel Tube, bought from Kobe Steel in 2020) is the vehicle; MST-X in Texas remains loss-making (-JPY 140m in Q1; H1 loss narrowed to JPY 180m, small H2 profit guided, full-year profitability conceded unlikely).
- 内部研究类型：GROWTH_CAPEX_AND_STAINLESS_LEG
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Today's FCF suppression is the purchase price of the FY2028-29 earnings option; returns are untestable until start-up.
- 不确定性（原始记录）：Project-level returns and phasing/funding detail are undisclosed.

在线打开本发现 →

## F015｜03｜BA 管跟着半导体设备投资周期，下关扩产会放大这种波动

**写入正文：**03｜BA 管跟着半导体设备投资周期，下关扩产会放大这种波动

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - stainless and BA tubes (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30
- Semiconductor BA cycle: from inventory adjustment to +62% volume (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04；专项深挖：04、30；同业比较：30；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：BA tubes ride the semiconductor capex cycle: FY3/26 volumes fell on fab delays and inventory adjustment (Maruichi Stainless Tube operating profit -35.0% to JPY 1,635m); Q1 FY3/27 volume rose 62.1% to 425,814 units (profit about 4x, JPY 486m), and H1 volume +71.4% to 962,655 units with profit +84% to about JPY 1,170m and full-year forecast raised to JPY 3,500m.
- 内部研究类型：END_MARKET_CYCLE_EXPOSURE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Swing from decline to +71% shows lumpy fab-capex timing; the stainless build-out multiplies this exposure from FY2028-29.
- 不确定性（原始记录）：BA's share of group revenue and profit is not disclosed.

在线打开本发现 →

## F016｜08｜投资证券和土地是真实但没有定价的资产，出售节奏由管理层决定

**写入正文：**08｜投资证券和土地是真实但没有定价的资产，出售节奏由管理层决定；09｜下行保护在资产层，不在盈利层；15｜几项关键数据存在口径或来源上的限制

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）**

- FY3/26 tanshin - special items and comparatives (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：21
- Non-operating and hidden assets: securities and land at book (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；反向验证：18；专项深挖：21

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Investment securities carry JPY 63,859m at book and plant land JPY 43,222m at historical cost. Realised gains on policy-shareholding sales (JPY 17,837m in FY3/25, JPY 5,853m in FY3/26) prove embedded gains; sales have become a funding channel for buybacks.
- 内部研究类型：HIDDEN_NON_OPERATING_ASSETS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Each sale converts low-yield cross-holdings into per-share value; release pace is management's choice.
- 不确定性（原始记录）：No mark-to-market schedule; tax leakage on monetisation not assessed in retrieved set.

在线打开本发现 →

## F017｜06｜ROE 7.7%被约四成闲置的金融资产拖低

**写入正文：**06｜ROE 7.7%被约四成闲置的金融资产拖低；15｜主要来源来自公司披露和公开数据

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）**

- Balance sheet and leverage: 82.5% equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；外部现实校验：10；反向验证：21、22；专项深挖：10、18、22、29
- Returns on capital: ROE 7.7%, ROIC 7.5-8.0% (https://www.jingi.ai/5463)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；专项深挖：22
- JINGI analysis of 5463 from securities-report data (https://www.jingi.ai/5463)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：17、18、22

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Group ROE was 7.7% and ordinary ROA 8.1% in FY3/26 (ROIC estimated 7.5-8.0% by a third party). Returns are diluted by about 40% of total assets held as low-yielding cash and securities (about JPY 170bn), so manufacturing returns exceed group ROE, while that pile funds expansion and buybacks without leverage.
- 内部研究类型：CAPITAL_EFFICIENCY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Sustained ROE above 10% needs either spread persistence or faster asset release; neither is yet evidenced.
- 不确定性（原始记录）：ROIC is a third-party mechanical estimate; the company discloses only ROE/ROA.

在线打开本发现 →

## F018｜07｜治理紧凑，持股有锚，没有重大冲突

**写入正文：**07｜治理紧凑，持股有锚，没有重大冲突；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）**

- G-Biz Info corporate record (EDINET-sourced): major shareholders and parent indicators (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24；外部现实校验：01
- Management and governance: compact board, stock-based pay (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23
- Ownership: trust banks, Yoshimura Holdings, foreign value investors (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Governance is compact and insider-led: four internal directors (JPY 215m total pay incl. stock components), eight outside officers, Chairman/CEO plus President/COO, ESOP trust holding 496,577 shares. Ownership is dispersed with anchors: trust banks ~19.6%, Yoshimura Holdings 6.36%, main banks 9.23% combined, JFE Steel pension trust 4.06%, Silchester 2.70%, treasury shares 12.24%.
- 内部研究类型：GOVERNANCE_OWNERSHIP
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Stable cross-holdings plus value-disciplined foreign holders have so far supported capital discipline; the treasury overhang is a swing factor for per-share maths.
- 不确定性（原始记录）：Succession planning and CG-code detail not retrieved; no post-March-2026 large-holding reports.

在线打开本发现 →

## F019｜08｜回购加分红几乎等于净利润，每股收益靠回购抬升

**写入正文：**08｜回购加分红几乎等于净利润，每股收益靠回购抬升；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（4 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/26 tanshin - cash flows and share counts (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、26；外部现实校验：24、25
- FY3/27 Q1 briefing - shareholder return record (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：26；其他用途：历史
- Financing and capital policy: self-funded, no dependence on debt markets (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25、26
- Shareholder return: FY3/26 cash returns approximated net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：26；反向验证：25；专项深挖：25、26

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Financing is entirely internal (operating cash flow plus securities sales; no equity issuance). FY3/26 buybacks JPY 15,310m plus dividends JPY 10,958m equalled about 98% of net income, after total return ratios of about 89% (FY3/24) and 95% (FY3/25). Average shares fell 5.7%, so flat net income lifted EPS; FY3/27 dividend forecast is JPY 58 (44.9% payout) with about JPY 10bn of buybacks (total return ~80%).
- 内部研究类型：CAPITAL_POLICY_AND_RETURNS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Per-share compounding is currently winning the allocation contest; interruption of buybacks would be an early warning signal.
- 不确定性（原始记录）：No formal written payout/DOE policy retrieved; cancellation of treasury shares unstated.

在线打开本发现 →

## F020｜09｜现价大致等于账面，市场几乎没有为价差持续和不锈钢期权付费

**写入正文：**09｜现价大致等于账面，市场几乎没有为价差持续和不锈钢期权付费；14｜总分 64.57、评级 B：资产层很强，盈利水平和价格确认都没有定论；15｜几项关键数据存在口径或来源上的限制

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）**

- StockAnalysis statistics for TYO:5463 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31
- Finnhub profile and returns for 5463.T (https://finnhub.io/?q=%225463%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：14、27、31
- Valuation snapshot: market cap and analyst target, 9 November 2026 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：35；反向验证：31；专项深挖：27、31

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：At the 9 Nov 2026 close (JPY 1,552): market cap about JPY 343.6bn, trailing P/E about 14.3x, P/B about 0.99x on March 2026 BPS JPY 1,575.04, forecast dividend yield about 3.74% on the JPY 58 forecast, analyst average target JPY 1,933. At about book the market pays little for the stainless option or spread persistence.
- 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）：Margin of safety sits in the balance sheet; the return case rests on spread persistence plus the option.
- 不确定性（原始记录）：Multiples mix a trailing EPS with March book; target is one aggregator's mean with unknown dispersion.

在线打开本发现 →

## F021｜09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它

**写入正文：**09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它；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（4 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/26 tanshin - special items and comparatives (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：21
- Normalised earnings power: operating profit is the clean line (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；反向验证：32；专项深挖：28、35
- Maruichi Steel Tube 10-year financial summary (filing-based) (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、16、28；外部现实校验：32；同业比较：12、15、16、17、18、19、22、25、29、33；其他用途：历史
- Industry cycle: the decade's profit path tracks the coil spread (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：16、29、33；专项深挖：12、16、33、34；同业比较：02、05、06、08、09、10、11、14、28；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Operating profit is the clean line: ex-securities-gain pre-tax profit rose from about JPY 22.6bn (FY3/25) to about JPY 33.6bn (FY3/26); the guided FY3/27 net-income decline (-3.7% originally) was a base effect of the shrinking securities contribution. A defensible mid-cycle anchor is operating profit in the high-JPY-20bn area (FY3/22-26 average about JPY 29bn), growing with stainless mix; guidance of JPY 36.9bn then JPY 41.7bn sits above that anchor.
- 内部研究类型：NORMALIZED_EARNINGS_POWER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Capitalising guidance earnings at 14x double-counts the cycle; mid-cycle capitalisation makes the price defensible.
- 不确定性（原始记录）：Inventory valuation effects inside operating profit are not strippable; mid-cycle level is judgment, not disclosed.

在线打开本发现 →

## F022｜06｜净利润下降 1.3%，只是因为上一年的证券出售收益太大

**写入正文：**06｜净利润下降 1.3%，只是因为上一年的证券出售收益太大

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

**证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）**

- Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (Japanese GAAP) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、22、35
- FY3/26 tanshin - special items and comparatives (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：21

- Normalised earnings power: operating profit is the clean line (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28、35；反向验证：32；专项深挖：28、35
- Accounting watch items: recurring 'one-off' securities gains and stock compensation (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；专项深挖：32

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Reported FY3/26 net income fell 1.3% to JPY 26,676m only because FY3/25 included a JPY 17,837m securities gain (and a JPY 3,850m stock-compensation extraordinary loss); FY3/26 had JPY 5,853m of such gains. Gains recur as 'extraordinary', ESOP-trust shares sit in the treasury count; disclosed, no qualification or restatement noted.
- 内部研究类型：ACCOUNTING_QUALITY_ITEM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Owners should anchor on operating profit and cash flow, where the story needs no adjustment.
- 不确定性（原始记录）：Presentation-level observation; no forensic review.

在线打开本发现 →

## F023｜09｜下行保护在资产层，不在盈利层

**写入正文：**09｜下行保护在资产层，不在盈利层

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）**

- Industry cycle: the decade's profit path tracks the coil spread (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：16、29、33；专项深挖：12、16、33、34；同业比较：02、05、06、08、09、10、11、14、28；其他用途：历史
- Downside protection: solvency first, earnings cyclicality second (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；专项深挖：29、35
- Balance sheet and leverage: 82.5% equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；外部现实校验：10；反向验证：21、22；专项深挖：10、18、22、29

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Downside protection is solvency-grade but not earnings-grade: net cash and an 82.5% equity ratio make distress implausible, yet operating profit has fallen sharply within two years when the spread compressed (JPY 34,811m in FY3/24 to JPY 22,918m in FY3/25; JPY 14,712m at the FY3/20 trough).
- 内部研究类型：DOWNSIDE_PROTECTION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A bad year costs dividend growth and multiple, not the franchise.

- 不确定性（原始记录）：A combined demand-plus-spread shock deeper than FY3/20 is outside the observed set.

在线打开本发现 →

## F024｜11｜接下来有一串可以逐项验证的日期

**写入正文：**11｜接下来有一串可以逐项验证的日期

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - stainless and BA tubes (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30
- Catalysts: BA recovery, price rounds, interim print and the Shimonoseki start-ups (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；专项深挖：30

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Dated catalysts: the 9 Nov 2026 interim print, second-half BA volume growth, domestic price-increase rounds, MST-X's move to profit, Shimonoseki start-ups (H2 FY2028, H1 FY2029) and the 8th medium-term plan. Each resolves one leg of the durability question (spread, US, growth).
- 内部研究类型：CATALYST_PATH
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Repeated dated chances to re-underwrite rather than a single binary event.
- 不确定性（原始记录）：8th-plan announcement date not public in retrieved set.

在线打开本发现 →

## F025｜09｜7 月以来 22%的回落，是市场在重新评估耐久性

**写入正文：**09｜7 月以来 22%的回落，是市场在重新评估耐久性；15｜数据截至 2026 年 11 月 9 日，价格口径略有差别

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）**

- Jiji Equity - 5463 daily quotes early November 2026 (https://equity.jiji.com/stocks/5463)｜怎么使用：直接证据
- StockAnalysis statistics for TYO:5463 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27、31
- Finnhub profile and returns for 5463.T (https://finnhub.io/?q=%225463%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：14、27、31
- Market expectations: the 2026 re-rating and its first reversal (https://finnhub.io/?q=%225463%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；反向验证：14、24、27、30；专项深挖：27、31

- Monthly price spine 2001-2026 (split-adjusted, mirror accepted through 2026-10-27) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5463.T)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；反向验证：35；同业比较：27、31；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：The shares made an all-time high of JPY 1,987 in July 2026 (about 1.26x book, from about 0.81x) and then fell about 22% to JPY 1,552 by 9 Nov 2026 (5-day -9.79%), into an interim print released after the close that delivered H1 ordinary profit +26.3% and raised guidance and dividend. The market is undecided between durability and cycle; the pullback is a re-underwriting of the durability judgement.
- 内部研究类型：MARKET_EXPECTATIONS_AND_PRICE_PATH
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：New money at JPY 1,552 buys assets at book and the durability question at a discount to July's answer.
- 不确定性（原始记录）：Positioning, short interest and estimate dispersion not retrieved; the market's reaction to the print is not yet observed at the cutoff.

在线打开本发现 →

## F026｜02｜丸一是把热轧卷加工成焊接钢管的集团，股东只持有一个上市主体

**写入正文：**02｜丸一是把热轧卷加工成焊接钢管的集团，股东只持有一个上市主体

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）**

- Maruichi Steel Tube - company outline and history (http://ja.wikipedia.org/wiki/%E4%B8%B8%E4%B8%80%E9%8B%BC%E7%AE%A1)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；外部现实校验：23；同业比较：01；其他用途：历史
- Historical turning points: 1947 founding, 2020 stainless acquisition, 2025 split (http://ja.wikipedia.org/wiki/%E4%B8%B8%E4%B8%80%E9%8B%BC%E7%AE%A1)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；专项深挖：33；同业比较：03、04、07、20、21、23、24、32、34、35；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：1947 founding from bicycle parts; 2020 acquisition of Kobe Steel's stainless tube unit created the growth leg; 2025 wholly-owning of the sales arm and the October 2025 3-for-1 split; July 2026 all-time high after a six-year base.
- 内部研究类型：HISTORICAL_TURNING_POINTS
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Equity identity changed in 2020; valuation habits from the pure-spread era may lag in both directions.
- 不确定性（原始记录）：Pre-1960 history is secondary-sourced.

在线打开本发现 →

## F027｜06｜北美从亏损转为盈利，是增长最快也最依赖卷材价差的利润来源

**写入正文：**00｜报告身份、评分与核心结论；06｜北美从亏损转为盈利，是增长最快也最依赖卷材价差的利润来源

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）**

- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15
- FY3/27 Q1 briefing - segment and US detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Overseas network economics: US repair, Vietnam pivot, India and Philippines growth (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07、13；专项深挖：07
- Segment profit concentration: Japan carries about two-thirds of segment profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：North America swung from a JPY 1,511m segment loss to JPY 5,458m profit in FY3/26 as spreads normalised; Q1 FY3/27 operating profit doubled to JPY 2,037m with all four US structural-tube companies profitable despite a coil shortage that cut volumes at two. H1 segment profit reached JPY 5,545m (+65.0%) and the full-year plan was lifted from JPY 8,173m to JPY 13,945m (about 34% of planned segment profit, versus about 17% in FY3/26), implying about JPY 8,400m in H2.
- 内部研究类型：FINDING_SEGMENT_SWING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The fastest-growing profit pool is also the most CRU-dependent, raising group sensitivity to US spreads.
- 不确定性（原始记录）：Persistence of the US coil shortage and tariff settings.

在线打开本发现 →

## F028｜06｜亚洲是海外销量增长的变数，但只贡献一成多的利润

**写入正文：**06｜亚洲是海外销量增长的变数，但只贡献一成多的利润

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）**

- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15

- Overseas network economics: US repair, Vietnam pivot, India and Philippines growth (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07、13；专项深挖：07
- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Asia FY3/26 segment profit was JPY 4,164m (-6.5%) on sales -18.3%. SUNSCO (Vietnam) volume fell 20.2% as US-bound surface-treated sheet exports were abandoned under anti-dumping pressure, with a pivot to tubes; Hanoi grew 5.5% on EV two-wheelers, MPST +19.8%, KUMA +14.5%; the Asia plan was raised to JPY 4,618m at the interim.
- 内部研究类型：OVERSEAS_NETWORK_ECONOMICS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Asia is the swing segment for overseas volume growth but a modest profit share (about 13%).
- 不确定性（原始记录）：Outcome of SUNSCO's tube pivot unproven.

在线打开本发现 →

## F029｜06｜指引上调靠北美，日本被下调，汇率只是计划内的缓冲

**写入正文：**00｜报告身份、评分与核心结论；06｜指引上调靠北美，日本被下调，汇率只是计划内的缓冲

研究范围：开放研究

**证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28
- FY3/27 Q1 results briefing materials (Japanese) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30
- FY3/27 Q1 briefing - segment and US detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、08

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Q1 FY3/27 beat the first-half plan's halfway marks (operating profit progress 51.3%, ordinary profit 55.5%) yet guidance was left unchanged, citing domestic coil price-hike requests. The 9 Nov 2026 interim then beat the plan outright (H1 operating profit JPY 19,601m, 108.3% of plan) and guidance was raised to JPY 293,000m sales and JPY 41,700m operating profit, while Japan's plan was cut to JPY 22,593m (parent guided to a full-year profit decline).

- 内部研究类型：FINDING_GUIDANCE_TRAJECTORY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Group upside now comes from US spreads while the domestic core is guided weaker; management's earlier caution proved conservative at group level.
- 不确定性（原始记录）：Second-half delivery is untested; guidance revisions rely on persistent CRU strength.

在线打开本发现 →

## F030｜07｜第 7 次中期计划的目标在价差有利的年份达成，抬高了第 8 次计划的起点

**写入正文：**07｜第 7 次中期计划的目标在价差有利的年份达成，抬高了第 8 次计划的起点；08｜回购加分红几乎等于净利润，每股收益靠回购抬升

研究范围：开放研究

**证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28
- FY3/26 tanshin - outlook section and the 7th medium-term plan (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/27 Q1 briefing - shareholder return record (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：26；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：FY3/27 is the final year of the 7th medium-term plan; its final-year targets (operating profit JPY 40,000m, ROE 8%) are now expected to be met or exceeded (guidance JPY 41,700m, ROE 8.04%), with the dividend forecast raised to JPY 58 (44.9% payout vs the 45% target).
- 内部研究类型：MEDIUM_TERM_PLAN_STATUS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Targets met on a favourable spread year raise the bar for the 8th plan and show management delivery.
- 不确定性（原始记录）：Targets met in a favourable cycle point; 8th plan contents unknown.

在线打开本发现 →

## F031｜01｜26/3 期的利润台阶，是长期盈利能力还是价差有利的一年

**写入正文：**01｜26/3 期的利润台阶，是长期盈利能力还是价差有利的一年

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

**证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）**

- Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (Japanese GAAP) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、22、35
- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15
- FY3/26 tanshin - consolidated balance sheet (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：10、18、19、21、29
- Maruichi Steel Tube 10-year financial summary (filing-based) (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、16、28；外部现实校验：32；同业比较：12、15、16、17、18、19、22、25、29、33；其他用途：历史
- Industry cycle: the decade's profit path tracks the coil spread (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：16、29、33；专项深挖：12、16、33、34；同业比较：02、05、06、08、09、10、11、14、28；其他用途：历史
- Balance sheet and leverage: 82.5% equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；外部现实校验：10；反向验证：21、22；专项深挖：10、18、22、29
- Normalised earnings power: operating profit is the clean line (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28、35；反向验证：32；专项深挖：28、35

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：The durable core is a debt-free conversion franchise: coil converted into Japan's broadest tube catalogue through a national plant network, with an 82.5% equity ratio that has kept operating profit positive through every observed trough. What is not yet proven durable is the level: the strongest profit years were followed by sharp compression because the spread is set by mills, rivals and imports. The 2020 stainless acquisition and JPY 48bn Shimonoseki build-out bolt a differently driven growth engine onto the franchise; until new capacity produces through a full cycle, durability is credited to balance sheet and franchise, and current profit (JPY 32.0bn in FY3/26; revised JPY 41.7bn plan) is a favourable point in the spread cycle that domestic pass-through and US spread durability must defend.
- 内部研究类型：STRUCTURAL_DURABILITY_JUDGMENT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Separates what supports the floor (balance sheet, franchise, return policy) from what the price capitalises (earnings level).
- 不确定性（原始记录）：Level durability untested through a full cycle under the post-2020 structure.

在线打开本发现 →

## F032｜10｜价格先于业绩，业绩公布后的价格反应尚未出现

**写入正文：**10｜价格先于业绩，业绩公布后的价格反应尚未出现

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）**

- Jiji Equity - 5463 daily quotes early November 2026 (https://equity.jiji.com/stocks/5463)｜怎么使用：直接证据
- StockAnalysis statistics for TYO:5463 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27、31
- Finnhub profile and returns for 5463.T (https://finnhub.io/?q=%225463%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：14、27、31
- Market expectations: the 2026 re-rating and its first reversal (https://finnhub.io/?q=%225463%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；反向验证：14、24、27、30；专项深挖：27、31
- Daily closes into the interim release: 6 and 9 November 2026 (https://equity.jiji.com/stocks/5463)｜怎么使用：直接证据；反向验证：34
- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28
- FY3/27 Q1 results briefing materials (Japanese) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30
- Monthly price spine 2001-2026 (split-adjusted, mirror accepted through 2026-10-27) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5463.T)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；反向验证：35；同业比较：27、31；其他用途：历史
- Residence distribution of monthly closes across the life history (https://irbank.net/5463)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Price led fundamentals in the 2025-26 re-rating (about 0.81x to 1.26x book into July 2026, before guidance was delivered), and the retest is now demanding proof: the interim print (H1 ahead of plan, guidance and dividend raised) and the H2 domestic price rounds arrive just as price reaches its decision zone, so fundamental and price evidence will be produced on the same dates. The fundamental delivery does not alter the independent Technical State, which stays in its protected structure.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_PRICE_FUNDAMENTAL_TIMING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：The shareholders' re-rating bet and the fundamental durability test now resolve together; a good print alone does not substitute for price confirmation.
- 不确定性（原始记录）：Post-print price response unobserved at the cutoff; timing judgment is interpretive.

在线打开本发现 →

## F033｜01｜26/3 期的利润台阶，是长期盈利能力还是价差有利的一年

**写入正文：**00｜报告身份、评分与核心结论；01｜26/3 期的利润台阶，是长期盈利能力还是价差有利的一年；01｜论点成立要同时满足三个条件；11｜什么会推翻这个判断；14｜总分 64.57、评级 B：资产层很强，盈利水平和价格确认都没有定论

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）**

- Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (Japanese GAAP) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、22、35
- Normalised earnings power: operating profit is the clean line (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；反向验证：32；专项深挖：28、35
- Monthly price spine 2001-2026 (split-adjusted, mirror accepted through 2026-10-27) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5463.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：35；同业比较：27、31；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Maruichi is a debt-free spread franchise whose share price now capitalises a durable step-up in earnings power: balance sheet and a ~95% return policy support the floor, but the thesis hinges on domestic pass-through, US CRU spreads and the BA cycle. It holds while Japan segment profit tracks toward plan, North America holds its repair and the monthly close defends the old JPY 1,385-1,466 ceiling zone; it fails if the spread compresses back toward FY3/25 levels while price loses that zone. Falsifiers are dated and public; the Shimonoseki return test (FY2028-29) is the slowest.
- 内部研究类型：THESIS_AND_FALSIFICATION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Owners should hold the falsifiers, not the hope.
- 不确定性（原始记录）：Confidence about medium-high durability of balance sheet but only medium on earnings level; Japan plan itself was cut at the interim.

在线打开本发现 →

## F034｜09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它

**写入正文：**09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它；13｜下半年能否守住隐含的 220.99 亿日元营业利润，尤其是北美的 84 亿日元？

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）**

- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28
- FY3/27 Q1 briefing - segment and US detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Segment profit concentration: Japan carries about two-thirds of segment profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Industry cycle: the decade's profit path tracks the coil spread (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：16、29、33；专项深挖：12、16、33、34；同业比较：02、05、06、08、09、10、11、14、28；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Can the second half hold implied operating profit of JPY 22,099m and implied net profit of JPY 15,100m (vs H1 JPY 13,200m) without new securities gains, particularly North America's implied about JPY 8,400m, if CRU softens or the US coil shortage persists under current tariffs? Does the JPY 41,700m plan remain the right central case given North America is about 34% of planned segment profit, or should it be stress-tested against the old JPY 36,900m plan?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Decides whether FY3/27 operating profit above the mid-cycle anchor is a repeatable level or a peak-spread year.
- 不确定性（原始记录）：Resolvable by H2/full-year prints and CRU path; tariff settings could change.

在线打开本发现 →

## F035｜13｜MST-X 何时盈利，BA 管销量能否超过每月 3,000 只，并扩展到非半导体领域？

**写入正文：**13｜MST-X 何时盈利，BA 管销量能否超过每月 3,000 只，并扩展到非半导体领域？

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - stainless and BA tubes (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30
- Semiconductor BA cycle: from inventory adjustment to +62% volume (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04；专项深挖：04、30；同业比较：30；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Can MST-X reach profitability (guided small H2 profit, full-year now unlikely) and how fast can BA volume grow beyond under 3,000 units/month as non-semiconductor (H&I) demand is developed?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Tests whether the BA model travels to the US before Shimonoseki multiplies exposure.
- 不确定性（原始记录）：Depends on H&I market development; partner unnamed.

在线打开本发现 →

## F036｜13｜2026 年国内卷材涨价有多少已经传导到成品售价？

**写入正文：**13｜2026 年国内卷材涨价有多少已经传导到成品售价？

研究范围：开放研究

**证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28
- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、13
- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、08

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：How much of the 2026 domestic coil price increases has been passed into tube selling prices, and what happens to the Japan segment plan (JPY 24,188m originally, now cut to JPY 22,593m) if pass-through slips a quarter?
- 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）：Pass-through speed is the principal margin lever of the domestic business.
- 不确定性（原始记录）：Price-round outcomes undisclosed.

在线打开本发现 →

## F037｜13｜第 8 次中期经营计划（从 28/3 期起）会设定什么利润、ROE 和资本政策目标？

**写入正文：**13｜第 8 次中期经营计划（从 28/3 期起）会设定什么利润、ROE 和资本政策目标？

研究范围：开放研究

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28
- FY3/26 tanshin - outlook section and the 7th medium-term plan (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：What profit, ROE and capital-policy targets will the 8th medium-term plan (from FY3/28) set, given the 7th plan's targets are expected to be met or exceeded?
- 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）：Will show whether capital efficiency becomes an explicit target.
- 不确定性（原始记录）：Announcement date not public.

在线打开本发现 →

## F038｜13｜下关约 480 亿日元如何分期和筹资，什么样的回报率能支撑新增每月 3,500 吨的不锈钢产能？

**写入正文：**13｜下关约 480 亿日元如何分期和筹资，什么样的回报率能支撑新增每月 3,500 吨的不锈钢产能？

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - growth investment (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、20
- Capex and productive assets: JPY 15,469m spent, JPY 17,548m in construction (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：20；反向验证：17、26；专项深挖：20

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：How are the roughly JPY 48bn of Shimonoseki investments phased and funded, and what return profile justifies adding 3,500 MT/month of stainless capacity into a semiconductor-driven demand cycle?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Determines whether the stainless option creates or dilutes ROIC.
- 不确定性（原始记录）：Project returns undisclosed; outcome after FY2028-29.

在线打开本发现 →

## F039｜13｜反倾销最终税率是多少，热轧、冷轧板调查会对自家卷材成本意味着什么？

**写入正文：**13｜反倾销最终税率是多少，热轧、冷轧板调查会对自家卷材成本意味着什么？

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、13
- Regulation: anti-dumping duties and investigations in 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13；外部现实校验：06、08；专项深挖：13

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：What final (not provisional) anti-dumping duties will be set on Chinese and Korean galvanised sheet, and what will the HR/CR sheet investigation mean for Maruichi's own coil procurement costs?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Two-sided: supports domestic prices but may raise coil costs.

- 不确定性（原始记录）：Pending regulatory decisions.

在线打开本发现 →

## F040｜08｜投资证券和土地是真实但没有定价的资产，出售节奏由管理层决定

**写入正文：**08｜投资证券和土地是真实但没有定价的资产，出售节奏由管理层决定；13｜剩余政策持股（账面 638.59 亿日元）以什么速度出售，收入用于回购还是不锈钢扩产？

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）**

- FY3/26 tanshin - special items and comparatives (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；外部现实校验：21
- Non-operating and hidden assets: securities and land at book (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21；反向验证：18；专项深挖：21

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：At what pace will the remaining policy shareholdings (JPY 63,859m at book) be sold, and how much of the proceeds goes to buybacks versus the stainless build-out?
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Controls net-income support from gains and buyback capacity.
- 不确定性（原始记录）：No mark-to-market or sale schedule.

在线打开本发现 →

## F041｜13｜未来两个季度的月线收盘，能否守住 1,385–1,466 日元的旧上沿区？

**写入正文：**13｜未来两个季度的月线收盘，能否守住 1,385–1,466 日元的旧上沿区？

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- Monthly price spine 2001-2026 (split-adjusted, mirror accepted through 2026-10-27) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5463.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；反向验证：35；同业比较：27、31；其他用途：历史
- Daily closes into the interim release: 6 and 9 November 2026 (https://equity.jiji.com/stocks/5463)｜怎么使用：直接证据；反向验证：34

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：What monthly closing evidence over the next two quarters confirms or falsifies retention of the 2025-26 breakout — specifically whether price holds above the old JPY 1,385-1,466 ceiling zone through the current retest? This is a question about future price behaviour and does not restate or alter the protected Technical State.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT_PRICE_EVIDENCE
- 内部来源标记：TECHNICAL

- 普通股东含义（原始记录）：Monthly closes defending the zone would de-risk the fundamental durability debate; losing it reopens the base.
- 不确定性（原始记录）：Only resolved by future month-end closes after the cutoff.

在线打开本发现 →

## F042｜日本製鉄 (Nippon Steel, 5401): upstream largest domestic steelmaker group; hot-rolled coil pricing sets Maruichi's Japan input-cost base.

**写入正文：**03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

研究范围：开放研究

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15
- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、13

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：日本製鉄 (Nippon Steel, 5401): upstream largest domestic steelmaker group; hot-rolled coil pricing sets Maruichi's Japan input-cost base.
- 内部研究类型：RELATED_COMPANY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Coil price decisions transmit directly into the spread.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.85; supplier-level volumes undisclosed.

在线打开本发现 →

## F043｜03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

**写入正文：**03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方；07｜治理紧凑，持股有锚，没有重大冲突

研究范围：开放研究

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15
- G-Biz Info corporate record (EDINET-sourced): major shareholders and parent indicators (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、24；外部现实校验：01

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：ＪＦＥホールディングス (JFE Holdings, 5411): integrated steelmaker supplying the domestic coil market; a JFE Steel pension trust holds 4.06% of Maruichi via Custody Bank re-trust.
- 内部研究类型：RELATED_COMPANY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Links Maruichi to integrated makers as supplier and legacy cross-holding counterparty whose unwinding is part of the capital-efficiency story.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.8.

在线打开本发现 →

## F044｜神戸製鋼所 (Kobe Steel, 5406): former parent of Maruichi Stainless Tube (transferred 2020) and a domestic coil supplier.

**写入正文：**03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

研究范围：开放研究

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- Maruichi Stainless Tube profile - provenance and MST-X ownership (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07
- Financial Results Briefing for the Year Ended March 31, 2026 (English) (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS90390/51f2e233/028c/40c4/af95/91b8a4cdac55/140120260512526571.pdf)｜怎么使用：直接证据

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：神戸製鋼所 (Kobe Steel, 5406): former parent of Maruichi Stainless Tube (transferred 2020) and a domestic coil supplier.
- 内部研究类型：RELATED_COMPANY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Explains the quality of the seamless asset and its semiconductor-cycle exposure.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.9.

在线打开本发现 →

## F045｜東京製鐵 (Tokyo Steel, 5423): Japan's largest electric-furnace maker; its coil/sheet pricing competes in the same value chain and is a reference in the anti-dumping context.

**写入正文：**04｜东京制铁和大阪制铁是观察国内价格平衡的两个参照

研究范围：开放研究

**证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、13

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：東京製鐵 (Tokyo Steel, 5423): Japan's largest electric-furnace maker; its coil/sheet pricing competes in the same value chain and is a reference in the anti-dumping context.
- 内部研究类型：RELATED_COMPANY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：EAF supply and imports jointly set the domestic sheet balance now reshaped by trade measures.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.75; rival results not retrieved.

在线打开本发现 →

## F046｜大阪製鐵 (Osaka Steel, 5449): fellow independent Osaka steelmaker exposed to Kansai construction demand and cost complex; re-rated in the same 2025-26 rally.

**写入正文：**04｜东京制铁和大阪制铁是观察国内价格平衡的两个参照

研究范围：开放研究

**证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）**

- StockAnalysis statistics for TYO:5463 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27、31

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：大阪製鐵 (Osaka Steel, 5449): fellow independent Osaka steelmaker exposed to Kansai construction demand and cost complex; re-rated in the same 2025-26 rally.
- 内部研究类型：RELATED_COMPANY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Relative performance informs how the market prices spread durability.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.7; peer fundamentals not analysed.

在线打开本发现 →

## F047｜07｜治理紧凑，持股有锚，没有重大冲突

**写入正文：**07｜治理紧凑，持股有锚，没有重大冲突

研究范围：开放研究

**证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）**

- G-Biz Info corporate record (EDINET-sourced): major shareholders and parent indicators (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、24；外部现实校验：01

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Silchester International Investors (via Northern Trust): disciplined foreign value holder with 2.70% at March 2026.
- 内部研究类型：RELATED_COMPANY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Consistent with the market treating Maruichi as a balance-sheet and cash-return story; does not guarantee continued discipline.
- 不确定性（原始记录）：Confidence 0.85; later holdings unknown.

在线打开本发现 →

## F048｜03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

**写入正文：**03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

**归并到：**F006

研究范围：开放研究

**证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15
- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13
- Suppliers and input dependence: coil procurement and the US coil shortage (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06；反向验证：04、13；专项深挖：06

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Nippon Steel coil pricing transmits into Maruichi's spread; the pass-through race against mill hikes is the central margin mechanism.
- 内部研究类型：UPSTREAM_PARTNER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F049｜03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

**写入正文：**03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方；07｜治理紧凑，持股有锚，没有重大冲突

**归并到：**F043

研究范围：开放研究

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15

- G-Biz Info corporate record (EDINET-sourced): major shareholders and parent indicators (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、24；外部现实校验：01

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：JFE supplies the coil market and its pension trust (4.06%) is a legacy cross-holding on Maruichi's register.
- 内部研究类型：UPSTREAM_PARTNER_AND_SHAREHOLDER_LINK
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F050｜03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

**写入正文：**03｜热轧卷是最大的变数，上游钢厂同时是供应商和股东关联方

**归并到：**F044

研究范围：开放研究

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- Maruichi Stainless Tube profile - provenance and MST-X ownership (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07
- Financial Results Briefing for the Year Ended March 31, 2026 (English) (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS90390/51f2e233/028c/40c4/af95/91b8a4cdac55/140120260512526571.pdf)｜怎么使用：直接证据

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Kobe Steel's 2020 transfer created the stainless/BA leg; the relationship explains asset quality and semiconductor-cycle exposure.
- 内部研究类型：FORMER_PARENT_OF_GROWTH_LEG
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F051｜04｜贸易措施一边抬高国内价格上限，一边可能推高卷材成本

**写入正文：**04｜贸易措施一边抬高国内价格上限，一边可能推高卷材成本；11｜最容易出问题的是美国价差、BA 周期和贸易政策

**归并到：**F077

研究范围：开放研究

**证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、13

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：EAF coil supply and import competition jointly set the domestic sheet balance that anti-dumping measures are reshaping in domestic makers' favour.
- 内部研究类型：COMPETITOR_AND_SUPPLY_CHAIN_PEER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F052｜04｜东京制铁和大阪制铁是观察国内价格平衡的两个参照

**写入正文：**04｜东京制铁和大阪制铁是观察国内价格平衡的两个参照

**归并到：**F046

研究范围：开放研究

**证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）**

- StockAnalysis statistics for TYO:5463 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27、31

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Osaka Steel re-rated in the same independent-steel rally, so relative performance carries information about how the market prices spread durability.
- 内部研究类型：SENTIMENT_PEER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F053｜03｜需求以建筑为主且分散，国内销量只能按零增长假设

**写入正文：**03｜需求以建筑为主且分散，国内销量只能按零增长假设

**归并到：**F005

研究范围：开放研究

**证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08
- Financial Results Briefing for the Year Ended March 31, 2026 (English) (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS90390/51f2e233/028c/40c4/af95/91b8a4cdac55/140120260512526571.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Customers and demand: construction, agriculture, autos, semiconductors, data centres (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：05；外部现实校验：02、03、11；反向验证：06；专项深挖：05
- Demand structure: construction exposure and the parent volume record (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：05、15；反向验证：11；专项深挖：05、11、15

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Structural and piping tubes sell into building, civil works, agriculture and plant investment; the company steers toward data centres and national-resilience projects, so growth pockets are mix opportunities rather than a volume cycle.
- 内部研究类型：END_MARKET
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F054｜07｜治理紧凑，持股有锚，没有重大冲突

**写入正文：**07｜治理紧凑，持股有锚，没有重大冲突

**归并到：**F047

研究范围：开放研究

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- G-Biz Info corporate record (EDINET-sourced): major shareholders and parent indicators (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24；外部现实校验：01
- Ownership: trust banks, Yoshimura Holdings, foreign value investors (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：支持证据；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：A disciplined foreign value holder on the register supports, but does not guarantee, continued capital discipline.
- 内部研究类型：INSTITUTIONAL_SHAREHOLDER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F055｜02｜丸一是把热轧卷加工成焊接钢管的集团，股东只持有一个上市主体

**写入正文：**02｜丸一是把热轧卷加工成焊接钢管的集团，股东只持有一个上市主体

研究范围：开放研究

**证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 Q1 briefing - stainless and BA tubes (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30
- Financial Results Briefing for the Year Ended March 31, 2026 (English) (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS90390/51f2e233/028c/40c4/af95/91b8a4cdac55/140120260512526571.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Maruichi Stainless Tube profile - provenance and MST-X ownership (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07

- Semiconductor BA cycle: from inventory adjustment to +62% volume (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04；专项深挖：04、30；同业比较：30；其他用途：历史
- Group organisation: Maruichi Kohan made wholly owned; MST-X joint ownership (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120250904553691.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：07；专项深挖：07

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Maruichi Stainless Tube is the wholly owned seamless/BA unit whose Shimonoseki base hosts the JPY 26bn large-press plant; it is the group's growth option and drives group capex returns into FY2029.
- 内部研究类型：WHOLLY_OWNED_SUBSIDIARY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F056｜02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数

**写入正文：**02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数

**归并到：**F002

研究范围：开放研究

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- Group organisation: Maruichi Kohan made wholly owned; MST-X joint ownership (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120250904553691.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07；专项深挖：07
- Maruichi Stainless Tube profile - provenance and MST-X ownership (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：07

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Maruichi Kohan, made wholly owned by simplified share exchange resolved 5 Sep 2025, tightens price discipline at the customer interface, relevant to pass-through.
- 内部研究类型：WHOLLY_OWNED_SALES_ARM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F057｜06｜亚洲是海外销量增长的变数，但只贡献一成多的利润

**写入正文：**06｜亚洲是海外销量增长的变数，但只贡献一成多的利润

**归并到：**F028

研究范围：开放研究

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15
- Overseas network economics: US repair, Vietnam pivot, India and Philippines growth (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07、13；专项深挖：07

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：SUNSCO (Vietnam) is the Asia segment's swing asset; its US-sheet exit and tube pivot decide whether Asia's profit share recovers toward plan.
- 内部研究类型：CONSOLIDATED_SUBSIDIARY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F058｜06｜北美从亏损转为盈利，是增长最快也最依赖卷材价差的利润来源

**写入正文：**00｜报告身份、评分与核心结论；06｜北美从亏损转为盈利，是增长最快也最依赖卷材价差的利润来源

**归并到：**F027

研究范围：开放研究

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 Q1 briefing - segment and US detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Overseas network economics: US repair, Vietnam pivot, India and Philippines growth (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07、13；专项深挖：07

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：The four US structural-tube companies (MAC, Leavitt, MOST, MNT) convert CRU spreads into the group's fastest-growing profit pool; the constraint is coil supply, not demand.
- 内部研究类型：CONSOLIDATED_SUBSIDIARIES
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

## F059｜02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数

**写入正文：**02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数

**归并到：**F073

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）**

- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15
- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13
- Margin quality: gross margin 19.9% to 27.5% in one year (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：12、28、29；专项深挖：12、16、28、34
- Suppliers and input dependence: coil procurement and the US coil shortage (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06；反向验证：04、13；专项深挖：06
- Maruichi Steel Tube 10-year financial summary (filing-based) (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：12、16、28；外部现实校验：32；同业比较：12、15、16、17、18、19、22、25、29、33；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Coil cost versus lagged tube repricing, not volume, explains why FY3/26 profit rose on lower sales.
- 内部研究类型：DRIVES_MARGIN_SWING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F060｜02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数

**写入正文：**02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数；04｜竞争来自两个方向：国内同行降价和亚洲进口

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）**

- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08
- Competitive setting: rivals' price cuts and import competition (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：03、07、09、10、15；专项深挖：08；同业比较：13；其他用途：历史
- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、09、15
- Business model: manufacture and sale of steel tubes and surface-treated products (https://www.maruichikokan.co.jp)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02；专项深挖：02
- Revenue quality: volume down, price/mix up (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15；反向验证：02、08、16、19；专项深挖：02、15

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Rivals' price cuts in weak demand slow pass-through and transfer spread to buyers, qualifying a pricing-power reading.
- 内部研究类型：CAPS_PASS_THROUGH
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F061｜04｜贸易措施一边抬高国内价格上限，一边可能推高卷材成本

**写入正文：**04｜贸易措施一边抬高国内价格上限，一边可能推高卷材成本；11｜最容易出问题的是美国价差、BA 周期和贸易政策

**归并到：**F077

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13
- Regulation: anti-dumping duties and investigations in 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13；外部现实校验：06、08；专项深挖：13

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Import restrictions lift domestic orders and the price ceiling, helping pass-through.
- 内部研究类型：SUPPORTS_DOMESTIC_PRICE_CEILING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F062｜08｜回购加分红几乎等于净利润，每股收益靠回购抬升

**写入正文：**08｜回购加分红几乎等于净利润，每股收益靠回购抬升

**归并到：**F076

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）**

- FY3/26 tanshin - special items and comparatives (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：21
- Non-operating and hidden assets: securities and land at book (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；反向验证：18；专项深挖：21

- Shareholder return: FY3/26 cash returns approximated net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：26；反向验证：25；专项深挖：25、26
- FY3/27 Q1 briefing - shareholder return record (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：支持证据；同业比较：26；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Securities sales are the balancing item that links the return policy to the cross-shareholding unwind.
- 内部研究类型：FUNDS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F063｜08｜下关约 480 亿日元投资用自有现金流支付，是用今天的自由现金流买未来的利润期权

**写入正文：**08｜下关约 480 亿日元投资用自有现金流支付，是用今天的自由现金流买未来的利润期权

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）**

- FY3/26 tanshin - consolidated balance sheet (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：10、18、19、21、29
- Capex and productive assets: JPY 15,469m spent, JPY 17,548m in construction (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20；反向验证：17、26；专项深挖：20
- Financing and capital policy: self-funded, no dependence on debt markets (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25、26
- Balance sheet and leverage: 82.5% equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：18；外部现实校验：10；反向验证：21、22；专项深挖：10、18、22、29
- FY3/27 Q1 briefing - growth investment (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：04、20
- FY3/26 tanshin - cash flows and share counts (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17、26；外部现实校验：24、25

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Net cash and operating cash flow fund the Shimonoseki programme without debt markets.
- 内部研究类型：SELF_FUNDS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F064｜03｜BA 管跟着半导体设备投资周期，下关扩产会放大这种波动

**写入正文：**03｜BA 管跟着半导体设备投资周期，下关扩产会放大这种波动；11｜最容易出问题的是美国价差、BA 周期和贸易政策

**归并到：**F075

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - stainless and BA tubes (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30
- FY3/27 Q1 briefing - growth investment (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、20
- Semiconductor BA cycle: from inventory adjustment to +62% volume (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04；专项深挖：04、30；同业比较：30；其他用途：历史

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：The semiconductor-driven BA cycle determines whether Shimonoseki's added stainless capacity earns its return, arriving as MST-X must first prove the Texas model.
- 内部研究类型：CYCLE_EXPOSURE_AMPLIFIED_BY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F065｜06｜净利润下降 1.3%，只是因为上一年的证券出售收益太大

**写入正文：**06｜净利润下降 1.3%，只是因为上一年的证券出售收益太大

**归并到：**F022

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）**

- FY3/26 tanshin - special items and comparatives (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：21
- Normalised earnings power: operating profit is the clean line (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；反向验证：32；专项深挖：28、35
- Accounting watch items: recurring 'one-off' securities gains and stock compensation (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；专项深挖：32

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Recurring securities gains flatter FY3/25 net income and depress FY3/26 growth optics; operating profit is the clean comparator.
- 内部研究类型：DISTORTS_HEADLINE_EARNINGS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F066｜09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它

**写入正文：**09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它；14｜八个模块的得分与理由

**归并到：**F021

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）**

- Valuation snapshot: market cap and analyst target, 9 November 2026 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：35；反向验证：31；专项深挖：27、31
- Normalised earnings power: operating profit is the clean line (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；反向验证：32；专项深挖：28、35
- StockAnalysis statistics for TYO:5463 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：27、31
- Finnhub profile and returns for 5463.T (https://finnhub.io/?q=%225463%2ET%22)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：14、27、31
- FY3/26 tanshin - special items and comparatives (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：32；外部现实校验：21

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：The multiple on guidance-year earnings must be read against the mid-cycle anchor.
- 内部研究类型：QUALIFIES
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F067｜09｜下行保护在资产层，不在盈利层

**写入正文：**09｜下行保护在资产层，不在盈利层

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）**

- Downside protection: solvency first, earnings cyclicality second (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；专项深挖：29、35

- Valuation snapshot: market cap and analyst target, 9 November 2026 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：35；反向验证：31；专项深挖：27、31
- Industry cycle: the decade's profit path tracks the coil spread (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：12；外部现实校验：16、29、33；专项深挖：12、16、33、34；同业比较：02、05、06、08、09、10、11、14、28；其他用途：历史
- StockAnalysis statistics for TYO:5463 (https://StockAnalysis.com/quote/tyo/5463/statistics/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：27、31
- Finnhub profile and returns for 5463.T (https://finnhub.io/?q=%225463%2ET%22)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：14、27、31

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Net cash about 24% of market cap bounds downside at the asset layer while the earnings layer remains cyclical.
- 内部研究类型：BOUNDS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F068｜09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它

**写入正文：**09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它；13｜下半年能否守住隐含的 220.99 亿日元营业利润，尤其是北美的 84 亿日元？

**归并到：**F034

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）**

- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28
- FY3/27 Q1 briefing - segment and US detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Segment profit concentration: Japan carries about two-thirds of segment profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：North America's rising weight in planned profit makes H2 US spread delivery the key unresolved dependency.
- 内部研究类型：RAISES_DEPENDENCE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F069｜10｜价格先于业绩，业绩公布后的价格反应尚未出现

**写入正文：**10｜价格先于业绩，业绩公布后的价格反应尚未出现

**归并到：**F032

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）**

- Jiji Equity - 5463 daily quotes early November 2026 (https://equity.jiji.com/stocks/5463)｜怎么使用：直接证据
- Market expectations: the 2026 re-rating and its first reversal (https://finnhub.io/?q=%225463%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；反向验证：14、24、27、30；专项深挖：27、31
- Daily closes into the interim release: 6 and 9 November 2026 (https://equity.jiji.com/stocks/5463)｜怎么使用：直接证据；反向验证：34
- Monthly price spine 2001-2026 (split-adjusted, mirror accepted through 2026-10-27) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5463.T)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；反向验证：35；同业比较：27、31；其他用途：历史
- Residence distribution of monthly closes across the life history (https://irbank.net/5463)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Cross-lane timing between public fundamental delivery and price references the protected Technical Synthesis as a whole without redefining it.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_CONTEXT_REFERENCE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

## F070｜13｜未来两个季度的月线收盘，能否守住 1,385–1,466 日元的旧上沿区？

**写入正文：**13｜未来两个季度的月线收盘，能否守住 1,385–1,466 日元的旧上沿区？

**归并到：**F041

**证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）**

- Monthly price spine 2001-2026 (split-adjusted, mirror accepted through 2026-10-27) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5463.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；反向验证：35；同业比较：27、31；其他用途：历史
- Daily closes into the interim release: 6 and 9 November 2026 (https://equity.jiji.com/stocks/5463)｜怎么使用：直接证据；反向验证：34

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：The open question on monthly closes is the natural next-evidence follow-up to the protected Technical Synthesis, held as Research Debt outside it.
- 内部研究类型：NEXT_EVIDENCE_FOR
- 内部来源标记：TECHNICAL

在线打开本发现 →

## F071｜05｜护城河是耐力和供货能力，不是定价权

**写入正文：**05｜护城河是耐力和供货能力，不是定价权

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

**证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）**

- Competitive setting: rivals' price cuts and import competition (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：03、07、09、10、15；专项深挖：08；同业比较：13；其他用途：历史
- Moat evidence: breadth, service network and survival through cycles (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：10；反向验证：33；专项深挖：10
- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：05、08
- Balance sheet and leverage: 82.5% equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：18；外部现实校验：10；反向验证：21、22；专项深挖：10、18、22、29

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Rivals' FY3/26 price cuts show the moat is endurance and availability, not pricing power.
- 内部研究类型：COUNTER_EVIDENCE_TO_PRICING_POWER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

## F072｜02｜耐久的部分是网络、品种和资产负债表，利润水平靠外部价差

**写入正文：**02｜耐久的部分是网络、品种和资产负债表，利润水平靠外部价差；05｜护城河是耐力和供货能力，不是定价权

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）**

- Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (Japanese GAAP) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、22、35
- G-Biz Info corporate record (EDINET-sourced): major shareholders and parent indicators (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24；外部现实校验：01
- Maruichi Stainless Tube profile - provenance and MST-X ownership (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07
- Registry identity: EDINET E01253, corporate number 5120001047593 (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01；专项深挖：01

- Group organisation: Maruichi Kohan made wholly owned; MST-X joint ownership (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120250904553691.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07；专项深挖：07
- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、09、15
- Business model: manufacture and sale of steel tubes and surface-treated products (https://www.maruichikokan.co.jp)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02；专项深挖：02
- Revenue quality: volume down, price/mix up (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15；反向验证：02、08、16、19；专项深挖：02、15
- FY3/27 Q1 briefing - growth investment (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、20
- Maruichi Steel Tube official website - business lines and IR updates (https://www.maruichikokan.co.jp)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03
- Product range: structural, piping and conduit tubes, poles and special products (https://www.maruichikokan.co.jp)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03；专项深挖：03
- Technology and capacity: next-generation mills and BA precision (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04；外部现实校验：20；专项深挖：04、20
- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08
- Customers and demand: construction, agriculture, autos, semiconductors, data centres (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：02、03、11；反向验证：06；专项深挖：05
- Demand structure: construction exposure and the parent volume record (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、15；反向验证：11；专项深挖：05、11、15
- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13
- Suppliers and input dependence: coil procurement and the US coil shortage (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06；反向验证：04、13；专项深挖：06
- FY3/27 Q1 briefing - segment and US detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Competitive setting: rivals' price cuts and import competition (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：03、07、09、10、15；专项深挖：08；同业比较：13；其他用途：历史
- Industry position: leading independent welded-tube maker (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；专项深挖：01、08、09

- Market sizing evidence: segment sales as the observable market footprint (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：09、19；专项深挖：09、11
- Moat evidence: breadth, service network and survival through cycles (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：10；反向验证：33；专项深挖：10
- Balance sheet and leverage: 82.5% equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；外部现实校验：10；反向验证：21、22；专项深挖：10、18、22、29
- Maruichi Steel Tube 10-year financial summary (filing-based) (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、28；外部现实校验：32；同业比较：12、15、16、17、18、19、22、25、29、33；其他用途：历史
- Industry cycle: the decade's profit path tracks the coil spread (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：16、29、33；专项深挖：12、16、33、34；同业比较：02、05、06、08、09、10、11、14、28；其他用途：历史
- FY3/26 tanshin - cash flows and share counts (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、26；外部现实校验：24、25
- Operating cash flow: tax drag in FY3/26, 1.55x five-year coverage (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；反向验证：20；专项深挖：17
- Working capital: receivables, inventories and payables scale (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- JINGI analysis of 5463 from securities-report data (https://www.jingi.ai/5463)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：17、18、22
- FY3/26 tanshin - consolidated balance sheet (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：10、18、19、21、29
- FY3/27 Q1 results briefing materials (Japanese) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30
- FY3/26 tanshin - special items and comparatives (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：21
- Non-operating and hidden assets: securities and land at book (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；反向验证：18；专项深挖：21
- Returns on capital: ROE 7.7%, ROIC 7.5-8.0% (https://www.jingi.ai/5463)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；专项深挖：22
- Management and governance: compact board, stock-based pay (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23

- Ownership: trust banks, Yoshimura Holdings, foreign value investors (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=5120001047593)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；反向验证：23；专项深挖：24
- FY3/27 Q1 briefing - shareholder return record (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：26；其他用途：历史
- Financing and capital policy: self-funded, no dependence on debt markets (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25、26
- Shareholder return: FY3/26 cash returns approximated net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：26；反向验证：25；专项深挖：25、26
- Downside protection: solvency first, earnings cyclicality second (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；专项深挖：29、35
- Normalised earnings power: operating profit is the clean line (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；反向验证：32；专项深挖：28、35
- Capex and productive assets: JPY 15,469m spent, JPY 17,548m in construction (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20；反向验证：17、26；专项深挖：20

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Durable Business Portrait: a debt-free spread franchise｜Foundation formed before current change: coil conversion across a national network, no leverage, positive profit through every trough, ~40% of assets in financial assets funding expansion and returns; endurance and availability rather than pricing power; earnings level set by external spread.
- 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）：Floor from balance sheet and return policy; earnings level is cyclical and the price pays for its persistence.
- 不确定性（原始记录）：Level durability under the post-2020 structure is untested through a full cycle.

在线打开本发现 →

## F073｜02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数

**写入正文：**02｜利润等于卷材成本与钢管售价的价差乘以吨数

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

**证据来源（18 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13

- Suppliers and input dependence: coil procurement and the US coil shortage (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06；反向验证：04、13；专项深挖：06
- FY3/27 Q1 briefing - segment and US detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、09、15
- Business model: manufacture and sale of steel tubes and surface-treated products (https://www.maruichikokan.co.jp)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02；专项深挖：02
- Revenue quality: volume down, price/mix up (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15；反向验证：02、08、16、19；专项深挖：02、15
- Group organisation: Maruichi Kohan made wholly owned; MST-X joint ownership (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120250904553691.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07
- Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (Japanese GAAP) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、22、35
- Maruichi Steel Tube 10-year financial summary (filing-based) (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、28；外部现实校验：32；同业比较：12、15、16、17、18、19、22、25、29、33；其他用途：历史
- Margin quality: gross margin 19.9% to 27.5% in one year (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：12、28、29；专项深挖：12、16、28、34
- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08
- Competitive setting: rivals' price cuts and import competition (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：03、07、09、10、15；专项深挖：08；同业比较：13；其他用途：历史
- Industry position: leading independent welded-tube maker (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；专项深挖：01、08、09
- Market sizing evidence: segment sales as the observable market footprint (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：09、19；专项深挖：09、11
- Regulation: anti-dumping duties and investigations in 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13；外部现实校验：06、08；专项深挖：13
- Overseas network economics: US repair, Vietnam pivot, India and Philippines growth (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07、13；专项深挖：07
- Segment profit concentration: Japan carries about two-thirds of segment profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据

- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Spread chain: coil, lagged tube pricing, competition and policy｜Mills price coil off global HRC (CRU Midwest $765/t to above $1,000/t during 2025, about $1,114/st by June 2026) while fragmented domestic buyers reprice quarters later; the same lag cut FY3/25 operating profit to JPY 22.9bn and lifted FY3/26 to JPY 32.0bn without volume growth.
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_CAUSAL_CHAIN
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Profit is a spread claim with high beta and low visibility; pass-through speed matters more than tonnage.
- 不确定性（原始记录）：Pass-through extent for 2026 coil increases unknown.

在线打开本发现 →

## F074｜09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它

**写入正文：**09｜较稳妥的中周期营业利润在 300 亿日元上下，今年的指引高于它；12｜销量与利润反复背离：这只股票买的是价差，不是吨数

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

**证据来源（14 项；重复标签已按来源合并）**

- Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (Japanese GAAP) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、22、35
- Maruichi Steel Tube 10-year financial summary (filing-based) (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、28；外部现实校验：32；同业比较：12、15、16、17、18、19、22、25、29、33；其他用途：历史
- Margin quality: gross margin 19.9% to 27.5% in one year (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：12、28、29；专项深挖：12、16、28、34
- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15
- FY3/27 Q1 briefing - segment and US detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Overseas network economics: US repair, Vietnam pivot, India and Philippines growth (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07、13；专项深挖：07
- Segment profit concentration: Japan carries about two-thirds of segment profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据

- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28
- FY3/27 Q1 results briefing materials (Japanese) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30
- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08
- Customers and demand: construction, agriculture, autos, semiconductors, data centres (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；外部现实校验：02、03、11；反向验证：06；专项深挖：05
- Demand structure: construction exposure and the parent volume record (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、15；反向验证：11；专项深挖：05、11、15
- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13
- Suppliers and input dependence: coil procurement and the US coil shortage (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06；反向验证：04、13；专项深挖：06

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Volume and profit decoupled three times in eighteen months｜FY3/26 group tonnage -3.7% with operating profit +39.8%; Q1 FY3/27 a US coil shortage cut volumes at two plants while North America profit doubled; H1 FY3/27 group volume +3.3% while North America profit rose 65.0% to JPY 5,545m. The equity is a price-spread claim, not a volume claim.
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_PATTERN
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Valuation should follow spread durability; volume prints are poor guides.
- 不确定性（原始记录）：Pattern covers one up-leg of the spread cycle.

在线打开本发现 →

## F075｜03｜BA 管跟着半导体设备投资周期，下关扩产会放大这种波动

**写入正文：**03｜BA 管跟着半导体设备投资周期，下关扩产会放大这种波动；11｜最容易出问题的是美国价差、BA 周期和贸易政策

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）**

- FY3/27 Q1 briefing - stainless and BA tubes (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30

- Semiconductor BA cycle: from inventory adjustment to +62% volume (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04；专项深挖：04、30；同业比较：30；其他用途：历史
- FY3/27 Q1 briefing - growth investment (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、20
- Capex and productive assets: JPY 15,469m spent, JPY 17,548m in construction (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20；反向验证：17、26；专项深挖：20
- Technology and capacity: next-generation mills and BA precision (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04；外部现实校验：20；专项深挖：04、20
- Maruichi Stainless Tube profile - provenance and MST-X ownership (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07
- Financial Results Briefing for the Year Ended March 31, 2026 (English) (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS90390/51f2e233/028c/40c4/af95/91b8a4cdac55/140120260512526571.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Group organisation: Maruichi Kohan made wholly owned; MST-X joint ownership (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120250904553691.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：07；专项深挖：07

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Stainless leg tied to the semiconductor capex cycle｜BA volumes swung from decline (FY3/26 fab delays) to +62% in Q1 and +71.4% in H1 FY3/27; JPY 48bn of Shimonoseki capacity arrives in FY2028-29, multiplying that exposure just as MST-X must first prove the Texas model; the unit's full-year operating profit forecast was lifted to JPY 3,500m.
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_EXPOSURE_CHAIN
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The growth option is lumpy, capex-timed and unproven; capex-to-ROIC chain cannot be tested before FY2028-29.
- 不确定性（原始记录）：BA revenue share and project returns undisclosed.

在线打开本发现 →

## F076｜08｜回购加分红几乎等于净利润，每股收益靠回购抬升

**写入正文：**08｜回购加分红几乎等于净利润，每股收益靠回购抬升

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

**证据来源（16 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/26 tanshin - consolidated balance sheet (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：10、18、19、21、29

- FY3/26 tanshin - cash flows and share counts (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、26；外部现实校验：24、25
- Balance sheet and leverage: 82.5% equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；外部现实校验：10；反向验证：21、22；专项深挖：10、18、22、29
- FY3/27 Q1 results briefing materials (Japanese) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30
- FY3/26 tanshin - special items and comparatives (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：21
- Non-operating and hidden assets: securities and land at book (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；反向验证：18；专项深挖：21
- FY3/27 Q1 briefing - shareholder return record (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：26；其他用途：历史
- Financing and capital policy: self-funded, no dependence on debt markets (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：25、26
- Shareholder return: FY3/26 cash returns approximated net income (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：26；反向验证：25；专项深挖：25、26
- Returns on capital: ROE 7.7%, ROIC 7.5-8.0% (https://www.jingi.ai/5463)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；专项深挖：22
- JINGI analysis of 5463 from securities-report data (https://www.jingi.ai/5463)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：17、18、22
- Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (Japanese GAAP) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、22、35
- Normalised earnings power: operating profit is the clean line (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；反向验证：32；专项深挖：28、35
- Accounting watch items: recurring 'one-off' securities gains and stock compensation (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；专项深挖：32
- Capex and productive assets: JPY 15,469m spent, JPY 17,548m in construction (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20；反向验证：17、26；专项深挖：20
- FY3/27 Q1 briefing - growth investment (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：04、20

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Fortress balance sheet converted into per-share compounding｜Buybacks cut average shares 5.7% in one year, so flat net income still lifted EPS and dividend; the

balancing item is securities sales, linking return policy to the cross-shareholding unwind and to the recurring 'extraordinary' gains.
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_VALUE_TRANSMISSION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Per-share compounding is real but depends on continued asset release; the pace of sales is a key open item.
- 不确定性（原始记录）：Remaining holdings' value and sale pace unknown.

在线打开本发现 →

## F077｜04｜贸易措施一边抬高国内价格上限，一边可能推高卷材成本

**写入正文：**04｜贸易措施一边抬高国内价格上限，一边可能推高卷材成本；11｜最容易出问题的是美国价差、BA 周期和贸易政策

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

**证据来源（11 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、13
- Regulation: anti-dumping duties and investigations in 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13；外部现实校验：06、08；专项深挖：13
- FY3/26 tanshin - segment information and qualitative review (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、09、15
- Overseas network economics: US repair, Vietnam pivot, India and Philippines growth (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07、13；专项深挖：07
- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28
- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08
- Competitive setting: rivals' price cuts and import competition (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：03、07、09、10、15；专项深挖：08；同业比较：13；其他用途：历史
- Industry position: leading independent welded-tube maker (https://stainless-steel-world.net/maruichi-stainless-tube-relationships-built-on-trust-innovation-and-quality/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09；专项深挖：01、08、09
- Market sizing evidence: segment sales as the observable market footprint (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；外部现实校验：09、19；专项深挖：09、11
- FY3/27 Q1 results briefing materials (Japanese) (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30

- Macro and FX: translation rates, Hormuz assessment (https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS90390/51f2e233/028c/40c4/af95/91b8a4cdac55/140120260512526571.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：12；专项深挖：14

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Trade measures cut both ways across the group's geography｜Anti-dumping duties on Asian sheet protect the domestic order book and price negotiations, while US tariffs cost the stainless unit export volume in FY3/26 and anti-dumping pressure forced SUNSCO out of US-bound sheet; geographic diversification and trade-policy exposure are the same fact.
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_TWO_SIDED_POLICY_EXPOSURE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Near-term domestic price support coexists with cost and export risk; final determinations matter.
- 不确定性（原始记录）：Final duty rates and HR/CR outcome pending.

在线打开本发现 →

## F078｜13｜下面八个问题都要等后续披露或价格数据，目前没有可行的公开渠道提前回答

**写入正文：**13｜下面八个问题都要等后续披露或价格数据，目前没有可行的公开渠道提前回答

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

**证据来源（16 项；重复标签已按来源合并）**

- FY3/27 guidance in the FY3/26 tanshin (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、25；外部现实校验：28
- FY3/27 Q1 briefing - segment and US detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Segment profit concentration: Japan carries about two-thirds of segment profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Industry cycle: the decade's profit path tracks the coil spread (https://the-shashi.com/tse/5463/financials/summary/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：16、29、33；专项深挖：12、16、33、34；同业比较：02、05、06、08、09、10、11、14、28；其他用途：历史
- FY3/27 Q1 briefing - stainless and BA tubes (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30
- Semiconductor BA cycle: from inventory adjustment to +62% volume (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04；专项深挖：04、30；同业比较：30；其他用途：历史
- FY3/27 Q1 briefing - trade measures and pricing (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、13

- FY3/26 tanshin - Japan qualitative commentary (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、08
- FY3/26 tanshin - outlook section and the 7th medium-term plan (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/27 Q1 briefing - growth investment (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、20
- Capex and productive assets: JPY 15,469m spent, JPY 17,548m in construction (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：20；反向验证：17、26；专项深挖：20
- Regulation: anti-dumping duties and investigations in 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260806512368.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13；外部现实校验：06、08；专项深挖：13
- FY3/26 tanshin - special items and comparatives (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；外部现实校验：21
- Non-operating and hidden assets: securities and land at book (https://www2.jpx.co.jp/disc/54630/140120260512526433.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21；反向验证：18；专项深挖：21
- Monthly price spine 2001-2026 (split-adjusted, mirror accepted through 2026-10-27) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5463.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；反向验证：35；同业比较：27、31；其他用途：历史
- Daily closes into the interim release: 6 and 9 November 2026 (https://equity.jiji.com/stocks/5463)｜怎么使用：直接证据；反向验证：34

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Research Debt carried to the next Review｜Unresolved questions with dated evidence paths: H1/H2 prints, price rounds, MST-X, Shimonoseki phasing, final anti-dumping, policy-share sales, 8th plan and monthly closes. No reasonable current public path remains for any of them; all are future-disclosure dependent.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT_REGISTER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：These decide whether FY3/27 earnings are a level or a peak.
- 不确定性（原始记录）：All depend on post-cutoff disclosure.

在线打开本发现 →

## F079｜10｜六年箱体上方是一段几乎没有停留历史的价格区

**写入正文：**10｜六年箱体上方是一段几乎没有停留历史的价格区；10｜回踩来得和上涨一样快，月线与日线给出了不同信号；10｜旧上沿区能否由压力位变成支撑位，决定这轮上涨有没有站稳

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

**研究原始记录（核对用）**

- 研究原文：Protected Technical Synthesis (RESEARCH_TRUTH.technical_state)
- 内部研究类型：PROTECTED_TECHNICAL_SYNTHESIS

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

在线打开本发现 →

## 最后一页｜合规与风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。