7414 小野建株式会社（Onoken Co., Ltd.）

Kabugami V3.2 56.46/100 · B

这家公司是做什么的

小野建株式会社（Onoken Co., Ltd.，东证 Prime 及福冈上市，代码 7414，总部北九州）主营钢材流通。公司从各家钢厂采购条钢、厚板、圆钢，在区域仓库和加工中心备货、切割加工并配送。连同建材销售…

最近亮点

2026年3月期出现上市以来首次净亏损22.18亿日元，起因是九州·中国地区固定资产的69.2亿日元减值；经营利润仍有47.4亿日元。2027年3月期上半年财报到评审日（2026年11月9日）尚未公布，一季度（4–…

资料截止 2026-11-09 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勸诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	Claude 研究
研究日期	2026-11-09
研究规则版本 SHA	8484dd6fa1bb2c23409435b8578f4302c0e86dc4
评分版本	V3.2
发布源 SHA	7f54ae310abbeebc63b8f11da2e8043f99d84c4b
交付代码版本 SHA	7f54ae310abbeebc63b8f11da2e8043f99d84c4b
交付运行时指纹	9c66d25077341bbecdc7793b71fe7f388776680c83932b8e21f9b460468dc668
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	6bde149c-3cdd-56f4-8b26-ed81f8f6632b
Canonical 快照 ID	d23ac1a4-5ca0-5b4d-9ce9-48dfdcdf012e
Canonical 研究日期	2026-11-09
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	7414

先看研究要点

为什么值得研究	价差机制被证明有效：2026 年 3 月期钢材毛利率在市场萎缩中升至 10.9%（上升 1.3 个百分点），销量只下降 1.5%。自有资本比率 47.3%，每股 69 日元的分红底线在亏损年份照付，按现价股息率 5.32%，另有每年约 10 亿日元的回购。
最需要担心什么	三种下行各打在不同位置：九州·中国地区资产可能出现第二轮减值，侵蚀账面净资产；钢价回升会重新占用应收款和库存，净负债可能高于 539 亿日元；日均成交额约 8,600 万日元，机构资金很难进出。三项风险的发生概率无法从披露中量化。
Kabugami 现在怎么看	Kabugami 评分 56.46/100，B 级（评分版本 V3.2）。行动：持有并观察，上半年财报公布前不主动加仓。这个判断同时依赖钢厂涨价兑现计划中的价差、新增仓库产能被销量消化、追加回报政策落地，三条缺一不可，并受外部钢价和建筑需求左右，把握一般。

01｜投资问题与当前结论

01.1｜这家分销商的特许经营还在，但利润水平要重新挣回来

结论是：小野建的 franchise 站得住，利润水平站不住。它是同业中份额靠前的独立钢材分销商，在每个区域都有自己的库存、卷板加工中心和加工能力，客户关系多年稳定，并且在钢价下跌时把毛利率做宽了。这样的结构能熬过周期。

经营利润却是三个变量的剩余：外部钢价水平、外部建筑需求，以及管理层自己抬高的成本基数（销管费与折旧）。五年里经营利润从 117.56 亿日元降到 47.4 亿日元，成本基数一直在需求之前往上走。资产负债表诚实但有杠杆，净负债约 539 亿日元，经营性资产刚经历过 69.2 亿日元的减值测试，分红底线、每年回购和家族增持都是按这个杠杆水平设定的。

股权价值取决于价差和销量能否跑赢已经建成的固定成本，这是后面几节反复检验的问题。护城河的强度属于中等：判断来自结构而不是数据，客户流失率和客户集中度没有披露。

01.2｜投资判断是三个条件的合取，现价已经假设复苏落空

小野建的股权是对一家守住价差的流通业务的杠杆化索取权。价差机制有效：毛利率逆着萎缩的市场变宽。制约在销量和不断上升的固定成本。以 0.34 倍 PBR 计，价格已经假设 2027 年 3 月期至 2028 年 3 月期的复苏落空。

判断因此取决于三件事同时成立：钢厂主导的涨价兑现计划中的价差，新增仓库和加工线被销量吸收，回报政策提高每股现金回报。三者都能在两个季度内从公开数字里检验。

这个判断把握一般，因为最大的利润杠杆（钢价）由钢厂决定，销量又随建筑需求波动，这两项都不在公司手里。

01.3｜2026 年 3 月期的亏损来自减值，五年下滑来自销量和固定成本

净亏损 22.18 亿日元是一次减值事件。经营利润 47.4 亿日元、经常利润 47.11 亿日元都为正，亏损来自九州·中国地区（本土）固定资产的 69.2 亿日元一次性减值。下半年合计亏损 34.6 亿日元，上半年盈利 12.41 亿日元。

更值得看的是趋势。经营利润连续五年下降，经营利润率从 5.3%降到 1.9%，而钢材毛利率扩大到 10.9%。公司自己的增减拆解把 2026 年 3 月期的下降归于销量（−13.24 亿日元）、建筑及其他（−5.11 亿日元）和销管费（−1.67 亿日元），价格只占−0.68 亿日元。减值之前，上半年经营利润已经同比下降 47%。

这意味着价差没有塌，问题落在销量和成本基数上。同业对比没有做，下滑里行业共性与公司特有的比例因此无法分开。

01.4｜什么会推翻这个判断，什么会加强它

按顺序，加强判断的证据有三项：上半年价差拆解与计划一致、关东·东北地区利润率回升；2026 年内的追加回报决定提高每股现金回报；2027 年 3 月期经营利润不低于 63 亿日元，净负债不高于 539 亿日元。

推翻判断的条件也有三项：上半年经营利润低于上年同期的 19.46 亿日元且归因于销量；2027 年 3 月期决算时出现第二轮减值或递延所得税资产冲销；回报政策逾期，或落地后没有实质内容。一项出现，判断下调；两项出现，判断关闭。

这些都是公开披露的数字。技术上的失效位置（月线收盘跌破 1,250 日元）归在独立的价格结构判断里，见技术结构一章。

02｜公司本质与商业模式

02.1｜一张区域网络承载两门生意：钢材流通和建筑承包

小野建株式会社（Onoken Co., Ltd.）是总部设在北九州的独立钢材流通商，东证 Prime（2003 年 12 月起）和福冈证券交易所上市，代码 7414，已发行股份 25,123,913 股。没有母公司，也没有钢厂股东。官方英文名取自公司英文网站。

2026 年 3 月期销售 2,531 亿日元，其中钢材与建材流通 1,975 亿日元（78%），建筑承包 551 亿日元（22%），不动产租赁等约 5 亿日元。纳入合并的子公司有 6 家；最大个人股东的姓名被披露文件遮蔽，家族内部的持股分配没有再核实。

第一条腿是流通加工：从各家钢厂买入，在区域中心备货、切割加工、配送，赚的是销量乘以价差。第二条腿是建材销售加承包：建材销售毛利率约 5%，承包毛利率约 10%。收入以重复交易为主，没有单一大客户，价差也没有合同保护。承包订单余额、两条腿之间的内部抵销金额都没有披露。

02.2｜近十八个月的集中变化，要么是谷底，要么是价值陷阱

公司 1949 年注册成立，1999 年在福冈上市，2003 年在东京上市，2006 年股价见顶，2010 年见底，2022 年 3 月期（FY3/22）因疫情后钢价上涨达到利润高点。

最近十八个月变化密集：2025 年 6 月新社长就任，2026 年 2 月家族持股工具 ON Trust 增持并通过四区域责任制决议，2026 年 4 月实行执行董事制度，2026 年 5 月出现首次亏损、减值和上市后第一个中期经营计划。这种密度通常标志着谷底，也可能是价值陷阱。

2010 年和 2020 年两次低点之后价差都有恢复，这只是提示，不能当作预测。接下来的两份财报决定是哪一种。

03｜产品、客户与供应链

03.1｜条钢是利润来源：毛利润 99.12 亿日元，毛利率 13.2%

钢材的利润集中在条钢。2026 年 3 月期条钢毛利润 99.12 亿日元、毛利率 13.2%（上升 2.2 个百分点），超过厚板（82.81 亿日元，10.6%，销量 73.4 万吨）和圆钢（18.32 亿日元，6.1%）。钢材合计销量 159.7 万吨，每公斤均价 114.56 日元，毛利润 200.26 亿日元（10.9%）。

钢材毛利率每变动一个百分点，约合 18 亿日元毛利润。所以产品组合偏向条钢和加工品，比单纯放大销量更值钱。加工品与非加工品的吨位分布没有披露，这一点限制了对组合改善的量化。

03.2｜建筑承包是稳定器，不是第二台发动机

承包销售 552.44 亿日元，毛利率稳定在 10.0%（毛利润 55.08 亿日元）；建材销售 205.26 亿日元，毛利率 5.0%。两项加起来的毛利润约为钢材毛利润的四分之一，贡献的是跨年度的稳定，但年内有进度的时间噪音。

计划中的增长由订单驱动：城市再开发、物流设施、数据中心和国土强韧化工程。承包订单余额与利润结构没有披露，建筑板块能否成为第二增长来源，无法用现有数据验证。

03.3｜价格由钢厂定，销量由建筑业定，公司两头都是价格接受者

上游是日本钢厂（日本制铁、JFE 和电炉厂）。它们定下市场价格水平，价差和库存估值都从这个水平派生。小野建从各家钢厂采购，不依赖任何一家股权，在买卖两头都是价格接受者，只有采购节奏一项自由度。供应商条款和返利没有披露。

下游是日本建筑业：承包商、加工厂和区域建筑商吃掉大部分钢材销量，也是整个第二条业务的需求来源。需求分化：都市再开发、物流和数据中心偏强，区域中小项目因成本上涨和人手不足停滞。国内钢材需求在缓慢长期下行，计划假设的是份额增长，不是市场增长。销量是最大的增减拆解项（先是−13.24 亿日元，计划中再是+19.84 亿日元），它基本是外生的。没有打开独立的终端市场数据。

03.4｜库存和加工能力放在子公司里，利用率决定折旧能否被覆盖

合并子公司（西日本钢材中心、三协则武工业、小野建冲绳、山政、小野建钢材、三阳钢材，另有未合并的大林商会）持有集团真正卖出去的库存和加工能力，2026 年 4 月起转由四个区域直接管理。补贴和并购的钱都落在这里。

决定新增产能能否赚回折旧的，是子公司利用率，不是母公司的订单。子公司各自的盈利情况没有披露。

04｜竞争格局与产业关系

04.1｜价差链：钢厂价格同时决定售价价差和库存估值

钢厂价格水平既设定售价与采购价之间的价差，也设定库存的重估。2026 年 3 月期毛利率逆市变宽 1.3 个百分点，说明价格传导有效，只是滞后；争论因此落到销量和固定成本。

库存约 302 亿日元，钢价每变动 1%，通过销货成本带来约 3 亿日元的潜在估值摆动。价格上涨抬升售价价差和库存估值，但头一段会先被挤压；下跌则两者同时受损。从周期位置看，2022 年 3 月期的利润高点受益于涨价，2026 年 3 月期是销量谷底而价差已恢复，2027 年 3 月期是计划中的转折。库存估值方法（平均成本的滞后）没有单独披露。

计划里最大的利润杠杆（价差+14.12 亿日元）由钢厂决定，误差范围大于+32.9%的指引增幅所显示的。同业传导是否顺畅、地缘与关税影响（计划未计入）都没有检验。

04.2｜同业是一组结构性对手，没有打开同业财报

竞争者包括上市同业八幡商事（8078）、冈谷钢机（7485）、佐藤商事（8065）和钢厂系贸易商，以及数百家非上市区域经销商，它们争夺同样的需求、钢厂配额和并购标的。需求弱时行业把价差竞争下去，需求强时配额更关键。

2026 年 3 月期的毛利率维持更像行业性的纪律，而不是小野建一家的本事。这里的竞争判断是结构性的，没有打开任何同业财报。

05｜护城河判断

护城河属于中等，且来自结构推断。它由区域内的备货宽度、嵌入客户流程的加工、多年客户关系，以及建筑业务 68 名一级施工管理技术人员构成；密度经济让服务水平随规模提高。标准吨位的切换成本不高，加工和准时配送的流程更黏。

证据是 2026 年 3 月期销量只降 1.5%，毛利率却升到 10.9%。这护住的是销量份额，价格由钢厂说了算。同业传导决定钢厂涨价会变成行业价差还是被竞争抹平，这一点没有被同业财报检验，会限制护城河给上行带来的贡献。

“份额居首”是公司自述，没有经审计的份额数据；客户流失率、客户集中度和同业对标都没有披露。

06｜财务质量与现金流

06.1｜减值是账面事件，需要追问的是本土资产的回报

69.2 亿日元减值全部落在九州·中国地区。它削减了账面净资产，却没有动用现金，分红照付。问题于是转到：这一地区的资产能否产生足以支撑剩余账面值的现金流。

它可能没有结束。该地区 2026 年 3 月期销售下降 9.2%，继任的九州·冲绳区域仍持有集团最大的资产。如果 2027 年 3 月期区域市场持平，问题会在年度决算审计时重新打开。减值后剩余账面值和现金创造能力能否覆盖，现有披露没有给出，要等 2027 年 3 月期的有价证券报告资产附注。

06.2｜五年利润下滑是销量加固定成本，不是价差塌陷

销量下降、新设施折旧上升和人工成本抬高，使价差变宽的收益被固定成本吞掉：福山和静冈新设施投产带来折旧，销管费合计上升 6.5%至 215.55 亿日元，其中折旧上升 19.5%至 40.9 亿日元，另有 8.23 亿日元折旧计入销货成本。

新增产能先产生折旧，后才有销量。这条链条的后果是，价差机制再有效，只要销量没跟上，经营利润就不会回来。2027 年 3 月期计划需要价差（+14.12 亿日元）和销量（+19.84 亿日元）合起来跑赢人工和运费（−17.45 亿日元）。

06.3｜增长的区域目前在拖累经营利润

2026 年 3 月期，萎缩的本土（九州·中国，销售下降 9.2%）仍赚得最多：销售 1,387.08 亿日元，利润 27.97 亿日元（2.0%）。关西·中京最稳定，利润 10.00 亿日元。增长的关东·东北销售上升 2.8%，利润却下降 40.2%到 10.12 亿日元，因为静冈中心的成本年化了。

买来的销量目前用固定成本支付，在经营利润层面是稀释的。2027 年 3 月期起分部改为九州·冲绳、中国·四国、关西·中京、关东·东北四区，子公司归入区域管理，按新口径重述的历史数据在公布时尚未提供，可比性受限。同一条因果链也解释了为什么产能先于销量，见资本政策一章。

06.4｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年

2026 年 3 月期经营现金流 104.03 亿日元，高估了正常水平：其中含 69.2 亿日元非现金减值加回，以及钢价下跌带来的营运资金释放（应收款−36.53 亿日元，库存−19.69 亿日元），被应付款减少 66.12 亿日元部分抵消。投资支出 90.71 亿日元之后，自由现金流约 13.32 亿日元，不足以覆盖 9.99 亿日元回购和 17.21 亿日元分红，缺口靠短期借款增加 45.8 亿日元和资产负债表空间。

钢价回升时机制会反过来：计划中的价差扩大同时把应收款和库存重新垫回 2025 年 3 月期水平（两者合计约 710 亿日元），吞掉计划分配给投资和回报的经营现金。好的利润年可能是差的现金年，而分红底线不会随之调整。年内营运资金峰值和应付款账期没有披露。

所以要同时看上半年资产负债表上的净负债：钢价按计划上涨时应收款和库存会回补到多高，2027 年 3 月期末净负债是高于还是低于约 539 亿日元，决定复苏是靠自身现金还是靠银行。

06.5｜资产负债表稳健但带杠杆，风险是回报被稀释而不是破产

2026 年 3 月底总资产 1,961 亿日元，自有资本比率 47.3%。应收款和合同资产 646 亿日元，库存 302 亿日元，土地账面 342 亿日元，减值后有形固定资产 804 亿日元。借款 600 亿日元（短期 378 亿日元）对现金 64 亿日元，净负债约 539 亿日元，约为偏低的 2026 年 3 月期 EBITDA 的 5.6 倍。

这是随钢价放大的营运资金型负债。地区主力银行福冈银行（持股 1.91%）和西日本城市银行（1.73%）自 1949 年起历经各个周期一直提供资金；2026 年 3 月期短期借款增加 45.8 亿日元，同时应付款缩小。续借条款没有披露，土地市场价值与账面差额也没有评估。

风险因此是回报被稀释和灵活性下降，不是资不抵债；股权是对钢材周期的杠杆索取权。

06.6｜税务上没有亏损缓冲，递延所得税资产依赖同一次复苏

2026 年 3 月期税前亏损 22.05 亿日元，却缴纳当期税 13.94 亿日元，递延税项贷方 14.81 亿日元，净税收益只有 0.86 亿日元：盈利的子公司和减值在出售前不可抵扣的时点，使现金税在减值年份照常流出。

递延所得税资产由 4.63 亿日元升到 17.72 亿日元，约占净资产 928 亿日元的 1.9%，能否收回取决于和投资判断同一次利润复苏。递延所得税资产的分期安排没有做附注级别的核查。

07｜股东、董事与治理

07.1｜家族控制让利益高度一致，也让外部力量无从介入

小野建由小野家族经营：社长小野刚（2025 年 6 月就任）、副社长和专务都是家族成员。最大个人股东持有 10.73%（除库存股），家族资产管理公司 ON Trust 持有 9.48%，前十大股东合计约 40.5%，名册中没有钢厂、商社母公司或激进股东。

这意味着战略连续、代理成本低，同时资本配置的改变只能来自内部。被遮蔽的最大个人股东身份和低于披露门槛的家族持股没有再核实。

07.2｜2026 年改革是真实的，但保留了控制权

改革包括：四区域责任制和执行董事制度（2026 年 4 月）、董事会外部董事比例升到 50%（原 36%）、女性 25%（原 18%）、2025 年 10 月起设可持续发展委员会，以及内部的 CMS、CRM 和 BI 工具。家族仍握有前三个执行职位，所以改革是在现有体制内优化，不是挑战它。

治理折价因此只会随回报政策缩小，而不会靠董事会施压；2026 年内承诺的追加回报决定是一次真实的检验。董事会实效没有评估，下一代传承安排也没有披露。

07.3｜股东名册解释了估值：没有机构买家，边际买盘是家族自己

个人持股占 53.44%，外资法人从 15.85%（2019 年度）降到 8.91%，金融机构从 27.73%降到 20.91%，日均成交额约 8,600 万日元。没有任何机构持有人会因回报改善而被动推高股价。

冬季股价走弱时，边际买家是 ON Trust：它在 2026 年 2 月 19 日提交的变更报告中把持股提高 2.43 个百分点，达到已发行股份的 9.54%，同时变更了一项担保合同，这发生在减值公布之前。这与家族把低于 0.4 倍 PBR 的价格视为价值相符，但只是软信号：它支持账面净资产在经济上真实，并不能证明；一旦 ON Trust 减持，信号就会反转。担保合同变更的细节没有披露。

家族持股同时强化了对外部压力的防御：增持表明立场一致，也让名册更难被外部改变。

08｜资本政策

08.1｜回报体系是一个整体：分红底线、年度回购和家族增持

这套安排的尺寸由举债型资产负债表能承担的范围决定，不是由自由现金流决定。真正的信号是追加回报的讨论，不是派息率。

分红规则是派息率 30%与每股 69 日元二者取高。2026 年 3 月期亏损仍付每股 69 日元（合计 16.97 亿日元，权益股息率 1.8%），2027 年 3 月期计划继续每股 69 日元，相当于预测每股收益的 41.1%，管理层承诺不减。分红来自资产负债表和经营现金流，不是剩余自由现金流。

另外，公司称追加回报政策正在内部讨论，决定目标在 2026 年内；形式和规模仍然未知，参见本章末的待解问题。

08.2｜权益股息率被公式钉在 1.8%，只有两件事能改变它

每股 69 日元的固定底线除以每股净资产 3,798.90 日元，权益股息率固定在 1.8%附近。要改变它，只能让账面缩小（注销库存股）或提高底线，两者都归追加回报的决定控制。这是结构性推断，管理层意图没有披露。

08.3｜回购按 10 亿日元封顶，实际上是年度计划

2025 年 3 月期和 2026 年 3 月期各回购 9.99 亿日元左右，按 10 亿日元上限设定；2025 年 3 月期同时注销 10.99 亿日元库存股，2026 年 3 月期没有注销。库存股从 2,010 股增至 691,410 股（占已发行股份 2.75%）。

在约 0.35 倍账面价格上，每 10 亿日元回购可回收约 3%的股份，使剩余每股净资产提高约 2%。没有增发，也没有稀释。回购名义上每年重新决定，2027 年 3 月期是否同额重复、库存股是否注销，都没有披露。

08.4｜补贴用一次性补助换来永久成本承诺

一项国家大规模成长投资补贴（节省人力、与加薪挂钩）覆盖 26 亿日元左右，对应约 105 亿日元项目：仓库 63 亿日元、加工设备 36 亿日元、IT 6 亿日元。其中包括山政的新总部仓库（2026 年 7 月投运，库存容量约为旧址的 5 倍），生产率提高要回流为每年约 6%的加薪。

补贴降低了风险资本，不改变折旧的时点，还把更高的工资基数固定下来。2026 年 3 月期压缩已使利润损失 3.08 亿日元。新仓库如果没有被销量填满，2028 年 3 月期会重复静冈那种成本吸收不足的模式。项目回报没有披露，补助的会计确认时点也会影响报告利润率。

08.5｜并购按有形资产定价，风险在整合而不是商誉减记

2022 年起收购了 9 家区域经销商（山政、小野建钢材、大林商会、松尾金属、三宝工业、中央钢材、丸美商商、Star 挂布、三阳钢材），商誉仅 1.9 亿日元。2026 年 3 月期三笔交易花费约 9 亿日元，在约 50 亿日元的计划额度之内。

三阳钢材（香川钢材经销商，1958 年创立，约 250 家客户，覆盖香川、爱媛、德岛，2026 年 5 月 29 日收购）加强中国·四国区域。该区域计划利润率只有 0.8%，上半年还计划亏损。因此这笔收购既是小规模区域收购模式的样板，也是对最薄弱利润区能否被整合改善的检验。收购价格和被收购企业的盈利没有披露。

08.6｜中期经营计划：目标仍在，但利润端落后于投资端

第一期中期经营计划（2026 年 3 月期至 2028 年 3 月期）在亏损后保留目标：2028 年 3 月期销售 3,100 亿日元、经营利润 75 亿日元、EBITDA 125 亿日元、ROE 6.0%；2027 年 3 月期中间标记为销售 2,746 亿日元、经营利润 63 亿日元、EBITDA 120 亿日元、ROE 4.8%。2026 年 3 月期 EBITDA96.5 亿日元左右，资本开支、并购和补贴项目都按期执行，利润端落后，所以 2028 年 3 月期要连续两年兑现，而不是一年复苏。

计划的资金框架：三年经营现金流 280 亿日元左右，分配给约 150 亿日元成长投资、约 50 亿日元股东回报和约 70 亿日元还款。长期愿景 2035 的数值没有归纳。

计划自己列出的运营考核：自产加工品销售占比提高到 20%、建筑占销售的 50%、严格的投资回报门槛、集团资金管理系统（CMS）完成、2026 年上线数据驱动管理工具，以及灵活回购作为权益调节手段。加工品占比的实际数字尚未披露，2027 年 3 月期的披露是进展还是沉默，比叙述更能检验计划。

08.7｜ROE 目标仍低于资本成本，所以追加回报比 ROE 数字更重要

2026 年 3 月期 ROE 为−2.3%（2025 年 3 月期 5.3%）。结构性 ROE 处于个位数中段：自有资本厚，资产周转被营运资金限制。计划 2028 年 3 月期达到 6.0%，公司按 CAPM 自估的权益资本成本约 7%，即使兑现，股票的回报仍低于自己的资本成本，再评价需要超出目标的业绩或通过注销缩减账面。

东京证券交易所的资本成本与 PBR 改革是外部背景，管理层承认十年来 ROE 一直低于资本成本。这给了公司一个体面理由去做名册无法逼迫的事，使用的力度只能由追加回报的决定体现。

09｜估值与安全边际

09.1｜0.34 倍净资产的价格是这类股东结构下的低迷期价格，不是新的偿债担忧

估值判断是：现价已经假设 2027 年 3 月期至 2028 年 3 月期的复苏落空，折价主要来自盈利能力和治理，不是偿付能力。过去十年 PBR 大约在 0.29 倍至 0.70 倍之间波动，2018 年 3 月期高点 2,108 日元时也只有 0.70 倍，2020 年 3 月期低点 976 日元为 0.29 倍。公司自己的区间说法（0.34 至 0.70 倍）与 IRBANK 的极值（0.29 倍）略有差别，口径差异没有核对。

加上 47.3%的自有资本比率、亏损年份照付、股息率约 5%的分红底线和家族增持，不对称性对耐心的持有者有利，前提是 2027 年 3 月期的价差拆解为真。

折价还有一个持续的原因：计划 ROE（4.8%、6.0%）仍低于约 7%的自估资本成本，名册里没有机构买家。同业是否同样折价没有核对，所以“行业性折价”只是框架。

09.2｜估值快照：每个输入都有日期和口径

2026 年 11 月 6 日收盘 1,297 日元（研究截止 2026 年 11 月 9 日），总市值 325.9 亿日元（按已发行 25,123,913 股）。预测 PER 7.7 倍，用公司指引 2027 年 3 月期每股收益 167.80 日元。

实绩 PBR 0.34 倍，按 2026 年 3 月期末每股净资产 3,798.90 日元。ROE −2.3%为 2026 年 3 月期公布值。

预测股息率 5.32%，对应每股 69 日元。EV/EBITDA 8.8 倍：EV 849.2 亿日元＝总市值＋2026 年 6 月 30 日净有息负债 523.39 亿日元（借款 590.83 亿日元减现金 67.44 亿日元）；EBITDA 96.53 亿日元＝2026 年 3 月期营业利润 47.4 亿日元加折旧 49.13 亿日元。

这些数字混用了口径：预测 PER 来自公司指引而不是一致预期（没有一致预期），EV 用 2026 年 6 月底的债务但配的是 2026 年 3 月期的 EBITDA。

09.3｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后

2027 年 3 月期指引：销售 2,746 亿日元（上升 8.5%），经营利润 63 亿日元（上升 32.9%），净利润 41 亿日元，每股收益 167.80 日元，下半年占重。增减拆解是价差+14.12 亿日元、销量+19.84 亿日元、建筑及其他−0.91 亿日元、销管费−17.45 亿日元（人工、运费）。管理层说明中东能源和美国关税的影响没有计入。

这是一次价格周期的押注，误差范围比+32.9%显示的更宽。上半年计划销售 1,349 亿日元、经营利润 28 亿日元，下半年经营利润 35 亿日元。一季度只完成上半年销售计划的 45.6%、经营利润计划的 39.7%（11.11 亿日元）和净利润计划的 48.7%，钢材销量上升但建筑进度延后把销售压低 1.0%，指引没有修改。

上半年如果偏软，更多的重量会压到本已偏重的下半年。进度延后可能只是时点而不是取消，订单余额没有披露。上半年财报是否接近计划，价差扩大能否在产品毛利率里看到，或者全年要靠更陡的下半年，是目前最高优先级的未知，答案要到上半年财报（评审日尚未公布，目前没有可用的公开路径）才有。同时，钢厂实际价格谈判能否兑现+14.12 亿日元价差，也没有证据。

09.4｜正常化后的合理盈利是 60 亿至 80 亿日元，现价约 7 倍

把五年记录按价格周期和新成本基数正常化，在现有资产基础上，合理的中周期经营利润约 60 亿至 80 亿日元，正好落在 2027 年 3 月期计划（63 亿日元）与 2028 年 3 月期目标（75 亿日元）之间。按 70 亿日元计，现价约 7 倍正常化盈利，另有 5.3%的底线股息率。

这是作者的推断区间，不是预测，要在 2027 年 3 月期实绩出来后重新校准。计划要求的是正常化，不是奇迹。

09.5｜没有隐藏资产垫，折价是对盈利能力的定价

投资证券只有 43.16 亿日元（占总资产 2.2%），没有可套利的上市持股。资产故事是经营性资产，主要是账面 342 亿日元的土地加仓库和加工网络，价值通过使用而不是出售实现。土地评估价值和售后回租意向都没有披露。

所以不应给它资产股溢价；0.34 倍的折价评价的是盈利能力。

09.6｜下行有四层保护，有两样不算保护

第一层是资产负债表：47.3%的自有资本比率，在合理钢价情景下不存在偿付问题。第二层是分红底线：等待期间的 5.3%。第三层是名册：家族工具在这个价位增持。第四层是持续经营中按成本计价的经营性资产。

前、二、四层是合同或资产负债表事实；家族买盘是行为性的，可能无通知地停止。流动性和第二轮减值不构成保护。家族公司不存在收购方，退出只能按市场的节奏。土地变现价值没有在下行情景下评估。

仓位要尊重流动性这一层。

09.7｜没有卖方一致预期，价格里装的是公司自己的指引

实际上没有卖方一致预期：委托研究的覆盖从 2026 年 3 月期三季度才开始，付费研究报告没有打开。价格体现的是公司指引按这类股东结构常见的低迷期倍数折现（0.34 倍 PBR、7.7 倍预测 PER、5.1%至 5.3%股息率）。

持仓是空的，不是拥挤：换手低，外资 8.91%，融资余额很小。失望是价格里的基准情形，兑现则没有。市场预期的唯一信息就是股息率隐含的“底线即上限”。

每年约 10 亿日元的回购加 5.3%的股息，合计现金回报约为市值的 8%，但权益股息率被钉在 1.8%，只有追加回报才能改变。

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｜技术问题：两年半的下跌是在衰竭成底，还是下一腿之前的停顿

月线显示，自 2024 年 3 月高点 1,938 日元以来的下跌正在放慢，但底部还没有被确认。需要回答的是：它在衰竭，还是只是停一下，之后跌穿 1,250 日元的箱体底部？

依据是 275 根月线（2003 年 12 月至 2026 年 10 月，10 月这根未收完，本地记录截至 2026 年 10 月 27 日），原始未复权价格，没有拆股造成的断点。记录从东京上市（2003 年 12 月）开始，1999 年至 2003 年只在福冈上市的早期价格不在其中。10 月 27 日收盘为 1,352 日元，最近一个日线收盘是 2026 年 11 月 6 日的 1,297 日元。没有周线或更细的交叉验证，这一章的判断建立在月线上。

10.2｜全部上市历史：箱体来回，上涨短而陡，下跌长而缓

上市以来价格分四段：2003 至 2006 年升到历史高点 2,160 日元（2006 年 2 月）；2006 至 2010 年长期下跌并在 2010 年 2 月见到历史低点 576 日元；2017 至 2018 年冲到 2,108 日元（2018 年 1 月）后，腰斩到 2020 年 3 月的 976 日元；2021 至 2024 年恢复到 1,938 日元（2024 年 3 月），随后进入当前的下跌与收窄。10 月部分收盘 1,352 日元位于全部价格区间的 49.0%，是每个周期都会回来的中间平台。

路径特征是：数年的平台之间夹着两三年的陡峭上涨（2003–06、2017–18、2020–24），以及多年磨人的下跌（2006–10、2018–20、2024–26）。下跌历史上比上涨更久，往往在成交量枯竭时结束，而不是在放量恐慌的那个月。

10.3｜价格行为：每轮下跌更短，区间逐年收窄，成交量逐年萎缩

2024 年 3 月以来三轮下跌幅度递减：1,938 到 1,300 日元，1,563 到 1,250 日元，1,496 到 1,289 日元。日历年区间逐步收窄：2024 年 1,300 至 1,938 日元，2025 年 1,250 至 1,563 日元，2026 年至今 1,289 至 1,496 日元。

最近 14 个月的月收盘只在 1,297 至 1,495 日元之间，相对于价格水平，这是上市以来最窄的持续区间；在下跌 35%左右之后，波动约 15%。2026 年至今的区间约占价格的 16%，2024 年约为 42%。

成交量同步萎缩：2021 年 1,780 万股、2022 年 1,870 万股，2023 至 2025 年依次为 1,520 万、1,470 万、1,290 万股，2026 年前十个月 1,190 万股。下跌和区间都在缩量中形成，没有出现恐慌式放量的月份。

箱体内的低点没有下移：2025 年 4 月的 1,250 日元守住了，2026 年低点 1,289 日元高于它，两年内没有月收盘跌破 1,250 日元。下探被在当月买回，上冲到 1,496 至 1,563 日元则被卖出。这个不对称与低位有买盘、高位有抛压一致；如果月收盘站稳在 1,563 日元之上，这个状态就会反转。

10.4｜均线纠缠在价格上方，是价格要收复的位置

价格位于 12 月均线 1,404.8 日元、24 月均线 1,428.7 日元和 60 月均线 1,525.3 日元之下，三者自上而下排列，其中 60 月均线仍在下降。12 月与 24 月均线彼此相差不到 2%，与 60 月均线的整个距离只有价格的 9%左右：均线在纠缠，没有发散。

因此需要收复的是整条均线带（约 1,405 至 1,429 日元），而不是某一条线。它与 2025 年平台的下沿重合；被收复的均线带通常会被回踩，再转成支撑位。下方的支撑位是 1,250 日元（箱体下沿），更上方的压力位是 60 月均线 1,525 日元和 1,496 至 1,563 日元的平台上沿；在 1,938 日元高点区之前，上方没有拥挤的成交密集区。

2025 年两次上冲 1,496 至 1,563 日元都被压回，每次被拒绝的幅度比前一次更小。这些失败的上冲会一直压制反弹，直到月收盘站上 1,563 日元。

10.5｜状态判断：下跌衰竭进行中，尚未确认；矛盾在于均线说下跌、区间说衰竭

当前纯价格状态是：两年箱体内的下跌末段衰竭。趋势仍向下，但在放慢，动量耗尽，结构没有确认。价格处在箱体下半部、均线带之下，2026 年低点高于 2025 年低点，位置稳定而不是在恶化。

内部矛盾是尺度不同：均线排列（价格在三条均线之下，60 月均线仍在下降）说明下跌，收窄的区间和缩量说明下跌在衰竭。两者都对，均线描述已经完成的过去，区间描述正在放慢的现在。要消除矛盾，需要收复均线带，而不是争论。

迁移质量上，2024 年以来是有序的：高点逐次降低、低点持平或抬高，没有跳空的月线断裂，缩量接近低点，这是衰竭的特征而不是清算式下跌。收复一半跌幅的速度（恢复半衰期）现在无法测量，因为还没有从箱体底部出现被确认的上冲；从第一个站上 1,430 日元的月收盘开始计量，之后回撤向均线带靠拢的速度，将给这次修复的质量打分。

技术信心：把握一般。

10.6｜事件之后的价格响应：最差的基本面消息没有击穿 1,250 日元

纯价格状态形成之后再看事件。2026 年 5 月公布首次亏损和 69.2 亿日元减值，是上市历史上最差的基本面披露，但价格没有跌破 1,250 日元的底。坏消息被箱体吸收，没有被放大。

价格与基本面的时间关系是：价格在试图领先基本面。箱体在 2025 至 2026 年形成，当时报告利润仍在下降；2026 年 11 月的价格处在低迷倍数（0.34 倍净资产、7.7 倍预测每股收益），上半年的证据尚未出来。这只是时间对照，不是技术成因，基本面向好也不能提升一个尚未被确认的技术状态。如果价差拆解为真，价格几乎没有预先反映；如果为假，1,250 日元就是时间错误最先暴露的位置。

上半年财报同时是基本面判断和价格结构共同等待的确认事件，两者互不推出对方。

10.7｜后续确认与失效条件

确认价格结构需要依次出现：月收盘站上约 1,430 日元的均线纠缠带，这是第一步修复，使均线带从压力位变成回踩区；月收盘站上 1,563 日元的 2025 年平台上沿并伴随月成交量放大，箱体才算解决，路径通向 1,938 日元高点区；上半年财报窗口内月低点逐次抬高（月收盘不低于 1,289 日元），均线走平，12 月均线向走平的 24 月均线抬头。

失效条件有三项：月收盘跌破 1,250 日元，箱体底部失守，基本面看法与此无关，下一个参照是 2020 年的 976 日元；放量月收盘跌破 1,289 日元，缩量枯竭变成派发，衰竭判断反转；连续两个月收盘创更低低点且振幅放大，收窄区间的前提不成立。

11｜风险与催化剂

11.1｜下行风险分别打在回报、现金和退出三个位置

主要风险是具体的三件事，各自独立。第一，九州·中国地区 69.2 亿日元减值之后，第二轮不能排除，它会侵蚀账面净资产，却不动现金；触发情形是 2027 年 3 月期区域市场持平，在决算审计时重新打开，减值后的剩余账面值未知。第二，价格回升会重新占用应收款和库存，使净负债超过约 539 亿日元。第三，日均成交额约 8,600 万日元，任何机构的退出流动性都很差。三者的发生概率无法从披露中量化。

11.2｜计划里有两处单点假设，其中一处押在关东·东北

2027 年 3 月期的+32.9%经营利润增长，建立在钢厂主导的涨价之上，且管理层把中东能源和美国关税影响排除在数字之外，所以误差范围更宽。

最大的区域假设是关东·东北：经营利润计划翻倍到 21.4 亿日元（利润率从 1.9%到 3.8%），依赖静冈中心全年运转。若兑现，集团计划超过一半的风险被化解；如果重复 2026 年 3 月期的成本吸收不足，集团就会落空。分部历史已改为四区口径，可比性有限。

11.3｜区域、家族和名册三种集中会一起发作

本土九州·中国地区占销售 55%，前三个执行职位都是同一个家族，前十大股东约占 40.5%，所以关键人风险、传承风险和区域需求风险是相关联的，不会独立出现。传承安排没有披露。

流动性是仓位风险：日均成交额 8,600 万日元左右，贝塔 0.42，融资买入约为融资卖出的 211 倍（2026 年 10 月下旬），但融资买入只占已发行股份约 1.3%，反映的是散户多头，不是机构持仓。单次公告就可能让价格向任一方向跳空。这是一只需要拿着等证据的股票，不适合快进快出。

11.4｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

未来两个季度有两个有日期的事件：2027 年 3 月期上半年财报（上年 11 月 7 日公布，2026 年 11 月 9 日尚未提交，具体日期按五年节奏推断），以及管理层承诺在 2026 年内给出的追加股东回报政策。随后是 2027 年 3 月期三季度（2027 年 2 月）、2027 年 3 月期决算（预计 2027 年 5 月）和 2027 年 6 月股东大会。前两个事件不需要钢价变化就可能推动一只 0.34 倍 PBR、约 5%股息率的股票。

上半年财报是最近的硬催化剂，一份文件里同时给出产品毛利率里的价差、关东·东北地区利润率，以及营运资金和净负债的方向，也是减值后第一份资产负债表，因此是双向的；它同时是基本面论点和价格结构共同等待的确认事件，两者互相不蕴含。

追加回报是对治理折价是否想被缩小的检验：在 325.9 亿日元市值上，仅重复 10 亿日元回购就约占公司 3%，任何与权益股息率挂钩或提高底线的公式，都会永久改变股息的锚。形式、规模和时点都未知。

2027 年 3 月期决算为第二期中期计划定调：若达到经营利润 63 亿日元、ROE 4.8%，2028 年 3 月期目标就从愿望变成轨迹；未达到则需要重设，对故事无论哪个方向都是重估。日期同样由往年节奏推断。

具体的触发观察见下一个组合：判断由三个条件构成，推翻条件是分别触发的，一项下调，两项退出。

12｜反常识发现

第一，利润连续五年下滑，价差却在变宽。表面看像行业在吃利润，拆开后价格因素只占−0.68 亿日元，销量和折旧才是主因，所以复苏要看销量和产能利用率，而不只是钢价。

第二，现金流最好的一年是被钢价下跌放出来的。2026 年 3 月期经营现金流 104.03 亿日元，剔除减值加回与营运资金释放后自由现金流只有约 13.32 亿日元；一个成功的复苏年份反而会让现金变差。

第三，0.34 倍净资产不是新判断。十年来这个股东结构最好的价格也只有账面的七成，所以重估靠的是回报政策和业绩，不是资金流。三项都来自这次研究的拆分，其中第二项的区域内幕数据和同业对比仍有缺口。

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜上半年财报是否接近计划：这决定复苏是价格推动还是已经落空

最优先的问题有两个。第一，2027 年 3 月期上半年财报（评审日尚未公布）是否接近指引的销售 1,349 亿日元、经营利润 28 亿日元，产品毛利率里能否看到计划的价差扩大，还是全年必须靠更陡的下半年？同时，计划中+14.12 亿日元的价差，在实际钢厂价格谈判中能否兑现，一季度价格仍偏软，地缘和关税因素又被排除在外？答案相反，复苏论点要么是价格主导，要么已经失败；上半年财报就是解决它的证据，评审日前没有可用的公开路径，下一次评审从此出发。

第二，管理层目标在 2026 年内完成的追加回报政策是什么形态（更大的回购框架、权益股息率规则、提高底线），规模相对 325.9 亿日元市值够不够大？它控制股息率的锚和治理这一条腿，目前完全未披露，宣布时就是解决它的证据，下一次评审从此开始。

13.2｜计划、产能和现金：五件要等 2027 年 3 月期数字回答的事

2028 年 3 月期目标（经营利润 75 亿日元、ROE 6.0%）在 2027 年 3 月期之后算术上是否仍然可达，还是 2027 年 3 月期决算会带来第二期计划重设，管理层给出什么增减拆解（销量、价差、加工品占比、建筑占比）？重设无论哪个方向都会重估故事，答案在 2027 年 5 月。

补贴项目（总额约 105 亿日元）之后的折旧与利用率轨迹是怎样的，山政五倍的仓库和新加工线年化后，固定成本吸收是否会在 2028 年 3 月期重复 2026 年 3 月期的销管费模式？这决定超前的产能能否赚回成本；需要上半年折旧年化水平和利用率信息。

第一轮 69.2 亿日元减值之后，九州·中国地区固定资产的剩余账面值和现金创造能力是多少，区域需求持平时第二轮是否成立？第二轮会继续削减账面和 0.34 倍的锚；答案在 2027 年 3 月期有价证券报告的资产附注。

钢价按计划上涨时，应收款和库存从 646 亿日元和 302 亿日元的谷底回补多少，2027 年 3 月期末净负债高于还是低于约 539 亿日元，复苏靠自身还是靠银行？答案在上半年和年末资产负债表。

13.3｜增长引擎：并购、建筑占比和四区域责任制要看什么数字

约 50 亿日元并购额度在三阳钢材之后还剩多少，缺少继承人的区域经销商的定价是否满足公司自己的投资回报门槛？这关系到增长引擎的容量和资本纪律；渠道没有披露。

建筑（建材加承包，约占销售 30%）能否在不稀释 10%承包毛利率的前提下朝 50%的目标推进，订单余额支撑如何？这检验建筑能不能成为第二台发动机，需要以日元计的订单余额。

四区域改组到 2027 年 3 月期三季度是否体现在数字上，尤其是中国·四国区域计划的利润率修复（全年 0.8%，上半年计划亏损）和关东·东北的翻倍，还是仍然是同一成本吸收之上的呈现方式变化？可比重述历史有限，2027 年 3 月期三季度是证据点。

计划自己的运营考核（自产加工品占比 20%、建筑占 50%、投资回报门槛、集团资金管理系统、数据管理工具）也要逐项跟踪：2027 年 3 月期披露中的进展或沉默，比叙述更能给计划打分，加工品占比的实际数字尚未披露。

13.4｜没有合理公开路径的未知，以及它们如何限制判断

这次研究里下列事项没有公开路径可以解决，它们限制的是对竞争判断和资产价值的把握，而不是证明相反结论：承包订单余额与利润结构；同业毛利率对标（八幡商事、冈谷钢机、佐藤商事没有打开）；土地市场价值与账面差额；被遮蔽的最大个人股东身份；长期愿景 2035 的数值；按钢厂的采购占比；库存估值方法的影响；递延所得税资产回收的分期安排；子公司层面的盈利；经审计的市场份额；卖方一致预期；补贴会计的合同级确认时点；传承安排。

其中最高优先级的（上半年的价差与回报政策）几周内解决，其余随 2027 年 3 月期财报和 2027 年 6 月的有价证券报告解决。下一次评审的起点就是这份清单，加上同业上半年业绩。

推翻与确认的顺序见投资问题一章：一项推翻条件触发下调，两项触发退出，全部是公开披露的数字。

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜总分 56.46/100，B 级：持有并观察

Kabugami 评分版本 V3.2，总分 56.46/100，评级 B（55 至 64.9 分）。八个模块的得分/满分相加得出总分，各模块满分合计 100。评分反映投资判断，不等于证据把握程度。

三项重要未知限制了盈利、估值和资本配置模块的得分：上半年业绩和追加回报政策都在评审日之后才公布，两者答案向任一方向都会改变这些得分。

行动：持有并观察，上半年财报前不主动加仓。已持有者可拿着约 5%的股息等待证据；新增资金等以下之一：上半年价差与关东·东北利润率符合计划，或 2026 年内追加回报落地且提高每股现金回报，同时月线收复约 1,430 日元的均线带。推翻条件下调、两项退出；月收盘跌破 1,250 日元是技术上的失效位置。成交额约 8,600 万日元/日，仓位须按流动性控制。

14.2｜八个模块的得分与理由

财务韧性与下行防御 7.54/13 分：自有资本比率 47.3%，没有偿付悬念，但净负债 539 亿日元左右、约为 EBITDA 的 5.6 倍，靠贷款额度和分红底线而不是净现金缓冲，土地价值和续借条款未评估。

竞争优势与结构耐久性 8.12/14 分：销量只降 1.5%而毛利率升 1.3 个百分点，份额与价差都得到保护，但护城河靠结构推断，客户流失与同业对标缺失，且五年利润仍在下降。

盈利质量、现金转化与资本效率 6.80/17 分：经营利润五年连降、ROE −2.3%低于约 7%的资本成本，成本基数先于需求抬高，复苏年份现金还会被营运资金占用。

商业结构、产品、客户与关键依赖 6.60/11 分：无单一大客户、条钢毛利率 13.2%，但价格由钢厂定、需求随建筑业，关东·东北的翻倍假设占计划改善的一半以上。

估值与安全边际 10.80/15 分：0.34 倍净资产、7.7 倍预测 PER、5.3%股息率，十年低迷期价格而非新担忧，但没有隐含资产，兑现后 ROE 仍低于资本成本。

资本配置与股东回报 6.20/10 分：分红底线、年度回购和低商誉并购体系清楚，现金回报约为市值的 8%，但回报靠举债补足，追加政策未知。

治理、所有权与管理层 3.64/7 分：利益一致、代理成本低，家族增持是正面信号，但变化只能来自内部，传承与董事会实效未披露。

Kabugami 技术结构 6.76/13 分：下跌衰竭、区间收窄、缩量，但均线仍在上方压制，新结构未确立，只有月线，把握有限；评分来自完整的独立价格结构判断，没有借用基本面。

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	7.54	2026 年 3 月底自有资本比率 47.3%，总资产 1,961 亿日元，偿债上没有悬而未决的问题。但有息负债 600 亿日元、现金 64 亿日元，净负债约 539 亿日元，约为 2026 年 3 月期偏低 EBITDA（约 96.5 亿日元）的 5.6 倍。这是随钢价放大的营运资金型负债，地区主力银行自 1949 年起历个周期都给予支持。69.2 亿日元减值只削减账面净资产，不动现金。结论是资产负债表稳健但有杠杆，下行时靠贷款额度和股息底线撑着，不是靠净现金缓冲。
竞争优势与结构耐久性	14	8.12	护城河是运营性的而非合同性的：区域内备货宽度、嵌入客户流程的加工、多年客户关系，以及建筑业务 68 名一级施工管理技术人员。证据是 2026 年 3 月期钢材毛利率反升 1.3 个百分点至 10.9%，而销量仅降 1.5%，说明份额基本守住、价差得到维护。但这一优势防的是销量和下行，不能决定价格，价格由钢厂决定；同业整体纪律也可能是毛利率维持的部分原因。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	6.8	2026 年 3 月期出现上市以来首次净亏损 22.2 亿日元，但成因是 69.2 亿日元固定资产减值，经营利润仍有 47.4 亿日元，不是经营崩塌。更值得关注的是趋势：经营利润连续五年下降（117.6 亿日元降至 47.4 亿日元，经营利润率由 5.3%降到 1.9%），公司自己的利润桥显示原因是销量（-13.2 亿日元）、建筑及其他（-5.1 亿日元）和销管费（-1.7 亿日元），价差几乎没有拖

			累。ROE 为-2.3%，计划到 2028 年 3 月期才达 6.0%，仍低于公司自估约 7%的权益资本成本。盈利质量的问题在于成本基数自己抬高在需求之前，以及利润并没有稳定转成可分配现金。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.6	业务结构清楚：钢材流通占销售 78%，建筑承包及建材占 22%，没有单一大客户，销售以重复交易为主。利润来源明确，条钢毛利润 99.1 亿日元、毛利率 13.2%，高于厚板（82.8 亿日元、10.6%）和圆钢，钢材毛利率每变动一个百分点约合 18 亿日元。建筑材料毛利率约 5%，承包毛利率稳定在 10%，起到跨年度稳定作用。问题在上游：钢厂决定价格水平，公司买卖两头都是价格接受者；需求端是日本建筑业，区域中小项目停滞，大都市再开发、物流和数据中心项目较强。
估值与安全边际	15	10.8	2026 年 11 月 6 日收盘 1,297 日元，市值约 326 亿日元；PBR 0.34 倍（按 2026 年 3 月底每股净资产 3,798.90 日元）、按公司指引每股收益 167.80 日元的预测 PER 7.7 倍、预测股息率 5.3%，EV/EBITDA 8.8 倍。过去十年 PBR 大约在 0.29 倍至 0.70 倍之间，现价是这类股东结构下常见的低迷期价格，不是新出现的偿债担忧。价格基本已经假设 2027 年 3 月期至 2028 年 3 月期的复苏会落空，而兑现任一半就有重估空间。按正常化经营利润约 70 亿日元，约 7 倍市盈。

资本配置与股东回报	10	6.2	回报体系清楚：股息为派息率 30%与每股 69 日元二者取高，亏损年份仍派发（约 17.0 亿日元，权益股息率 1.8%），2027 年 3 月期计划继续每股 69 日元，管理层承诺不减。回购约 10 亿日元，2025 年 3 月期和 2026 年 3 月期各一次，按约 0.35 倍账面价格每 10 亿日元可回收约 3%股份、每股净资产提升约 2%；没有增发或稀释。收购九家区域经销商，按有形资产定价，商誉仅 1.9 亿日元。公司另称追加回报政策将在 2026 年内决定。
治理、所有权与管理层	7	3.64	小野家族掌握社长、副社长和专务三个最高职位，最大个人股东持有 10.73%，家族资产管理公司 ON Trust 持有 9.48%（2026 年 2 月提高到发行股份的 9.54%，在减值公布之前），前十大股东约占 40.5%，没有钢厂、商社母公司或积极股东。2026 年改革不少：四区域责任制与执行董事制度（2026 年 4 月）、外部董事比例升至 50%、女性 25%、可持续发展委员会。利益一致性高、代理成本低，但变化只能来自内部，改革是在现有体制内优化，而不是被挑战。
Kabugami 技术结构	13	6.76	月线上是一段长下跌的尾声而非已确认的新结构：自 2024 年 3 月高点 1,938 日元以来，每轮下跌幅度递减（1,938 到 1,300、1,563 到 1,250、1,496 到 1,289），成交量逐年萎缩，近十四个月收盘仅在 1,297 至 1,495 日

			元之间，是上市以来相对价位最窄的区间。2026 年 5 月首次亏损和 69.2 亿日元减值这一最差的基本面消息没有击穿 1,250 日元，说明坏消息被底部吸收。但价格仍在 12 月、24 月均线纠缠带（约 1,405 至 1,429 日元）和下降中的 60 月均线（约 1,525 日元）下方，旧的下跌状态减弱，新的结构尚未确立。

总分： 56.46 / 100

评级： B

操作建议： 持有并观察，不在上半年业绩公布前主动加仓。已持有的投资者可以拿着约 5%的股息等待证据；新增资金等待以下之一：上半年价差与关东东北地区利润率符合计划，或 2026 年内追加回报政策落地并提高每股现金回报，同时月线收复约 1,430 日元均线带。以下任意一项出现则下调判断，两项同时出现则退出：上半年经营利润低于去年同期的 19.5 亿日元、2027 年 3 月期决算时出现第二轮减值或递延所得税资产冲销、回报政策逾期或内容空洞。月收盘跌破 1,250 日元是技术上的失效位置。成交额约 8,600 万日元/日，仓位要按流动性控制，不适合需要快速进出的资金。

15｜来源与合规

合规与风险声明

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

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

15.1｜数据截止日期与关键时点

评审日为 2026 年 11 月 9 日。股价数据取 2026 年 11 月 6 日收盘（1,297 日元）；月线价格记录截至 2026 年 10 月 27 日，10 月这根月线未收完；2027 年 3 月期上半年财报在 2026 年 11 月 9 日尚未提交（依据 IRBANK 的 TDnet 目录，最新文件为 2026 年 8 月 7 日的一季度财报），上半年财报日期按往年节奏（上年 11 月 7 日）推断。

估值数字的口径混合已在估值一章说明：预测 PER 用公司指引每股收益而不是一致预期，EV 的债务取 2026 年 6 月底，EBITDA 取 2026 年 3 月期。

15.2｜主要来源与证据局限

一级来源：小野建的财报（2026 年 5 月 15 日，经东京证券交易所 TDnet 披露）、2026 年 5 月 28 日业绩说明、2026 年 8 月 7 日一季度财报、2025 年 11 月 7 日上半年财报（经 Jiji 转载），以及公司官网英文页和 IR 页。官方英文名 Onoken Co., Ltd. 取自公司英文网站。

二级和数据来源有以下几类。股东构成取自 EDINET DB（源自有价证券报告），大量持股变更报告取自 M&A Online（2026 年 2 月）。

价格与 PBR 区间、融资余额和 TDnet 目录取自 IRBANK。成交额和贝塔取自 Finnhub，2026 年 10 月 27 日的数据取自日本经济新闻，五年财务取自 JINGI，公司沿革取自维基百科（二手）。

月线来自 Yahoo Finance 图表数据的本地整理。数据聚合站的数字属于二手，未逐项回到原文核对。

证据局限：付费的委托研究报告没有打开；长期愿景 2035 的数值没有归纳；同业财报没有打开；土地估值、承包订单余额、客户集中度和流失率、传承安排没有披露；被遮蔽的最大个人股东身份没有再核实；PBR 区间在公司说法（0.34 至 0.70 倍）与 IRBANK（0.29 倍）之间的口径差异没有调和；融资余额是散户多头的代理，不代表机构持仓；技术面只有月线。

本报告用于研究目的，不构成投资建议。报告中的判断随上半年财报、追加回报政策等披露可能向任一方向改变，投资者须自行承担决策风险。

主要资料来源

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) - header: identity, listing, representative (https://www2.jpx.co.jp/disc/7414/0/140120260511523486.pdf)
- Company outline and history: 1926 origin, 1949 incorporation, Kitakyushu head office (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E5%B0%8F%E9%87%8E%E5%BB%BA)
- Company's own English positioning: 'a top share in the steel distribution industry' (https://onoken.co.jp/en/ataglance/)
- Group perimeter and people: six consolidated subsidiaries, 1,235 consolidated employees (https://edinetdb.jp/company/E01324)
- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/7414/0/140120260528551865.pdf)
- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)
- Q1 FY3/27 detail: steel volume up, construction progress behind (https://www2.jpx.co.jp/disc/7414/0/140120260806513210.pdf)
- H1 FY3/26 half-year split: H2 carried the entire impairment (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120251107591014.pdf)
- ON Trust raises its stake to 9.54% - large-holding change report, February 2026 (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)
- Liquidity snapshot: about JPY 86 million of average daily traded value (https://finnhub.io/?q=%227414%2ET%22)
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)
- Nikkei snapshot: market cap JPY 34.0 billion at JPY 1,352 (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)

- IR architecture: Long-term Vision 2035 and the first mid-term plan as the two governing documents (http://www.onoken.co.jp/jp/ir/)
- Locally recomputed monthly series: span, extremes and basis (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/7414.T)

研究发现索引｜阅读版

本页只列正文 00/01 已提升为核心判断入口的 8 项发现。本次研究共 97 项研究发现；正文里的 F 编号可直接跳到附录 A 的对应发现。 在线查看可折叠完整索引 →

发现	对应的中文正文
F001 · 在线	Onoken Co., Ltd. (小野建株式会社; official English name Onoken Co., Ltd., per the company's English site) is a Kitakyushu-based independent steel distributor listed on TSE Prime and Fukuoka as 7414 (Tokyo since Dec 2003). FY3/26 sales split: steel/building-materials distribution JPY 197.5bn (78%), construction contracting JPY 55.1bn (22%), rental/other JPY 0.5bn. Six consolidated subsidiaries, no parent or maker shareholder, 25,123,913 shares issued.
F002 · 在线	01｜这家分销商的特许经营还在，但利润水平要重新挣回来
F003 · 在线	02｜一张区域网络承载两门生意：钢材流通和建筑承包
F004 · 在线	01｜2026 年 3 月期的亏损来自减值，五年下滑来自销量和固定成本
F005 · 在线	01｜2026 年 3 月期的亏损来自减值，五年下滑来自销量和固定成本
F006 · 在线	09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后
F007 · 在线	09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后
F008 · 在线	11｜计划里有两处单点假设，其中一处押在关东·东北

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｜Onoken Co., Ltd. (小野建株式会社; official English name Onoken Co., Ltd., per the company's English site) is a Kitakyushu-based independent steel distributor listed on TSE Prime and Fukuoka as 7414 (Tokyo since Dec 2003). FY3/26 sales split: steel/building-materials distribution JPY 197.5bn (78%), construction contracting JPY 55.1bn (22%), rental/other JPY 0.5bn. Six consolidated subsidiaries, no parent or maker shareholder, 25,123,913 shares issued.

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；02｜一张区域网络承载两门生意：钢材流通和建筑承包

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) - header: identity, listing, representative (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01；外部现实校验：06
- Company outline and history: 1926 origin, 1949 incorporation, Kitakyushu head office (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E5%B0%8F%E9%87%8E%E5%BB%BA)｜怎么使用：直接证据；一手验证：33；同业比较：01；其他用途：历史
- Product and service split FY3/26: distribution 78%, contracting 22% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15；专项深挖：02
- Company's own English positioning: 'a top share in the steel distribution industry' (https://onoken.co.jp/en/ataglance/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09；外部现实校验：02；专项深挖：09
- Group perimeter and people: six consolidated subsidiaries, 1,235 consolidated employees (https://edinetdb.jp/company/E01324)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Onoken Co., Ltd. (小野建株式会社; official English name Onoken Co., Ltd., per the company's English site) is a Kitakyushu-based independent steel distributor listed on TSE Prime and Fukuoka as 7414 (Tokyo since Dec 2003). FY3/26 sales split: steel/building-materials distribution JPY 197.5bn (78%), construction contracting JPY 55.1bn (22%), rental/other JPY 0.5bn. Six consolidated subsidiaries, no parent or maker shareholder, 25,123,913 shares issued.
- 内部研究类型：company_identity
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Fixes the economic perimeter: consolidated group accounts are the right lens and control questions are family questions.
- 不确定性（原始记录）：The masked top individual holder's name and precise family split were not re-verified.

在线打开本发现 →

F002｜01｜这家分销商的特许经营还在，但利润水平要重新挣回来

写入正文：01｜这家分销商的特许经营还在，但利润水平要重新挣回来

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、20、21
- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- Deck: mid-term plan targets - FY3/28 sales JPY 310 billion, OP JPY 7.5 billion, ROE 6% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable franchise, non-durable profit level: a top-share independent distributor with own inventory, coil centres and processing in each region, long customer relationships and a demonstrated ability to widen gross margin as prices fell survives cycles. Operating profit is the residual of an external price level, external demand volume and an internal cost base management keeps raising ahead of demand (11,756 to 4,740). The balance sheet is honest but levered (net debt about JPY 53.9bn against operating assets just tested by a JPY 6,920m impairment), and returns (floor dividend, annual buyback, family accumulation) are sized to that leverage. Equity value hinges on whether spread and volume can outgrow the built fixed-cost base, which the next two statements test.
- 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）：Defines what the shareholder can rely on (franchise, solvency, returns system) versus what must be proven (profit level).
- 不确定性（原始记录）：Moat strength is operational and moderate, judged from structure; churn and customer concentration are undisclosed.

在线打开本发现 →

F003｜02｜一张区域网络承载两门生意：钢材流通和建筑承包

写入正文：02｜一张区域网络承载两门生意：钢材流通和建筑承包

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- Deck: construction materials and contracting detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：03；其他用途：历史
- Product and service split FY3/26: distribution 78%, contracting 22% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15；专项深挖：02
- Construction detail: contracting margin steady at 10.0% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05；专项深挖：05
- Q1 FY3/27 detail: steel volume up, construction progress behind (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15；外部现实校验：19；专项深挖：15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Two legs on one regional network: (1) distribution with own stock and processing earns volume x spread (buy from all mills, hold stock at regional centres, cut/process, deliver); (2) construction materials plus contracting earns a materials margin (about 5%) and contracting gross margin of about 10%. Revenue is transactional and repeat-based with no reportable single customer; no contractual floor on spread.
- 内部研究类型：business_mechanism
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Earnings quality is spread quality: recurring and cash-backed but without contractual protection.
- 不确定性（原始记录）：Contracting backlog and internal eliminations between legs are undisclosed.

在线打开本发现 →

F004｜01｜2026 年 3 月期的亏损来自减值，五年下滑来自销量和固定成本

写入正文：01｜2026 年 3 月期的亏损来自减值，五年下滑来自销量和固定成本

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 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- H1 FY3/26 half-year split: H2 carried the entire impairment (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120251107591014.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、33；专项深挖：12、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/26's net loss of JPY 2,218m (first since listing) is an impairment event, not an operating collapse: operating profit was JPY 4,740m and ordinary profit JPY 4,711m, and a single JPY 6,920m write-down of Kyushu-Chugoku fixed assets (the home territory) produced the loss. H2 alone lost JPY 3,460m after H1 profit of JPY 1,241m.
- 内部研究类型：material_finding
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Book value fell by a non-cash write-down while the dividend was still paid; the question moves to what the impairment says about home-region asset returns.
- 不确定性（原始记录）：Whether the write-down is complete (see impairment-leg risk).

在线打开本发现 →

F005｜01｜2026 年 3 月期的亏损来自减值，五年下滑来自销量和固定成本

写入正文：01｜2026 年 3 月期的亏损来自减值，五年下滑来自销量和固定成本；06｜五年利润下滑是销量加固定成本，不是价差塌陷；12｜三处与第一印象相反的发现；14｜八个模块的得分与理由

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- H1 FY3/26 tanshin: the prior-year half and the November 2025 guidance revision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120251107591014.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、15；同业比较：02、05、11；其他用途：历史
- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28

- H1 FY3/26 half-year split: H2 carried the entire impairment (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120251107591014.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、33；专项深挖：12、33
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Operating profit fell five straight years (11,756 / 9,735 / 8,219 / 6,810 / 4,740; margin 5.3% to 1.9%) while steel gross margin widened to 10.9% (+1.3pt): purchase prices fell faster than selling prices. The company's own FY3/26 bridge assigns the decline to volume (-1,324), construction/other (-511) and SG&A (-167, depreciation of Fukuyama/Shizuoka), with price only -68. The slide is volume plus a rising fixed-cost base, not spread collapse; H1 FY3/26 operating profit was already down 47% before the write-down.
- 内部研究类型：causal_finding
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The spread mechanism works; the equity's problem is volume and fixed costs, which determines what a recovery must deliver.
- 不确定性（原始记录）：Split of the FY3/22 peak between price effect and volume is undisclosed; peer benchmarking not performed.

在线打开本发现 →

F006｜09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后

写入正文：09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后；11｜计划里有两处单点假设，其中一处押在关东·东北

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: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06
- FY3/27 operating bridge: +1,412 spread, +1,984 volume, -1,745 people and freight (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、14；专项深挖：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/27 guidance: sales JPY 274.6bn (+8.5%), operating profit 6,300 (+32.9%), net 4,100, EPS 167.80; second-half weighted (H2 operating 3,500 vs H1 2,800). Bridge: spread +1,412, volume +1,984, construction/other -91, SG&A -1,745 (personnel, freight). Management states Middle-East energy and US tariff effects are not in the numbers; the plan is a price-cycle bet on mill-led price rises with wider error bars than +32.9% suggests.
- 内部研究类型：plan_bet
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The earnings recovery that justifies the 7.7x forward PER is a conditional, partly external outcome.
- 不确定性（原始记录）：No sensitivity tables disclosed; geopolitical and tariff effects excluded.

在线打开本发现 →

F007｜09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后

写入正文：09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后

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）

- Q1 FY3/27 tanshin: a flat first quarter, guidance unchanged (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 guidance: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14
- Q1 FY3/27 detail: steel volume up, construction progress behind (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15；外部现实校验：19；专项深挖：15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Q1 FY3/27 delivered 45.6% of the H1 sales plan but only 39.7% of the H1 operating plan (1,111 of 2,800) and 48.7% of the net plan; steel volume rose but construction progress delays held sales -1.0%; guidance was left unchanged. A soft H1 print would push more weight onto an already back-loaded second half.
- 内部研究类型：tracking_evidence
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The imminent H1 statement is the swing evidence for the recovery thesis.
- 不确定性（原始记录）：Progress delays may be timing rather than cancellation; backlog is undisclosed.

在线打开本发现 →

F008｜11｜计划里有两处单点假设，其中一处押在关东·东北

写入正文：11｜计划里有两处单点假设，其中一处押在关东·东北

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、35
- Segment profit and loss FY3/26: three areas, three different diseases (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The plan's boldest regional assumption: Kanto-Tohoku operating profit more than doubles to JPY 2,140m (margin 1.9% to 3.8%, +105%) on the Shizuoka Center's full-year run. If delivered, the group plan is more than half de-risked; if FY3/26's cost absorption repeats, the group misses.
- 内部研究类型：plan_assumption
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A single area carries the plan's largest swing.
- 不确定性（原始记录）：Segment history is restated on a new four-area basis, limiting comparability.

在线打开本发现 →

F009｜08｜回报体系是一个整体：分红底线、年度回购和家族增持

写入正文：08｜回报体系是一个整体：分红底线、年度回购和家族增持；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（5 项；重复标签已按来源合并）

- Dividend record and the FY3/27 dividend forecast of JPY 69 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：26
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Additional returns: the company flags an in-year decision (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26、30；专项深挖：30
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26、29；专项深挖：26
- FY3/27 guidance: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Dividend = higher of a 30% payout or JPY 69 per share. JPY 69 was paid through the FY3/26 loss (JPY 1,697m, DOE 1.8%) and is planned again for FY3/27 (41.1% payout on forecast EPS); management commits not to cut it. It is funded by balance sheet and operating flow, not residual free cash flow. An additional return policy is under internal discussion with a decision targeted within calendar 2026.
- 内部研究类型：capital_return_rule
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A 5.3% floor yield at JPY 1,297 pays holders to wait; it survived a loss year, a generational transition and an impairment.
- 不确定性（原始记录）：Form and size of the additional package are open (see return-policy debt).

在线打开本发现 →

F010｜08｜权益股息率被公式钉在 1.8%，只有两件事能改变它

写入正文：08｜权益股息率被公式钉在 1.8%，只有两件事能改变它

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）

- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、29；专项深挖：26
- Dividend record and the FY3/27 dividend forecast of JPY 69 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Dividend-on-equity is pinned near 1.8% by formula: a fixed JPY 69 floor over BPS of 3,798.90. DOE only rises if book shrinks through cancellations or the floor is raised, both decisions the additional-return deliberation controls.
- 内部研究类型：structural_inference
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Identifies the lever that would actually move the yield anchor.
- 不确定性（原始记录）：Management's intent is not disclosed.

在线打开本发现 →

F011｜08｜回购按 10 亿日元封顶，实际上是年度计划

写入正文：08｜回购按 10 亿日元封顶，实际上是年度计划

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 cash flow: operating +10,403 flattered by working-capital release (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：25；其他用途：历史

- Deck: FY3/26 capital allocation - buyback JPY 1.0 billion inside a JPY 10.4 billion operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Equity walk: treasury shares jump from 2,010 to 691,410 on a JPY 999 million buyback (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；专项深挖：25

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Buybacks of about JPY 999m in both FY3/25 (with a JPY 1,099m cancellation) and FY3/26, sized to a round JPY 1.0bn cap, behave as a de facto annual programme despite annual re-decision. Treasury stock rose from 2,010 to 691,410 shares (2.75% of issued) with no FY3/26 cancellation. At about 0.35x book, each JPY 1bn retires roughly 3% of the company and lifts remaining BPS by about 2%. No equity issuance or dilution overhang.
- 内部研究类型：capital_return_pattern
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Per-share value compounds quietly; repeat of the JPY 1bn is a decision, not a programme.
- 不确定性（原始记录）：Whether FY3/27 repeats at the same size and whether treasury shares are cancelled.

在线打开本发现 →

F012｜06｜资产负债表稳健但带杠杆，风险是回报被稀释而不是破产

写入正文：06｜资产负债表稳健但带杠杆，风险是回报被稀释而不是破产；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 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、20、21
- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29
- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25、29；专项深挖：18
- FY3/26 cash flow: operating +10,403 flattered by working-capital release (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17；同业比较：25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Distributor balance sheet at 31 Mar 2026: total assets JPY 196.1bn, equity ratio 47.3%, receivables and contract assets 64.6bn, inventory 30.2bn, land 34.2bn at book, tangible fixed assets 80.4bn post-impairment, borrowings 60.0bn (short-term 37.8bn) against cash 6.4bn: net debt about 53.9bn (about 5.6x depressed FY3/26

EBITDA). It is working-capital debt that scales with steel prices; regional main banks have funded it through every cycle since 1949.
- 内部研究类型：balance_sheet_structure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Risk is return dilution and flexibility, not wipeout; equity is a levered claim on the steel cycle.
- 不确定性（原始记录）：Land market value versus book was not appraised; short-term rollover depends on bank lines.

在线打开本发现 →

F013｜06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年

写入正文：06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年；12｜三处与第一印象相反的发现

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）

- FY3/26 cash flow: operating +10,403 flattered by working-capital release (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：25；其他用途：历史
- Cash-flow detail: the quality of the JPY 10.4 billion operating inflow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19；专项深挖：17

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/26 operating cash flow of JPY 10,403m overstates run-rate: it includes the 6,920 non-cash impairment add-back and working-capital releases (receivables -3,653, inventories -1,969) as prices fell, partly offset by payables -6,612. Free cash flow after JPY 9,071m investing was about JPY 1,332m before a JPY 999m buyback and JPY 1,721m dividends; returns were funded by short-term borrowing (+4,580) and balance-sheet room.
- 内部研究类型：cash_quality_finding
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Distributions in growth years are not covered by free cash flow; they rely on bank lines.
- 不确定性（原始记录）：Maintenance versus growth capex split undisclosed.

在线打开本发现 →

F014｜06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年

写入正文：06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29

- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25、29；专项深挖：18
- Cash-flow detail: the quality of the JPY 10.4 billion operating inflow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、19；专项深挖：17

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Working capital is the silent claim on the recovery: the price rises that create the planned +1,412m spread also rebuild receivables and inventory toward FY3/25 levels (about JPY 71bn combined), absorbing operating cash the plan assigns to investment and returns. A good profit year can be a poor cash year while the dividend floor does not flex.
- 内部研究类型：cash_risk
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Watch net debt in the H1 balance sheet, not only profit.
- 不确定性（原始记录）：Intra-year peak working capital undisclosed; payable terms unknown.

在线打开本发现 →

F015｜08｜补贴用一次性补助换来永久成本承诺

写入正文：08｜补贴用一次性补助换来永久成本承诺

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）

- Deck: the subsidy-backed investment programme and Yamasa's fivefold warehouse (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、10、13、20
- Subsidy programme detail: JPY 10.5 billion of projects, JPY 2.6 billion granted (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13、20；专项深挖：04、13、20
- Expansion topics: Hokkaido entry and Yamasa's rebuilt base (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；专项深挖：11；同业比较：20；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A national large-scale growth-investment (labour-saving, wage-linked) subsidy covers about JPY 2.6bn of a roughly JPY 10.5bn programme (warehouses 6.3bn, processing equipment 3.6bn, IT 0.6bn), including Yamasa's new headquarters-warehouse with about five times the inventory capacity (operating July 2026), in exchange for productivity gains recycled into about 6% annual wage rises. It lowers capital at risk but not depreciation timing and hard-wires a higher wage base; FY3/26 already showed a JPY 308m compression loss.
- 内部研究类型：policy_support
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Trades a one-off grant for a permanent cost commitment; the new warehouse must fill with volume or FY3/28 repeats the absorption pattern.
- 不确定性（原始记录）：Project-level returns undisclosed; subsidy accounting timing affects reported margins.

在线打开本发现 →

F016｜08｜并购按有形资产定价，风险在整合而不是商誉减记

写入正文：08｜并购按有形资产定价，风险在整合而不是商誉减记

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）

- Deck: M&A cadence - three deals in FY3/26 and Sanyo Kouzai in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07
- M&A history since 2020: a steady roll-up of regional dealers (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.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：Nine regional dealer acquisitions since 2022 (Yamasa, Onoken Steel, Ohbayashi Shokai, Matsuo Metal, Sanpo Kogyo, Chuuo Kouzai, Marumi Koushou, Star Kakefu, Sanyo Kouzai) bought at tangible-asset prices: goodwill is only JPY 190m. M&A risk is integration and volume retention, not premium write-off; FY3/26 deals cost about JPY 900m inside a roughly JPY 5bn plan envelope.
- 内部研究类型：growth_mechanism
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Low-glamour compounding with low write-off risk.
- 不确定性（原始记录）：Subsidiary profitability undisclosed.

在线打开本发现 →

F017｜08｜中期经营计划：目标仍在，但利润端落后于投资端

写入正文：08｜中期经营计划：目标仍在，但利润端落后于投资端

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）

- Deck: mid-term plan targets - FY3/28 sales JPY 310 billion, OP JPY 7.5 billion, ROE 6% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Deck: FY3/26 capital allocation - buyback JPY 1.0 billion inside a JPY 10.4 billion operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；专项深挖：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：First mid-term plan (FY3/26-FY3/28) targets retained after the loss: FY3/28 sales JPY 310bn, operating profit 7,500, EBITDA 12,500, ROE 6.0% (FY3/27 markers: 274.6bn / 6,300 / 12,000 / 4.8%). FY3/26 EBITDA was about JPY 9.7bn: capex, M&A and subsidy investments ran on schedule while the profit leg lags, so FY3/28 now requires two consecutive delivery years. The plan frame allocates about JPY 28bn operating cash flow to roughly 15bn growth investment, 5bn returns and 7bn repayment.
- 内部研究类型：strategic_plan
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Converts the story into dated falsifiable numbers; the FY3/27 results are where a reset would first appear.
- 不确定性（原始记录）：Long-term Vision 2035 numerics were not summarised in the materials read.

在线打开本发现 →

F018｜08｜中期经营计划：目标仍在，但利润端落后于投资端

写入正文：08｜中期经营计划：目标仍在，但利润端落后于投资端；13｜增长引擎：并购、建筑占比和四区域责任制要看什么数字

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- ROE-improvement KPI table: processed ratio to 20%, construction to 50% of sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、22；专项深挖：10
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Cost-of-capital page: ROE below a 7% cost of equity for a decade of sub-0.7x PBR (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22；专项深挖：22

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The plan's own operating KPIs: own-processed sales ratio toward 20%, construction toward 50% of sales, strict ROIC hurdles for M&A and investment, CMS group funding completed, data-driven management tools live in 2026, and flexible buybacks as the equity lever. Progress or silence in FY3/27 disclosures grades the plan better than narrative.
- 内部研究类型：falsifiable_operating_tests
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Gives the holder checkable tests of mix and capital efficiency.
- 不确定性（原始记录）：Actual processed ratio is not yet disclosed.

在线打开本发现 →

F019｜06｜增长的区域目前在拖累经营利润

写入正文：06｜增长的区域目前在拖累经营利润

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 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Segment profit and loss FY3/26: three areas, three different diseases (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Q1 FY3/27 detail: steel volume up, construction progress behind (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15；外部现实校验：19；专项深挖：15
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30、35
- Subsequent event: the four-area segment change resolved on 13 February 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：In FY3/26 the shrinking home area (Kyushu-Chugoku, sales -9.2%) still earned the most profit (JPY 2,797m, 2.0% margin), Kansai-Chukyo was most stable (1,000), and the growing Kanto-Tohoku (sales +2.8%) saw profit fall 40.2% to 1,012 as Shizuoka's costs annualised. Growth is currently dilutive at the operating line. Segments change to four areas from FY3/27 (Kyushu-Okinawa, Chugoku-Shikoku, Kansai-Chukyo, Kanto-Tohoku) with group companies under area control.
- 内部研究类型：segment_economics
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Volume bought with fixed cost does not yet pay.
- 不确定性（原始记录）：Restated history on the new basis was unavailable at announcement.

在线打开本发现 →

F020｜Bars (条鋼) are the profit engine: JPY 9,912m gross profit at 13.2% margin (+2.2pt), more than plates (8,281 at 10.6%, 734kt) and far above round bars (1,832 at 6.1%). Steel total 1,597kt at JPY 114.56/kg, gross profit 20,026m (10.9%); one point of steel gross margin is about JPY 1.8bn. Mix toward bars and processed products is worth more than raw volume.

写入正文：03｜条钢是利润来源：毛利润 99.12 亿日元，毛利率 13.2%

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Plates: volume held, price fell, margin widened (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03
- Bars: the profit engine - margin 13.2% and gross profit up 9.2% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、16；专项深挖：16
- Round bars and the steel total: 1,597kt at JPY 114.56/kg (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、10；专项深挖：03

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Bars (条鋼) are the profit engine: JPY 9,912m gross profit at 13.2% margin (+2.2pt), more than plates (8,281 at 10.6%, 734kt) and far above round bars (1,832 at 6.1%). Steel total 1,597kt at JPY 114.56/kg, gross profit 20,026m (10.9%); one point of steel gross margin is about JPY 1.8bn. Mix toward bars and processed products is worth more than raw volume.
- 内部研究类型：profit_pool
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Identifies where incremental profit actually comes from.
- 不确定性（原始记录）：Processed versus unprocessed tonnage split undisclosed.

在线打开本发现 →

F021｜03｜建筑承包是稳定器，不是第二台发动机

写入正文：03｜建筑承包是稳定器，不是第二台发动机

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Construction detail: contracting margin steady at 10.0% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；专项深挖：05
- Product and service split FY3/26: distribution 78%, contracting 22% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15；专项深挖：02
- Deck: construction materials and contracting detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：03；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Construction is a stabiliser rather than a second engine: JPY 55,244m contracting sales at a steady 10.0% gross margin (gross profit 5,508m) plus materials sales of 20,526m at 5.0%, roughly a quarter of the steel book's gross profit. Plan growth is order-led (urban redevelopment, logistics, data centres, national-resilience works).

- 内部研究类型：business_leg
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Adds cross-year stability but within-year timing noise.
- 不确定性（原始记录）：Backlog and margin profile undisclosed.

在线打开本发现 →

F022｜09｜没有隐藏资产垫，折价是对盈利能力的定价

写入正文：09｜没有隐藏资产垫，折价是对盈利能力的定价

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：No hidden listed-asset cushion: investment securities are only JPY 4,316m (2.2% of assets). The asset story is operating assets, mainly land at JPY 34,231m book plus the warehouse/processing network, whose value is realised through use rather than sale.
- 内部研究类型：negative_finding
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Holders should not capitalise an asset-play premium; the 0.34x book discount is an earnings-power judgement.
- 不确定性（原始记录）：No land appraisal or sale-and-leaseback intent disclosed.

在线打开本发现 →

F023｜06｜税务上没有亏损缓冲，递延所得税资产依赖同一次复苏

写入正文：06｜税务上没有亏损缓冲，递延所得税资产依赖同一次复苏

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Tax note: JPY 1,394 million of current tax against a pre-tax loss (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；专项深挖：32
- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Equity walk: treasury shares jump from 2,010 to 691,410 on a JPY 999 million buyback (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：25；专项深挖：25

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/26 booked JPY 1,394m current tax against a pre-tax loss of -2,205m with a deferred credit of only -1,481m (net benefit -86m): profitable subsidiaries and non-deductible write-down timing keep cash tax flowing in impairment years. Deferred tax assets rose from 463 to 1,772; their recoverability depends on the same profit recovery as the thesis (about 1.8bn against 92.8bn equity).
- 内部研究类型：accounting_finding
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：No tax cushion on losses; DTAs are a small dated falsifier embedded in the accounts.
- 不确定性（原始记录）：Full note-level review of DTA scheduling not performed.

在线打开本发现 →

F024｜07｜2026 年改革是真实的，但保留了控制权

写入正文：07｜2026 年改革是真实的，但保留了控制权；14｜八个模块的得分与理由

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Governance reforms: executive officers, four areas, a more independent board (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23
- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2026 reforms: four-area accountability and an executive-officer system from April 2026, board moving to 50% outside directors (from 36%) and 25% women (from 18%), a sustainability committee since October 2025, and internal CMS/CRM/BI tools. Family officers keep the top three executive posts, so reforms optimise the existing regime rather than challenge it; the governance discount should narrow via the return policy, not board pressure.
- 内部研究类型：governance_reform
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Reform is real but control-preserving.
- 不确定性（原始记录）：Board effectiveness not evaluated; succession beyond this generation unaddressed.

在线打开本发现 →

F025｜07｜家族控制让利益高度一致，也让外部力量无从介入

写入正文：07｜家族控制让利益高度一致，也让外部力量无从介入

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）

- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史
- ON Trust raises its stake to 9.54% - large-holding change report, February 2026 (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接 / 支持
- EDINET DB: ownership composition - individuals 53.44%, foreigners down to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23；外部现实校验：07
- Top-10 register detail: two regional banks, one trust account, seven individuals or family vehicles (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Onoken is independent and family-run: president Takeshi Ono (since June 2025), vice-president and senior managing director are Ono family members; the largest individual holder has 10.73% of ex-treasury shares and the family vehicle ON Trust 9.48% (raised to 9.54% of issued shares in February 2026). The top ten hold about 40.5%; no maker, trading-house parent or activist appears.
- 内部研究类型：control_structure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：High alignment, nil contestability: change comes only from inside.
- 不确定性（原始记录）：Masked top-holder identity and sub-threshold family holdings.

在线打开本发现 →

F026｜11｜区域、家族和名册三种集中会一起发作

写入正文：11｜区域、家族和名册三种集中会一起发作

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- Top-10 register detail: two regional banks, one trust account, seven individuals or family vehicles (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；专项深挖：24
- Segment profit and loss FY3/26: three areas, three different diseases (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Concentration is geographic and familial at once: the Kyushu-Chugoku home franchise is 55% of sales, the top three executive posts are one family, and the top-ten register is about 40.5%, so key-person, succession and regional-demand risks are correlated rather than independent.

- 内部研究类型：correlated_risk
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Adverse events tend to arrive together.
- 不确定性（原始记录）：Succession plans undisclosed.

在线打开本发现 →

F027｜07｜股东名册解释了估值：没有机构买家，边际买盘是家族自己

写入正文：07｜股东名册解释了估值：没有机构买家，边际买盘是家族自己；09｜0.34 倍净资产的价格是这类股东结构下的低迷期价格，不是新的偿债担忧；12｜三处与第一印象相反的发现

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）

- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史
- ON Trust raises its stake to 9.54% - large-holding change report, February 2026 (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接 / 支持
- EDINET DB: ownership composition - individuals 53.44%, foreigners down to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23；外部现实校验：07
- Foreign ownership has halved since FY2019: 15.85% to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；外部现实校验：24
- ON Trust's February 2026 accumulation: +2.43 points to 9.54% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：29；同业比较：29；其他用途：历史
- Liquidity snapshot: about JPY 86 million of average daily traded value (https://finnhub.io/?q=%227414%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；专项深挖：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The register explains the valuation: individuals hold 53.44% of units, foreign corporates have fallen from 15.85% (FY2019) to 8.91%, financial institutions from 27.73% to 20.91%, and trading is about JPY 86m a day, leaving no institutional sponsor whose return would mechanically re-rate the stock. The marginal buyer in the winter weakness was the family vehicle itself (ON Trust +2.43 points to 9.54% before the impairment was public), which supports but does not prove that book value is economically real. Price is 0.34x book versus a self-assessed ~7% cost of equity that ROE (4.8% FY3/27 plan, 6.0% FY3/28 target) still does not clear.
- 内部研究类型：register_dynamics
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Re-rating must come from returns and results, not flows.
- 不确定性（原始记录）：Insider buying is a soft signal; any ON Trust selling would invert it.

在线打开本发现 →

F028｜09｜估值快照：每个输入都有日期和口径

写入正文：09｜估值快照：每个输入都有日期和口径；15｜数据截止日期与关键时点；15｜主要来源与证据局限

研究范围：开放研究

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史
- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、20、21
- FY3/26 cash flow: operating +10,403 flattered by working-capital release (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：25；其他用途：历史
- FY3/27 guidance: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14
- Q1 FY3/27 tanshin: a flat first quarter, guidance unchanged (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At the 6 Nov 2026 close of JPY 1,297 (research cut-off 9 Nov 2026): market cap JPY 32.59bn (x 25,123,913 issued shares); forecast PER 7.7x on FY3/27 company EPS of 167.80; actual PBR 0.34x on FY3/26-end BPS 3,798.90; ROE -2.3% (FY3/26 reported); forecast dividend yield 5.32% on JPY 69; EV/EBITDA 8.8x (EV JPY 84.92bn = market cap + net interest-bearing debt JPY 52,339m at 30 June 2026 （borrowings 59,083 less cash 6,744）; EBITDA JPY 9,653m = FY3/26 operating profit 4,740 + depreciation 4,913).
- 内部研究类型：valuation_snapshot
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Anchors every valuation judgement to dated, basis-explicit inputs.
- 不确定性（原始记录）：Mixed bases: forecast PER uses company forecast EPS; EV uses the 30 June 2026 debt but FY3/26 EBITDA; no consensus exists.

在线打开本发现 →

F029｜09｜0.34 倍净资产的价格是这类股东结构下的低迷期价格，不是新的偿债担忧

写入正文：09｜0.34 倍净资产的价格是这类股东结构下的低迷期价格，不是新的偿债担忧；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）

- Ten-year price and PBR ranges: the market has never paid book value in a decade (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；外部现实校验：27、33；专项深挖：08、34
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史
- Liquidity snapshot: about JPY 86 million of average daily traded value (https://finnhub.io/?q=%227414%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；专项深挖：27
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：0.34x book is the recurring bad-times price for this register, not a fresh solvency verdict: PBR has ranged about 0.29x to 0.70x over a decade (FY3/18 high 2,108 at 0.70x; FY3/20 low 976 at 0.29x), and even the best prints valued it at seven-tenths of book. With a 47.3% equity ratio, a paid-through-loss dividend floor yielding about 5% and family buying, asymmetry favours the patient holder only if the FY3/27 spread bridge is real.
- 内部研究类型：valuation_judgement
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Separates the discount's cause (earnings power and governance) from solvency.
- 不确定性（原始记录）：Company's own PBR range statement (0.34-0.70x) differs slightly from IRBANK extremes (0.29x); basis differences not reconciled.

在线打开本发现 →

F030｜08｜ROE 目标仍低于资本成本，所以追加回报比 ROE 数字更重要

写入正文：08｜ROE 目标仍低于资本成本，所以追加回报比 ROE 数字更重要；09｜0.34 倍净资产的价格是这类股东结构下的低迷期价格，不是新的偿债担忧

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Cost-of-capital page: ROE below a 7% cost of equity for a decade of sub-0.7x PBR (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22；专项深挖：22
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- ROE-improvement KPI table: processed ratio to 20%, construction to 50% of sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、22；专项深挖：10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ROE was -2.3% in FY3/26 (5.3% in FY3/25); structural ROE is mid-single digit because equity is thick and asset turns are working-capital-bound. The plan targets 6.0% by FY3/28 against a self-estimated cost of equity of about 7%: even delivered, the stock earns below its own cost of equity, so the re-rating case needs target-beating or book shrinkage via cancellations.
- 内部研究类型：capital_efficiency_judgement
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Explains why the additional-return decision matters more than the ROE print.
- 不确定性（原始记录）：Segment-level ROIC undisclosed; cost of equity is the company's CAPM estimate.

在线打开本发现 →

F031｜01｜投资判断是三个条件的合取，现价已经假设复苏落空

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜投资判断是三个条件的合取，现价已经假设复苏落空；14｜总分 56.46/100，B 级：持有并观察

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）

- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史
- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28、35；专项深挖：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Onoken's equity is a levered claim on a gross-margin-defended distribution franchise: the spread mechanism works (margins widened into a shrinking market), the constraint is volume and a rising fixed-cost base, and at 0.34x book the price already assumes the FY3/27-FY3/28 recovery fails. The thesis stands or falls on whether mill-led price rises deliver the guided spread while the new capacity is absorbed; it is a conjunction of spread, cost absorption and returns, all testable within two quarters.
- 内部研究类型：investment_thesis
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Core investment judgement.
- 不确定性（原始记录）：Medium confidence; depends on external mill pricing and demand.

在线打开本发现 →

F032｜11｜下行风险分别打在回报、现金和退出三个位置

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；11｜下行风险分别打在回报、现金和退出三个位置

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 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、20、21
- Finnhub snapshot: market cap JPY 33.3 billion, 52-week range 1,289-1,496, thin turnover (https://finnhub.io/?q=%227414%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Concrete downside: a second impairment leg in Kyushu-Chugoku assets cannot be excluded; a price recovery rebuilds receivables and inventory and pushes net debt above JPY 53.9bn; and about JPY 86m average daily traded value gives structurally poor exit liquidity for any institution.
- 内部研究类型：principal_risk
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：The three risks hit return, cash and exit separately.
- 不确定性（原始记录）：Probabilities not quantifiable from disclosures.

在线打开本发现 →

F033｜11｜区域、家族和名册三种集中会一起发作

写入正文：11｜区域、家族和名册三种集中会一起发作；14｜总分 56.46/100，B 级：持有并观察

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Margin balances: structurally long, trivially small short interest (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：31
- Liquidity snapshot: about JPY 86 million of average daily traded value (https://finnhub.io/?q=%227414%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；专项深挖：27
- Nikkei snapshot: market cap JPY 34.0 billion at JPY 1,352 (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Liquidity is a position-size risk: about JPY 86m average daily value, beta 0.42, and a one-sided margin book (long about 211x short in late October 2026, though long

margin is only about 1.3% of issued shares) mean the price can gap on single announcements in either direction.
- 内部研究类型：market_structure_risk
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A hold-through-evidence position, not a tradable one.
- 不确定性（原始记录）：Margin data are a retail-long overhang proxy, not institutional positioning.

在线打开本发现 →

F034｜11｜下行风险分别打在回报、现金和退出三个位置

写入正文：11｜下行风险分别打在回报、现金和退出三个位置

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- Segment profit and loss FY3/26: three areas, three different diseases (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The impairment may not be finished: JPY 6,920m was written off Kyushu-Chugoku assets whose segment sales fell 9.2%, and the successor Kyushu-Okinawa area still carries the group's largest asset base; a flat regional market in FY3/27 would reopen the question at the FY3/27 year-end audit.
- 内部研究类型：risk
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A second leg would further erode book without touching cash.
- 不确定性（原始记录）：Remaining carrying value and cash-generation cover are unknown.

在线打开本发现 →

F035｜11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

写入正文：11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

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）

- IRBANK TDnet index: latest filing is the Q1 statement of 7 August 2026 (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

- Additional returns: the company flags an in-year decision (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26、30；专项深挖：30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Two dated catalysts sit within the next two quarters: the H1 FY3/27 statement (prior year filed 7 November; not yet filed at 9 November 2026) and the additional shareholder-return policy promised within calendar 2026; Q3 FY3/27 (February 2027), the FY3/27 results (May 2027) and the June 2027 AGM follow. Each reprices a different layer: spread, yield anchor, trajectory.
- 内部研究类型：catalyst_sequence
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Either of the first two can move a 0.34x book, 5%-yield stock without any steel-market change.
- 不确定性（原始记录）：Exact H1 filing date unpublished; inferred from five-year cadence.

在线打开本发现 →

F036｜11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

写入正文：11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

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）

- IRBANK TDnet index: latest filing is the Q1 statement of 7 August 2026 (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The H1 FY3/27 statement, historically filed in the second week of November, is the nearest hard catalyst: it prints the spread bridge in product gross margins, the Shizuoka/Kanto-Tohoku margin and the working-capital and net-debt direction in one document.
- 内部研究类型：catalyst
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：First falsifier test.
- 不确定性（原始记录）：Two-sided: also the first post-impairment balance sheet.

在线打开本发现 →

F037｜11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

写入正文：11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

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）

- Additional returns: the company flags an in-year decision (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、30；专项深挖：30
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、29；专项深挖：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The additional-return decision promised within calendar 2026: at a JPY 32.6bn market cap even a repeat JPY 1.0bn buyback is about 3% of the company, and any DOE-linked or raised-floor formula would permanently reprice the yield anchor.
- 内部研究类型：catalyst
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Tests whether the governance discount is something management intends to close.
- 不确定性（原始记录）：Form, size and timing open.

在线打开本发现 →

F038｜11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

写入正文：11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

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）

- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；专项深挖：35
- Deck: mid-term plan targets - FY3/28 sales JPY 310 billion, OP JPY 7.5 billion, ROE 6% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The FY3/27 results announcement (expected May 2027) frames the second mid-term plan: hitting FY3/27 markers (operating profit 6,300, ROE 4.8%) turns FY3/28 targets into trajectory; missing them forces a reset that reprices the story either way.
- 内部研究类型：catalyst
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Decides whether FY3/28 targets remain credible.
- 不确定性（原始记录）：Date is inferred from prior cadence.

在线打开本发现 →

F039｜05｜护城河是运营性的，护住销量，护不住价格

写入正文：05｜护城河是运营性的，护住销量，护不住价格；14｜八个模块的得分与理由

研究主题：竞争格局；研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- ROE-improvement KPI table: processed ratio to 20%, construction to 50% of sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、22；专项深挖：10
- Round bars and the steel total: 1,597kt at JPY 114.56/kg (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、10；专项深挖：03
- Company's own English positioning: 'a top share in the steel distribution industry' (https://onoken.co.jp/en/ataglance/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09；外部现实校验：02；专项深挖：09
- Group perimeter and people: six consolidated subsidiaries, 1,235 consolidated employees (https://edinetdb.jp/company/E01324)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The moat is operational, not contractual: stocked breadth within delivery radius, processing embedded in customers' flow, multi-decade relationships, and for contracting 68 first-class construction-management engineers. Density economics raise service level with scale; switching costs are modest for commodity tonnage and stickier for processed/just-in-time flows. It protects volume share (volume fell only 1.5% in a weak market), not price; the 'top share' claim is self-reported without audited share data.
- 内部研究类型：competitive_position
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Supports downside (share stability) more than upside (mills set price).
- 不确定性（原始记录）：Churn, customer concentration and peer benchmarks undisclosed.

在线打开本发现 →

F040｜04｜价差链：钢厂价格同时决定售价价差和库存估值

写入正文：04｜价差链：钢厂价格同时决定售价价差和库存估值

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 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、20、21
- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- H1 FY3/26 half-year split: H2 carried the entire impairment (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120251107591014.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、33；专项深挖：12、33
- FY3/27 operating bridge: +1,412 spread, +1,984 volume, -1,745 people and freight (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、14；专项深挖：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Inventory is the transmission gear of the steel price: about JPY 30bn of stock means each 1% move in the price level is roughly JPY 300m of potential valuation swing through cost of sales. Rising prices lift the selling spread and inventory valuation while first squeezing, and falling prices tax both. Cycle reading: FY3/22 peak flattered by price rises, FY3/26 volume trough with spreads recovering, FY3/27 planned turn.
- 内部研究类型：cycle_transmission
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The same price event is first a margin risk, then a valuation gain.
- 不确定性（原始记录）：Inventory valuation method effects (average-cost lag) are not separately disclosed.

在线打开本发现 →

F041｜09｜正常化后的合理盈利是 60 亿至 80 亿日元，现价约 7 倍

写入正文：09｜正常化后的合理盈利是 60 亿至 80 亿日元，现价约 7 倍

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28、35；专项深挖：35
- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Normalising the five-year record for price-cycle effects and the new cost base, a defensible mid-cycle operating profit on the current asset base is roughly JPY 6,000-8,000m, the corridor between FY3/27 plan (6,300) and FY3/28 target (7,500). At 7,000m the stock trades about 7x normalised earnings with a 5.3% floor yield. This is an author's inference labelled as a corridor, not a forecast.
- 内部研究类型：normalized_economics
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Quantitative core of the thesis: the plan asks for normalisation, not heroics.
- 不确定性（原始记录）：Derived range; to be re-based on FY3/27 actuals.

在线打开本发现 →

F042｜09｜下行有四层保护，有两样不算保护

写入正文：09｜下行有四层保护，有两样不算保护

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25、29；专项深挖：18
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26、29；专项深挖：26
- ON Trust's February 2026 accumulation: +2.43 points to 9.54% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：29；同业比较：29；其他用途：历史
- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Four protection layers: balance sheet (47.3% equity ratio, no solvency question at plausible steel scenarios), the dividend floor (5.3% while waiting), the register (family vehicle accumulating at these levels), and operating assets at cost inside a going concern. Not protection: liquidity and a second-impairment possibility. Layers 1, 2 and 4 are contractual or balance-sheet facts; the family bid is behavioural and could stop without notice. No bidder can take a family company, so exit is the market's pace.
- 内部研究类型：downside_protection
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Sizing should respect the liquidity layer.
- 不确定性（原始记录）：Land realisable value in a downside scenario not appraised.

在线打开本发现 →

F043｜09｜没有卖方一致预期，价格里装的是公司自己的指引

写入正文：09｜没有卖方一致预期，价格里装的是公司自己的指引

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Nikkei snapshot: market cap JPY 34.0 billion at JPY 1,352 (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27、31；专项深挖：31
- Nikkei company page: PBR 0.35x, forecast PER 8.0x, dividend yield 5.10% (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、05、08、09、11、14；同业比较：12、31；其他用途：历史
- Foreign ownership has halved since FY2019: 15.85% to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；外部现实校验：24

- IR architecture: Long-term Vision 2035 and the first mid-term plan as the two governing documents (http://www.onoken.co.jp/jp/ir/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：01
- Margin balances: structurally long, trivially small short interest (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：There is effectively no sell-side consensus (shared-research coverage began only with Q3 FY3/26); the price embeds the company's own guidance discounted by the recurring bad-times multiple (0.34x book, 7.7x forecast EPS, 5.1-5.3% yield). Positioning is empty rather than crowded: low turnover, foreign holders 8.91%, tiny margin balances. Disappointment is the base case in the price; delivery is not.
- 内部研究类型：market_expectations
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Evidence, when it arrives, reprices mechanically; holders are paid to wait.
- 不确定性（原始记录）：Shared-research reports were paywalled and not opened.

在线打开本发现 →

F044｜02｜近十八个月的集中变化，要么是谷底，要么是价值陷阱

写入正文：02｜近十八个月的集中变化，要么是谷底，要么是价值陷阱

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Company outline and history: 1926 origin, 1949 incorporation, Kitakyushu head office (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E5%B0%8F%E9%87%8E%E5%BB%BA)｜怎么使用：直接证据；一手验证：33；同业比较：01；其他用途：历史
- ON Trust raises its stake to 9.54% - large-holding change report, February 2026 (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接证据
- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Governance reforms: executive officers, four areas, a more independent board (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- Ten-year price and PBR ranges: the market has never paid book value in a decade (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08；外部现实校验：27、33；专项深挖：08、34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A regime break clustered into about eighteen months: new president (June 2025), ON Trust accumulation and the four-area resolution (February 2026), first net loss, first mid-term plan and the impairment (May 2026), executive-officer system (April 2026). History: 1949 incorporation, Fukuoka listing 1999, Tokyo listing 2003,

2006 high, 2010 low, FY3/22 profit peak on post-COVID price inflation. Such density usually marks either a trough or a value trap; the next two statements decide which.
- 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）：Position should be treated as a regime-break trade with a yield carry.
- 不确定性（原始记录）：The 2010 and 2020 lows preceding spread recoveries is suggestive, not predictive.

在线打开本发现 →

F045｜01｜什么会推翻这个判断，什么会加强它

写入正文：01｜什么会推翻这个判断，什么会加强它；13｜没有合理公开路径的未知，以及它们如何限制判断；14｜总分 56.46/100，B 级：持有并观察

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28、35；专项深挖：35
- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30、35
- H1 FY3/26 tanshin: the prior-year half and the November 2025 guidance revision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120251107591014.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、15；同业比较：02、05、11；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Confirming evidence in order: H1 FY3/27 spread bridge tracking plan with Kanto-Tohoku margin repairing; an additional-return decision within 2026 that raises cash per share; FY3/27 at or above operating profit 6,300 with net debt no higher than 53.9bn. Falsifiers: H1 operating profit below the FY3/26 half's 1,946 with volume blamed; a second impairment or DTA write-down at the FY3/27 audit; the return deliberation lapsing past 2026 or landing empty. One falsifier demotes the thesis; two close it. All are published numbers.
- 内部研究类型：falsification_conditions
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Gives a mechanical hold-through-H1, re-underwrite-on-return, exit-on-two-falsifiers protocol; the thesis is a conjunction, so falsification is disjunctive.
- 不确定性（原始记录）：Technical falsifier (monthly close below 1,250) lives in the protected Technical structure and is not rewritten here.

在线打开本发现 →

F046｜13｜没有合理公开路径的未知，以及它们如何限制判断

写入正文：13｜没有合理公开路径的未知，以及它们如何限制判断；15｜主要来源与证据局限

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Nikkei company page: PBR 0.35x, forecast PER 8.0x, dividend yield 5.10% (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、05、08、09、11、14；同业比较：12、31；其他用途：历史
- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29
- Tax note: JPY 1,394 million of current tax against a pre-tax loss (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；专项深挖：32
- IR architecture: Long-term Vision 2035 and the first mid-term plan as the two governing documents (http://www.onoken.co.jp/jp/ir/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：01
- Company's own English positioning: 'a top share in the steel distribution industry' (https://onoken.co.jp/en/ataglance/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09；外部现实校验：02；专项深挖：09

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Residual Coverage-level unknowns with no reasonable current public path: contracting backlog and margin profile; peer gross-margin benchmarking (Hanwa, Okaya Koki, Sato Shoji not opened); land market value versus book; masked top-holder identity; Vision 2035 numerics; maker-by-maker purchase shares; inventory valuation-method effects; DTA recoverability schedule; subsidiary-level profitability; audited market share; consensus estimates; contract-level subsidy accounting timing; succession.
- 内部研究类型：research_debt_set
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Bounds confidence: competitive claims are structural not financial, and asset values are book-based.
- 不确定性（原始记录）：Next evidence: peer H1 results, FY3/27 securities report (June 2027).

在线打开本发现 →

F047｜03｜价格由钢厂定，销量由建筑业定，公司两头都是价格接受者

写入正文：03｜价格由钢厂定，销量由建筑业定，公司两头都是价格接受者；14｜八个模块的得分与理由

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Upstream price setters: Japanese steel mills (Nippon Steel, JFE and electric-furnace makers) set the market price level; Onoken is independent, buys across makers and holds no equity dependence. Mill price policy creates the level from which its spread and inventory valuation derive; it is a price taker on both sides with timing as its one degree of freedom.
- 内部研究类型：counterparty_relation
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Mill-led rises are the largest planned profit lever (+1,412m); the single largest profit variable is set in someone else's boardroom.
- 不确定性（原始记录）：Supplier terms and rebates are undisclosed.

在线打开本发现 →

F048｜03｜价格由钢厂定，销量由建筑业定，公司两头都是价格接受者

写入正文：03｜价格由钢厂定，销量由建筑业定，公司两头都是价格接受者

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 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Deck: construction materials and contracting detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：03；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：End demand: Japanese construction (contractors, fabricators, regional builders) takes most steel volume and the whole second leg; demand is split between firm urban redevelopment, logistics and data-centre work and stagnant regional small-to-mid projects (cost inflation, labour shortage). Domestic steel demand is in slow structural decline; the plan assumes share gain, not market growth.
- 内部研究类型：counterparty_relation
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Volume, the largest bridge item both ways (-1,324 then +1,984), is exogenous beta.
- 不确定性（原始记录）：No independent end-market dataset opened.

在线打开本发现 →

F049｜07｜股东名册解释了估值：没有机构买家，边际买盘是家族自己

写入正文：07｜股东名册解释了估值：没有机构买家，边际买盘是家族自己

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）

- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史
- ON Trust raises its stake to 9.54% - large-holding change report, February 2026 (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接证据
- ON Trust's February 2026 accumulation: +2.43 points to 9.54% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：29；同业比较：29；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ON Trust Co., Ltd., the founding family's asset vehicle, is the second-largest holder (9.48% of ex-treasury shares) and raised its stake by 2.43 points to 9.54% of issued shares in a 19 February 2026 change report (with a collateral contract change), before the impairment was public.
- 内部研究类型：counterparty_relation
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Signals alignment during weakness but entrenches the register against external pressure.
- 不确定性（原始记录）：Collateral contract implications are not detailed.

在线打开本发现 →

F050｜06｜资产负债表稳健但带杠杆，风险是回报被稀释而不是破产

写入正文：06｜资产负债表稳健但带杠杆，风险是回报被稀释而不是破产

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）

- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、20、21
- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25、29；专项深挖：18

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Fukuoka Bank (1.91%) and Nishi-Nippon City Bank (1.73%) are regional main banks inside a JPY 60.0bn bank-dominated debt stack; short-term borrowings rose 4,580m in FY3/26 as payables fell.
- 内部研究类型：counterparty_relation
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Local bank support underwrites the levered balance sheet and the stability-first financial culture.
- 不确定性（原始记录）：Rollover terms undisclosed.

在线打开本发现 →

F051｜04｜同业是一组结构性对手，没有打开同业财报

写入正文：04｜同业是一组结构性对手，没有打开同业财报

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Nikkei company page: PBR 0.35x, forecast PER 8.0x, dividend yield 5.10% (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、05、08、09、11、14；同业比较：12、31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Listed peers (Hanwa 8078, Okaya Koki 7485, Sato Shoji 8065 and maker-affiliated trading houses) plus hundreds of unlisted regional dealers compete for the same demand, mill allocations and M&A targets. In weak demand the industry competes spreads down; in strong demand allocation matters.
- 内部研究类型：counterparty_relation
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Peer pass-through decides whether mill rises become industry spreads; FY3/26 margin defence was industry-typical discipline, not a solo feat.
- 不确定性（原始记录）：No peer filings opened; competitive claims are structural.

在线打开本发现 →

F052｜03｜库存和加工能力放在子公司里，利用率决定折旧能否被覆盖

写入正文：03｜库存和加工能力放在子公司里，利用率决定折旧能否被覆盖

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）

- M&A history since 2020: a steady roll-up of regional dealers (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07
- Group perimeter and people: six consolidated subsidiaries, 1,235 consolidated employees (https://edinetdb.jp/company/E01324)｜怎么使用：直接证据

- EDINET DB: ownership composition - individuals 53.44%, foreigners down to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、23；外部现实校验：07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Consolidated subsidiaries (Nishinihon Steel Center, Sankyo Noritake Kogyo, Onoken Okinawa, Yamasa, Onoken Steel, Sanyo Kouzai; non-consolidated Ohbayashi Shokai) hold the inventory and processing capacity the parent sells through, and are placed under area control from April 2026; this is where subsidy money and M&A land.
- 内部研究类型：counterparty_relation
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Utilisation of subsidiaries, not the parent's order book, decides whether capacity earns its depreciation.
- 不确定性（原始记录）：Subsidiary profitability undisclosed.

在线打开本发现 →

F053｜08｜ROE 目标仍低于资本成本，所以追加回报比 ROE 数字更重要

写入正文：08｜ROE 目标仍低于资本成本，所以追加回报比 ROE 数字更重要

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）

- Cost-of-capital page: ROE below a 7% cost of equity for a decade of sub-0.7x PBR (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22；专项深挖：22
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Additional returns: the company flags an in-year decision (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26、30；专项深挖：30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Tokyo Stock Exchange capital-cost and PBR-reform regime is the external backdrop for Onoken's capital-cost presentation, its ~7% cost-of-equity estimate and its ROE 6% target; management acknowledges ROE has run below cost of equity for a decade of sub-0.7x PBR.
- 内部研究类型：policy_framework
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Gives management a respectable reason to do what the register cannot force.
- 不确定性（原始记录）：Pace of use of the framework is shown only by the return decision.

在线打开本发现 →

F054｜08｜并购按有形资产定价，风险在整合而不是商誉减记

写入正文：08｜并购按有形资产定价，风险在整合而不是商誉减记

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）

- Deck: M&A cadence - three deals in FY3/26 and Sanyo Kouzai in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30、35
- M&A history since 2020: a steady roll-up of regional dealers (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.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：Sanyo Kouzai (Kagawa steel dealer founded 1958, about 250 customers across Kagawa, Ehime and Tokushima) was acquired on 29 May 2026 to deepen the Chugoku-Shikoku area, which is planned at only a 0.8% margin with an H1 loss; a template of the small, regional, tangible roll-up.
- 内部研究类型：acquisition_case
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Its integration tests whether area accountability can lift the weakest profit pool.
- 不确定性（原始记录）：Deal price and standalone earnings not disclosed.

在线打开本发现 →

F055｜09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后

写入正文：09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后；13｜上半年财报是否接近计划：这决定复苏是价格推动还是已经落空

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 guidance: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14
- Q1 FY3/27 tanshin: a flat first quarter, guidance unchanged (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- IRBANK TDnet index: latest filing is the Q1 statement of 7 August 2026 (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06

- FY3/27 operating bridge: +1,412 spread, +1,984 volume, -1,745 people and freight (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、14；专项深挖：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Does the imminent H1 FY3/27 statement (not filed at 9 Nov 2026) land near guided sales JPY 134,900m and operating profit 2,800m with planned spread expansion visible in product gross margins, or does the year depend on a steeper second half? Relatedly, will the +1,412m spread assumption survive actual mill price settlements given soft Q1 prices and excluded geopolitical and tariff effects?
- 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）：Opposite answers decide whether the recovery thesis is price-led or already failing; resolves with the H1 statement.
- 不确定性（原始记录）：Evidence arrives after the review cutoff; no current public path.

在线打开本发现 →

F056｜08｜回报体系是一个整体：分红底线、年度回购和家族增持

写入正文：08｜回报体系是一个整体：分红底线、年度回购和家族增持；13｜上半年财报是否接近计划：这决定复苏是价格推动还是已经落空

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Additional returns: the company flags an in-year decision (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、30；专项深挖：30
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、29；专项深挖：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What additional shareholder-return policy emerges from management's deliberation targeted within calendar 2026 (larger buyback framework, DOE rule, higher floor), and is it sized to matter against a JPY 32.6bn market capitalisation?
- 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）：Controls the yield anchor and the governance leg of the thesis.
- 不确定性（原始记录）：Entirely undisclosed until announced.

在线打开本发现 →

F057｜13｜计划、产能和现金：五件要等 2027 年 3 月期数字回答的事

写入正文：13｜计划、产能和现金：五件要等 2027 年 3 月期数字回答的事

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Deck: mid-term plan targets - FY3/28 sales JPY 310 billion, OP JPY 7.5 billion, ROE 6% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；专项深挖：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Are the FY3/28 targets (operating profit JPY 7,500m, ROE 6.0%) still arithmetically reachable after FY3/27, or does the FY3/27 results announcement bring a second-plan reset, and with what bridge (volume, spread, processed ratio, construction share)?
- 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）：Reset risk reprices the story either way.
- 不确定性（原始记录）：Resolves in May 2027.

在线打开本发现 →

F058｜13｜计划、产能和现金：五件要等 2027 年 3 月期数字回答的事

写入正文：13｜计划、产能和现金：五件要等 2027 年 3 月期数字回答的事

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Deck: the subsidy-backed investment programme and Yamasa's fivefold warehouse (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、10、13、20
- Subsidy programme detail: JPY 10.5 billion of projects, JPY 2.6 billion granted (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13、20；专项深挖：04、13、20
- Expansion topics: Hokkaido entry and Yamasa's rebuilt base (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；专项深挖：11；同业比较：20；其他用途：历史
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What depreciation and utilisation path follows the subsidy-backed programme (about JPY 10.5bn gross) as Yamasa's fivefold warehouse and the new

processing lines annualise: does fixed-cost absorption repeat the FY3/26 SG&A pattern in FY3/28?
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Determines whether capacity ahead of demand earns its keep.
- 不确定性（原始记录）：Needs H1 depreciation run-rate and utilisation colour.

在线打开本发现 →

F059｜06｜减值是账面事件，需要追问的是本土资产的回报

写入正文：06｜减值是账面事件，需要追问的是本土资产的回报；13｜计划、产能和现金：五件要等 2027 年 3 月期数字回答的事

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 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：After the JPY 6,920m first impairment leg, what is the remaining carrying value and cash-generation cover of the Kyushu-Chugoku fixed-asset base, and is a second leg live if regional demand stays flat?
- 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）：A second leg erodes book and the 0.34x anchor.
- 不确定性（原始记录）：Needs FY3/27 securities report asset notes.

在线打开本发现 →

F060｜13｜增长引擎：并购、建筑占比和四区域责任制要看什么数字

写入正文：13｜增长引擎：并购、建筑占比和四区域责任制要看什么数字

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Deck: M&A cadence - three deals in FY3/26 and Sanyo Kouzai in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07
- M&A history since 2020: a steady roll-up of regional dealers (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07；专项深挖：07

- ROE-improvement KPI table: processed ratio to 20%, construction to 50% of sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、22；专项深挖：10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：How much of the roughly JPY 5bn mid-term M&A envelope remains after Sanyo Kouzai, and does the pipeline of successor-less regional dealers price at levels that clear the company's own ROIC discipline?
- 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）：Growth engine capacity and capital discipline.
- 不确定性（原始记录）：Pipeline undisclosed.

在线打开本发现 →

F061｜13｜增长引擎：并购、建筑占比和四区域责任制要看什么数字

写入正文：13｜增长引擎：并购、建筑占比和四区域责任制要看什么数字

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Construction detail: contracting margin steady at 10.0% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；专项深挖：05
- ROE-improvement KPI table: processed ratio to 20%, construction to 50% of sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、22；专项深挖：10
- Product and service split FY3/26: distribution 78%, contracting 22% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15；专项深挖：02

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Can construction (materials plus contracting, about 30% of sales) credibly move toward the 50%-of-sales ambition without diluting its 10% contracting gross margin, and what order backlog supports it?
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Tests whether construction becomes a second engine.
- 不确定性（原始记录）：Backlog in yen is undisclosed.

在线打开本发现 →

F062｜13｜增长引擎：并购、建筑占比和四区域责任制要看什么数字

写入正文：13｜增长引擎：并购、建筑占比和四区域责任制要看什么数字

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 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、35
- Subsequent event: the four-area segment change resolved on 13 February 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Segment profit and loss FY3/26: three areas, three different diseases (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Does the four-area reorganisation show up in numbers by Q3 FY3/27, specifically Chugoku-Shikoku's planned margin repair (0.8% for the year with an H1 loss planned) and Kanto-Tohoku's doubling, or does segment accountability remain a presentation change over the same cost absorption?
- 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）：Distinguishes real accountability from relabelling.
- 不确定性（原始记录）：Comparable restated history limited.

在线打开本发现 →

F063｜06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年

写入正文：06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年；13｜计划、产能和现金：五件要等 2027 年 3 月期数字回答的事

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 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、20、21
- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29
- Cash-flow detail: the quality of the JPY 10.4 billion operating inflow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、19；专项深挖：17
- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：18、25、29；专项深挖：18

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：If steel prices rise as planned, how far do receivables and inventory rebuild from the FY3/26 trough (JPY 64.6bn and 30.2bn), and does net debt end FY3/27 above or below about JPY 53.9bn: is the recovery self-funding or bank-funded?

- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Decides whether returns and capex are funded by operations or by banks.
- 不确定性（原始记录）：Needs H1 and year-end balance sheets.

在线打开本发现 →

F064｜10｜事件之后的价格响应：最差的基本面消息没有击穿 1,250 日元

写入正文：10｜事件之后的价格响应：最差的基本面消息没有击穿 1,250 日元

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- Locally recomputed monthly series: span, extremes and basis (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/7414.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- Averages and position at the October 2026 partial close (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/7414.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- 2017-2026: two spikes, a pandemic low, the 2024 top and the narrowing range (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/7414.T)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：34
- Volume structure: the 2021-22 climax years and the thinning since (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/7414.T)｜怎么使用：直接证据；同业比较：34；其他用途：历史
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史
- Ten-year price and PBR ranges: the market has never paid book value in a decade (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；外部现实校验：27、33；专项深挖：08、34
- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据
- Liquidity snapshot: about JPY 86 million of average daily traded value (https://finnhub.io/?q=%227414%2ET%22)｜怎么使用：支持证据；一手验证：27；专项深挖：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Cross-lane timing context (not a technical cause): the price base formed through 2025-26 while reported profit was still falling, and the price sits at the trough

multiple (0.34x book, 7.7x forecast EPS) before H1 FY3/27 evidence. The fundamental thesis needs the H1 spread bridge and return decision to confirm; the Technical lane independently reads late-stage decline exhaustion that is not yet confirmed, and fundamental positivity does not upgrade that state. The May 2026 impairment, the worst fundamental print in listed history, did not break the 1,250 floor.

- 内部研究类型：cross_lane_semantic
- 内部来源标记：COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Both lanes await the same evidence event; the 1,250 level is where a timing error would show.
- 不确定性（原始记录）：The Technical State is the protected independent truth; this node only relates fundamental timing to it.

在线打开本发现 →

F065｜04｜价差链：钢厂价格同时决定售价价差和库存估值

写入正文：04｜价差链：钢厂价格同时决定售价价差和库存估值；06｜五年利润下滑是销量加固定成本，不是价差塌陷；09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后

归并到：F090

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）

- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 operating bridge: +1,412 spread, +1,984 volume, -1,745 people and freight (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、14；专项深挖：14
- FY3/27 guidance: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Mill price policy determines the spread-expansion leg (+1,412m) of the FY3/27 plan; the distributor never controls its own price line.
- 内部研究类型：sets_price_level_for
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F066｜03｜价格由钢厂定，销量由建筑业定，公司两头都是价格接受者

写入正文：03｜价格由钢厂定，销量由建筑业定，公司两头都是价格接受者

归并到：F048

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 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Deck: construction materials and contracting detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：03；其他用途：历史
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06
- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：End-market construction demand decided the volume term that explained the slide (-1,324) and decides the +1,984 recovery assumed for FY3/27.
- 内部研究类型：drives_volume_of
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F067｜07｜股东名册解释了估值：没有机构买家，边际买盘是家族自己

写入正文：07｜股东名册解释了估值：没有机构买家，边际买盘是家族自己

归并到：F049

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）

- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史
- ON Trust raises its stake to 9.54% - large-holding change report, February 2026 (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接 / 支持
- ON Trust's February 2026 accumulation: +2.43 points to 9.54% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：29；同业比较：29；其他用途：历史
- EDINET DB: ownership composition - individuals 53.44%, foreigners down to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、23；外部现实校验：07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The rising family-vehicle stake during weakness signals alignment but entrenches the register against external governance pressure.
- 内部研究类型：reinforces_alignment_and_entrenchment

- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F068｜07｜家族控制让利益高度一致，也让外部力量无从介入

写入正文：07｜家族控制让利益高度一致，也让外部力量无从介入

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）

- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史
- EDINET DB: ownership composition - individuals 53.44%, foreigners down to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23；外部现实校验：07
- Governance reforms: executive officers, four areas, a more independent board (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23
- ON Trust raises its stake to 9.54% - large-holding change report, February 2026 (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Management and ownership are combined in the Ono family, so strategy continuity is high and agency cost low, but capital-allocation change comes only from inside; the additional-return deliberation is a genuine tell.
- 内部研究类型：bounds_reform_scope
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F069｜06｜资产负债表稳健但带杠杆，风险是回报被稀释而不是破产

写入正文：06｜资产负债表稳健但带杠杆，风险是回报被稀释而不是破产

归并到：F050

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）

- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、20、21

- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25、29；专项深挖：18
- FY3/26 cash flow: operating +10,403 flattered by working-capital release (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17；同业比较：25；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Regional main banks underwrite the JPY 60.0bn debt stack through the cycle and anchor the conservative financial culture the dividend floor expresses.
- 内部研究类型：funds
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F070｜05｜护城河是运营性的，护住销量，护不住价格

写入正文：05｜护城河是运营性的，护住销量，护不住价格；09｜0.34 倍净资产的价格是这类股东结构下的低迷期价格，不是新的偿债担忧

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Nikkei company page: PBR 0.35x, forecast PER 8.0x, dividend yield 5.10% (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、05、08、09、11、14；同业比较：12、31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Peer price pass-through behaviour decides whether mill rises become industry spreads or are competed away; peer multiples frame 0.34x as sector-typical rather than idiosyncratic. Untested by peer filings.
- 内部研究类型：competes_for_same_spread_and_caps_upside
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F071｜08｜中期经营计划：目标仍在，但利润端落后于投资端

写入正文：08｜中期经营计划：目标仍在，但利润端落后于投资端

归并到：F017

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）

- Deck: mid-term plan targets - FY3/28 sales JPY 310 billion, OP JPY 7.5 billion, ROE 6% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Deck: FY3/26 capital allocation - buyback JPY 1.0 billion inside a JPY 10.4 billion operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据

- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；专项深挖：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The mid-term plan converts a drifting distributor into dated falsifiable numbers; FY3/27 guidance is the interim marker and the results announcement is where a reset would first appear.
- 内部研究类型：frames
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F072｜06｜增长的区域目前在拖累经营利润

写入正文：06｜增长的区域目前在拖累经营利润；08｜补贴用一次性补助换来永久成本承诺

归并到：F093

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）

- Deck: the subsidy-backed investment programme and Yamasa's fivefold warehouse (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、10、13、20
- Subsidy programme detail: JPY 10.5 billion of projects, JPY 2.6 billion granted (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13、20；专项深挖：04、13、20
- Expansion topics: Hokkaido entry and Yamasa's rebuilt base (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；专项深挖：11；同业比较：20；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The subsidy lowers capital at risk in the subsidiaries' capacity build while hard-wiring a permanent wage commitment, the fixed-cost question at the centre of the thesis.
- 内部研究类型：co_funds_capacity_in
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F073｜06｜增长的区域目前在拖累经营利润

写入正文：06｜增长的区域目前在拖累经营利润；08｜补贴用一次性补助换来永久成本承诺

归并到：F093

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）

- M&A history since 2020: a steady roll-up of regional dealers (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07
- EDINET DB: ownership composition - individuals 53.44%, foreigners down to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、23；外部现实校验：07
- Expansion topics: Hokkaido entry and Yamasa's rebuilt base (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；专项深挖：11；同业比较：20；其他用途：历史
- Subsidy programme detail: JPY 10.5 billion of projects, JPY 2.6 billion granted (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：04、13、20；专项深挖：04、13、20

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Subsidiary utilisation, not the parent order book, decides whether the capacity programme earns its depreciation.
- 内部研究类型：utilisation_determines_outcome_of
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F074｜08｜ROE 目标仍低于资本成本，所以追加回报比 ROE 数字更重要

写入正文：08｜ROE 目标仍低于资本成本，所以追加回报比 ROE 数字更重要

归并到：F053

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）

- Cost-of-capital page: ROE below a 7% cost of equity for a decade of sub-0.7x PBR (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22；专项深挖：22
- Additional returns: the company flags an in-year decision (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、30；专项深挖：30
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26、29；专项深挖：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The capital-cost regime gives management a respectable external reason for the additional-return decision; its pace measures how seriously the framework is used.
- 内部研究类型：external_pressure_on
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F075｜08｜并购按有形资产定价，风险在整合而不是商誉减记

写入正文：08｜并购按有形资产定价，风险在整合而不是商誉减记

归并到：F054

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）

- Deck: M&A cadence - three deals in FY3/26 and Sanyo Kouzai in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30、35
- M&A history since 2020: a steady roll-up of regional dealers (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.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：Sanyo Kouzai is a template deal for the tangible-price roll-up and an integration test for the weakest planned area margin.
- 内部研究类型：exemplifies
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F076｜01｜投资判断是三个条件的合取，现价已经假设复苏落空

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜投资判断是三个条件的合取，现价已经假设复苏落空；14｜总分 56.46/100，B 级：持有并观察

归并到：F031

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）

- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Spread widening into a shrinking market proves the mechanism works, locating the thesis constraint in volume and fixed costs.
- 内部研究类型：supports
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F077｜09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后

写入正文：09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后

归并到：F007

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Q1 FY3/27 tanshin: a flat first quarter, guidance unchanged (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 guidance: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Q1 delivering only 39.7% of the H1 operating plan makes the back-loaded plan more dependent on the second half.
- 内部研究类型：qualifies_with_tracking_evidence
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F078｜11｜计划里有两处单点假设，其中一处押在关东·东北

写入正文：11｜计划里有两处单点假设，其中一处押在关东·东北

归并到：F008

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、35
- Segment profit and loss FY3/26: three areas, three different diseases (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Kanto-Tohoku's planned doubling carries more than half of the group's planned operating improvement risk.
- 内部研究类型：conditions
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F079｜06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年

写入正文：06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年；11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

归并到：F091

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 cash flow: operating +10,403 flattered by working-capital release (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：25；其他用途：历史
- Cash-flow detail: the quality of the JPY 10.4 billion operating inflow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19；专项深挖：17
- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29
- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：18、25、29；专项深挖：18

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/26's cash flow was flattered by falling prices releasing working capital; a successful FY3/27 recovery reverses the flow, so profit and cash diverge in the recovery year.
- 内部研究类型：mirror_reverses_in_recovery
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F080｜06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年

写入正文：06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年；13｜计划、产能和现金：五件要等 2027 年 3 月期数字回答的事

归并到：F063

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）

- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29
- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25、29；专项深挖：18

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The working-capital rebuild turns net-debt direction into an unresolved test of whether recovery is self-funding.
- 内部研究类型：raises_open_question
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F081｜11｜下行风险分别打在回报、现金和退出三个位置

写入正文：11｜下行风险分别打在回报、现金和退出三个位置

归并到：F034

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A flat regional market could add a second impairment leg to the first JPY 6,920m write-down.
- 内部研究类型：may_extend
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F082｜08｜权益股息率被公式钉在 1.8%，只有两件事能改变它

写入正文：08｜权益股息率被公式钉在 1.8%，只有两件事能改变它

归并到：F010

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、29；专项深挖：26
- Additional returns: the company flags an in-year decision (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、30；专项深挖：30
- Dividend record and the FY3/27 dividend forecast of JPY 69 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The DOE and yield anchor change only through the additional-return decision (floor raise, cancellations).
- 内部研究类型：is_controlled_by
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F083｜09｜0.34 倍净资产的价格是这类股东结构下的低迷期价格，不是新的偿债担忧

写入正文：09｜0.34 倍净资产的价格是这类股东结构下的低迷期价格，不是新的偿债担忧；14｜八个模块的得分与理由

归并到：F029

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25、29；专项深挖：18
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26、29；专项深挖：26
- ON Trust's February 2026 accumulation: +2.43 points to 9.54% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：29；同业比较：29；其他用途：历史
- Ten-year price and PBR ranges: the market has never paid book value in a decade (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：支持证据；一手验证：08；外部现实校验：27、33；专项深挖：08、34
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史

- Liquidity snapshot: about JPY 86 million of average daily traded value (https://finnhub.io/?q=%227414%2ET%22)｜怎么使用：支持证据；一手验证：27；专项深挖：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Equity ratio, dividend floor and family bid anchor the downside beneath the recurring bad-times multiple.
- 内部研究类型：supports_asymmetry_of
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F084｜08｜ROE 目标仍低于资本成本，所以追加回报比 ROE 数字更重要

写入正文：08｜ROE 目标仍低于资本成本，所以追加回报比 ROE 数字更重要；09｜0.34 倍净资产的价格是这类股东结构下的低迷期价格，不是新的偿债担忧

归并到：F030

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Cost-of-capital page: ROE below a 7% cost of equity for a decade of sub-0.7x PBR (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22；专项深挖：22
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Ten-year price and PBR ranges: the market has never paid book value in a decade (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：支持证据；一手验证：08；外部现实校验：27、33；专项深挖：08、34
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史
- Liquidity snapshot: about JPY 86 million of average daily traded value (https://finnhub.io/?q=%227414%2ET%22)｜怎么使用：支持证据；一手验证：27；专项深挖：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A plan ROE below the company's own cost of equity explains why a discount to book persists even if targets are met.
- 内部研究类型：explains
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F085｜01｜投资判断是三个条件的合取，现价已经假设复苏落空

写入正文：01｜投资判断是三个条件的合取，现价已经假设复苏落空；11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面；13｜没有合理公开路径的未知，以及它们如何限制判断

归并到：F095

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28、35；专项深挖：35
- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30、35
- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Three disjunctive falsifiers test the conjunctive thesis within two quarters.
- 内部研究类型：tests
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F086｜09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后

写入正文：09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后；13｜上半年财报是否接近计划：这决定复苏是价格推动还是已经落空

归并到：F055

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- IRBANK TDnet index: latest filing is the Q1 statement of 7 August 2026 (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The H1 statement itself is the evidence that resolves the spread and landing debt.
- 内部研究类型：would_resolve
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F087｜10｜事件之后的价格响应：最差的基本面消息没有击穿 1,250 日元

写入正文：10｜事件之后的价格响应：最差的基本面消息没有击穿 1,250 日元

归并到：F064

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Locally recomputed monthly series: span, extremes and basis (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/7414.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- Averages and position at the October 2026 partial close (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/7414.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- 2017-2026: two spikes, a pandemic low, the 2024 top and the narrowing range (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/7414.T)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：34
- Volume structure: the 2021-22 climax years and the thinning since (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/7414.T)｜怎么使用：直接证据；同业比较：34；其他用途：历史
- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：This cross-lane relation only compares fundamental timing with the protected Technical Synthesis; it neither modifies nor is derived into it, and a positive fundamental thesis cannot change a non-confirming Technical State.
- 内部研究类型：references_without_rewriting
- 内部来源标记：TECHNICAL

在线打开本发现 →

F088｜11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

写入正文：11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- IRBANK TDnet index: latest filing is the Q1 statement of 7 August 2026 (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- Averages and position at the October 2026 partial close (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/7414.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：30、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The H1 statement is the evidence event both the fundamental thesis and the price structure are waiting for.
- 内部研究类型：is_the_shared_confirming_event_for
- 内部来源标记：COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F089｜01｜这家分销商的特许经营还在，但利润水平要重新挣回来

写入正文：01｜这家分销商的特许经营还在，但利润水平要重新挣回来；02｜近十八个月的集中变化，要么是谷底，要么是价值陷阱

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（29 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) - header: identity, listing, representative (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01；外部现实校验：06
- Company outline and history: 1926 origin, 1949 incorporation, Kitakyushu head office (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E5%B0%8F%E9%87%8E%E5%BB%BA)｜怎么使用：直接证据；一手验证：33；同业比较：01；其他用途：历史
- Product and service split FY3/26: distribution 78%, contracting 22% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15；专项深挖：02
- Company's own English positioning: 'a top share in the steel distribution industry' (https://onoken.co.jp/en/ataglance/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09；外部现实校验：02；专项深挖：09
- Group perimeter and people: six consolidated subsidiaries, 1,235 consolidated employees (https://edinetdb.jp/company/E01324)｜怎么使用：直接证据
- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、20、21

- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- Deck: mid-term plan targets - FY3/28 sales JPY 310 billion, OP JPY 7.5 billion, ROE 6% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06
- Deck: construction materials and contracting detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：03；其他用途：历史
- Construction detail: contracting margin steady at 10.0% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；专项深挖：05
- Q1 FY3/27 detail: steel volume up, construction progress behind (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15；外部现实校验：19；专项深挖：15
- ROE-improvement KPI table: processed ratio to 20%, construction to 50% of sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、22；专项深挖：10
- Round bars and the steel total: 1,597kt at JPY 114.56/kg (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、10；专项深挖：03
- Plates: volume held, price fell, margin widened (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03
- Bars: the profit engine - margin 13.2% and gross profit up 9.2% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、16；专项深挖：16
- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29
- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25、29；专项深挖：18
- FY3/26 cash flow: operating +10,403 flattered by working-capital release (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17；同业比较：25；其他用途：历史
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26、29；专项深挖：26

- ON Trust's February 2026 accumulation: +2.43 points to 9.54% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：29；同业比较：29；其他用途：历史
- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28、35；专项深挖：35
- ON Trust raises its stake to 9.54% - large-holding change report, February 2026 (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接证据
- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Governance reforms: executive officers, four areas, a more independent board (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- Ten-year price and PBR ranges: the market has never paid book value in a decade (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08；外部现实校验：27、33；专项深挖：08、34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable Business Portrait: franchise survives, profit level must be re-earned ｜Foundation first: independent regional-density franchise with spread defended through a shrinking market, thin operating margin set by an external price level, volume and a self-raised fixed-cost base, levered but solvent, returns sized to the leverage. Current changes (impairment, plan, reform) overlay this foundation rather than replace it.
- 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）：Equity is a levered, yield-carried claim whose value depends on normalisation toward JPY 6,000-8,000m operating profit.
- 不确定性（原始记录）：Moat strength moderate and inferred structurally; normalised range is an author inference.

在线打开本发现 →

F090｜04｜价差链：钢厂价格同时决定售价价差和库存估值

写入正文：04｜价差链：钢厂价格同时决定售价价差和库存估值；06｜五年利润下滑是销量加固定成本，不是价差塌陷；09｜计划假设：价差、销量和成本三项叠在一起，上半年已经落后

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（15 项；重复标签已按来源合并）

- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、06；外部现实校验：03
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- H1 FY3/26 tanshin: the prior-year half and the November 2025 guidance revision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120251107591014.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、15；同业比较：02、05、11；其他用途：历史
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- H1 FY3/26 half-year split: H2 carried the entire impairment (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120251107591014.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、33；专项深挖：12、33
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、20、21
- FY3/27 operating bridge: +1,412 spread, +1,984 volume, -1,745 people and freight (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、14；专项深挖：14
- FY3/27 guidance: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14
- Nikkei company page: PBR 0.35x, forecast PER 8.0x, dividend yield 5.10% (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、05、08、09、11、14；同业比较：12、31；其他用途：历史
- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Deck: construction materials and contracting detail (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：03；其他用途：历史
- Q1 FY3/27 tanshin: a flat first quarter, guidance unchanged (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Q1 FY3/27 detail: steel volume up, construction progress behind (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15；外部现实校验：19；专项深挖：15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Spread chain: mill prices to spread, inventory and the volume/fixed-cost debate｜Mill prices set both the selling spread and the inventory carry; FY3/26 (gross margin +1.3pt into a shrinking market) proves pass-through works with a lag, so the debate is volume and fixed costs; the two-year narrowing price range reflects the market waiting for that proof.
- 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）：Largest planned profit lever is external; error bars exceed the +32.9% guided growth.
- 不确定性（原始记录）：Peer pass-through untested; geopolitical and tariff effects excluded.

在线打开本发现 →

F091｜06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年

写入正文：06｜现金流最好看的一年，恰是被钢价下跌放出来的一年；11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面

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 cash flow: operating +10,403 flattered by working-capital release (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：25；其他用途：历史
- Cash-flow detail: the quality of the JPY 10.4 billion operating inflow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19；专项深挖：17
- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29
- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25、29；专项深挖：18
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、20、21
- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Cash chain: falling prices released cash, recovery will absorb it｜FY3/26's strong operating cash flow mirrored falling prices; a successful FY3/27 reverses it, so reported profit and cash diverge in the recovery year and the H1 balance sheet matters as much as its P&L.
- 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）：Recovery may be bank-funded; returns do not flex with cash.
- 不确定性（原始记录）：Intra-year working capital undisclosed.

在线打开本发现 →

F092｜08｜回报体系是一个整体：分红底线、年度回购和家族增持

写入正文：08｜回报体系是一个整体：分红底线、年度回购和家族增持；09｜没有卖方一致预期，价格里装的是公司自己的指引

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）

- Dividend record and the FY3/27 dividend forecast of JPY 69 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：26
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Additional returns: the company flags an in-year decision (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、30；专项深挖：30
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、29；专项深挖：26
- FY3/27 guidance: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：14
- FY3/26 cash flow: operating +10,403 flattered by working-capital release (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：25；其他用途：历史
- Deck: FY3/26 capital allocation - buyback JPY 1.0 billion inside a JPY 10.4 billion operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Equity walk: treasury shares jump from 2,010 to 691,410 on a JPY 999 million buyback (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；专项深挖：25
- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史
- ON Trust raises its stake to 9.54% - large-holding change report, February 2026 (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接证据
- ON Trust's February 2026 accumulation: +2.43 points to 9.54% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；外部现实校验：29；同业比较：29；其他用途：历史
- Cost-of-capital page: ROE below a 7% cost of equity for a decade of sub-0.7x PBR (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22；专项深挖：22
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- ROE-improvement KPI table: processed ratio to 20%, construction to 50% of sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、22；专项深挖：10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Capital chain: floor dividend, annual buyback and family accumulation as one system｜Returns are sized to what a levered distributor can pay without touching bank lines; the additional-return deliberation, not the payout ratio, is the real signal.
- 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）：Cash yield about 8% of market value (5.3% dividend plus about 3% buyback) but DOE pinned at 1.8%.
- 不确定性（原始记录）：Additional package open.

在线打开本发现 →

F093｜06｜增长的区域目前在拖累经营利润

写入正文：06｜增长的区域目前在拖累经营利润；08｜补贴用一次性补助换来永久成本承诺

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（19 项；重复标签已按来源合并）

- Deck: the subsidy-backed investment programme and Yamasa's fivefold warehouse (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、10、13、20
- Subsidy programme detail: JPY 10.5 billion of projects, JPY 2.6 billion granted (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13、20；专项深挖：04、13、20
- Expansion topics: Hokkaido entry and Yamasa's rebuilt base (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；专项深挖：11；同业比较：20；其他用途：历史
- M&A history since 2020: a steady roll-up of regional dealers (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；专项深挖：07
- Group perimeter and people: six consolidated subsidiaries, 1,235 consolidated employees (https://edinetdb.jp/company/E01324)｜怎么使用：直接证据
- EDINET DB: ownership composition - individuals 53.44%, foreigners down to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、23；外部现实校验：07
- Deck: mid-term plan targets - FY3/28 sales JPY 310 billion, OP JPY 7.5 billion, ROE 6% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Deck: FY3/26 capital allocation - buyback JPY 1.0 billion inside a JPY 10.4 billion operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；专项深挖：35
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、35
- Segment profit and loss FY3/26: three areas, three different diseases (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据

- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Q1 FY3/27 detail: steel volume up, construction progress behind (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15；外部现实校验：19；专项深挖：15
- Subsequent event: the four-area segment change resolved on 13 February 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06
- ROE-improvement KPI table: processed ratio to 20%, construction to 50% of sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、10、22；专项深挖：10
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Cost-of-capital page: ROE below a 7% cost of equity for a decade of sub-0.7x PBR (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22；专项深挖：22

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Capacity chain: subsidy-funded capacity raises depreciation before volume｜Fukuyama and Shizuoka already cost FY3/26 profit; the same sequence is scheduled at larger scale (Yamasa, Oita, Hokuriku), so FY3/28 margin needs utilisation growth to outrun a known dated cost ramp.
- 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）：Shareholders fund a capacity position whose payoff window is FY3/28 and beyond.
- 不确定性（原始记录）：Project returns undisclosed.

在线打开本发现 →

F094｜07｜股东名册解释了估值：没有机构买家，边际买盘是家族自己

写入正文：07｜股东名册解释了估值：没有机构买家，边际买盘是家族自己；09｜下行有四层保护，有两样不算保护

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（25 项；重复标签已按来源合并）

- EDINET DB: top-10 shareholders at FY3/26 year-end (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01；外部现实校验：23；同业比较：24；其他用途：历史

- ON Trust raises its stake to 9.54% - large-holding change report, February 2026 (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接 / 支持
- EDINET DB: ownership composition - individuals 53.44%, foreigners down to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23；外部现实校验：07
- Top-10 register detail: two regional banks, one trust account, seven individuals or family vehicles (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；专项深挖：24
- Foreign ownership has halved since FY2019: 15.85% to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；外部现实校验：24
- ON Trust's February 2026 accumulation: +2.43 points to 9.54% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/amp/article/maonline/business/maonline-sh-s100xkls)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：29；同业比较：29；其他用途：历史
- Liquidity snapshot: about JPY 86 million of average daily traded value (https://finnhub.io/?q=%227414%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；专项深挖：27
- Governance reforms: executive officers, four areas, a more independent board (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- Segment profit and loss FY3/26: three areas, three different diseases (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Margin balances: structurally long, trivially small short interest (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：31
- Nikkei snapshot: market cap JPY 34.0 billion at JPY 1,352 (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：31
- Ten-year price and PBR ranges: the market has never paid book value in a decade (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；外部现实校验：27、33；专项深挖：08、34
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、20、21

- FY3/26 cash flow: operating +10,403 flattered by working-capital release (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：25；其他用途：历史
- FY3/27 guidance: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14
- Q1 FY3/27 tanshin: a flat first quarter, guidance unchanged (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Nikkei company page: PBR 0.35x, forecast PER 8.0x, dividend yield 5.10% (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、05、08、09、11、14；同业比较：12、31；其他用途：历史
- IR architecture: Long-term Vision 2035 and the first mid-term plan as the two governing documents (http://www.onoken.co.jp/jp/ir/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：01
- Cost-of-capital page: ROE below a 7% cost of equity for a decade of sub-0.7x PBR (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22；专项深挖：22
- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25、29；专项深挖：18
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26、29；专项深挖：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Governance chain: family control, domesticating register and thin liquidity explain the discount｜A 47.3% equity ratio and 5% floor yield coexist with 0.34x book because the system changes only from inside; the 2026 reform package is the inside choosing to move.
- 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）：Re-rating depends on the return policy and results, not flows or board pressure.
- 不确定性（原始记录）：Insider bid is behavioural.

在线打开本发现 →

F095｜01｜投资判断是三个条件的合取，现价已经假设复苏落空

写入正文：01｜投资判断是三个条件的合取，现价已经假设复苏落空；11｜催化剂：三个已排期事件，各自重估不同层面；13｜没有合理公开路径的未知，以及它们如何限制判断

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（19 项；重复标签已按来源合并）

- Deck: product-level steel economics - volume, price, gross margin (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、06；外部现实校验：03

- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- IRBANK annual ranges: FY3/26 traded between PBR 0.33x and 0.41x (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；同业比较：22、27、33；其他用途：历史
- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；专项深挖：35
- FY3/26 consolidated results: the loss year in one table (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：16、32；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、35
- H1 FY3/26 tanshin: the prior-year half and the November 2025 guidance revision (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120251107591014.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、15；同业比较：02、05、11；其他用途：历史
- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、20、21
- Finnhub snapshot: market cap JPY 33.3 billion, 52-week range 1,289-1,496, thin turnover (https://finnhub.io/?q=%227414%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- Segment profit and loss FY3/26: three areas, three different diseases (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- IRBANK TDnet index: latest filing is the Q1 statement of 7 August 2026 (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- Additional returns: the company flags an in-year decision (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、30；专项深挖：30
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、29；专项深挖：26
- Deck: mid-term plan targets - FY3/28 sales JPY 310 billion, OP JPY 7.5 billion, ROE 6% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/26 results deck: summary, dividend policy and the first-loss framing (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- H1 FY3/26 half-year split: H2 carried the entire impairment (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120251107591014.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、33；专项深挖：12、33

- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Thesis, catalysts and falsification｜A conjunction thesis (spread real, costs absorbed, returns follow) with three disjunctive falsifiers all resolving in published numbers within two quarters.
- 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）：Hold through H1, re-underwrite on the return decision, exit the thesis on two falsifiers.
- 不确定性（原始记录）：Medium confidence; external price and demand dependence.

在线打开本发现 →

F096｜13｜没有合理公开路径的未知，以及它们如何限制判断

写入正文：13｜没有合理公开路径的未知，以及它们如何限制判断

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（32 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 guidance: H1 and full-year forecasts set in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14
- Q1 FY3/27 tanshin: a flat first quarter, guidance unchanged (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260806513210.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- IRBANK TDnet index: latest filing is the Q1 statement of 7 August 2026 (https://irbank.net/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- FY3/26 operating bridge: demand, not price, did the damage (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；专项深挖：06
- FY3/27 operating bridge: +1,412 spread, +1,984 volume, -1,745 people and freight (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、14；专项深挖：14
- Additional returns: the company flags an in-year decision (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、30；专项深挖：30
- Deck: PBR history, a self-assessed 7% cost of equity, and returns under discussion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Dividend table detail: dividend-on-equity has been pinned at 1.8% for two years (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、29；专项深挖：26
- Deck: mid-term plan targets - FY3/28 sales JPY 310 billion, OP JPY 7.5 billion, ROE 6% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

- Mid-term plan frame: three-year allocation of about JPY 28 billion of operating cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28、35；专项深挖：35
- Deck: the subsidy-backed investment programme and Yamasa's fivefold warehouse (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、10、13、20
- Subsidy programme detail: JPY 10.5 billion of projects, JPY 2.6 billion granted (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13、20；专项深挖：04、13、20
- Expansion topics: Hokkaido entry and Yamasa's rebuilt base (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11；专项深挖：11；同业比较：20；其他用途：历史
- FY3/26 narrative: impairment in Kyushu-Chugoku and segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、09、11、32；反向验证：35；同业比较：35；其他用途：历史
- Five-year financial path from the securities reports: the slide in one table (https://www.jingi.ai/7414)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：17、18、22；专项深挖：28
- Deck: M&A cadence - three deals in FY3/26 and Sanyo Kouzai in May 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07
- M&A history since 2020: a steady roll-up of regional dealers (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07；专项深挖：07
- ROE-improvement KPI table: processed ratio to 20%, construction to 50% of sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、10、22；专项深挖：10
- Construction detail: contracting margin steady at 10.0% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05；专项深挖：05
- Product and service split FY3/26: distribution 78%, contracting 22% (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15；专项深挖：02
- FY3/27 plan by new segment: Kanto-Tohoku margin is planned to double (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260528551865.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、35
- Subsequent event: the four-area segment change resolved on 13 February 2026 (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Segment profit and loss FY3/26: three areas, three different diseases (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/26 balance sheet: equity ratio 47.3%, land JPY 34.2 billion, borrowings JPY 60.0 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、20、21
- Balance-sheet detail: receivables 64.6 billion, inventory 30.2 billion, land 34.2 billion (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21；专项深挖：19、21、29

- Cash-flow detail: the quality of the JPY 10.4 billion operating inflow (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、19；专项深挖：17
- Debt structure: JPY 60.0 billion of borrowings, mostly short-term (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25、29；专项深挖：18
- Nikkei company page: PBR 0.35x, forecast PER 8.0x, dividend yield 5.10% (https://www.nikkei.com/nkd/company/?scode=7414)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、05、08、09、11、14；同业比较：12、31；其他用途：历史
- Tax note: JPY 1,394 million of current tax against a pre-tax loss (https://www2.jpx.co.jp/disc/74140/140120260511523486.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；专项深挖：32
- IR architecture: Long-term Vision 2035 and the first mid-term plan as the two governing documents (http://www.onoken.co.jp/jp/ir/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：01
- Company's own English positioning: 'a top share in the steel distribution industry' (https://onoken.co.jp/en/ataglance/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09；外部现实校验：02；专项深挖：09
- EDINET DB: ownership composition - individuals 53.44%, foreigners down to 8.91% (https://edinetdb.jp/company/E01324/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、23；外部现实校验：07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt carried forward｜Highest-priority debts (H1 landing and spread, return policy) resolve within weeks; others resolve with FY3/27 filings. None has a reasonable current public path before the cutoff.
- 内部研究类型：research_debt_register
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Each opposite answer would alter thesis, valuation or confidence.
- 不确定性（原始记录）：Future evidence only.

在线打开本发现 →

F097｜10｜技术问题：两年半的下跌是在衰竭成底，还是下一腿之前的停顿

写入正文：10｜技术问题：两年半的下跌是在衰竭成底，还是下一腿之前的停顿；10｜全部上市历史：箱体来回，上涨短而陡，下跌长而缓；10｜价格行为：每轮下跌更短，区间逐年收窄，成交量逐年萎缩；10｜均线纠缠在价格上方，是价格要收复的位置；10｜状态判断：下跌衰竭进行中，尚未确认；矛盾在于均线说下跌、区间说衰竭；10｜事件之后的价格响应：最差的基本面消息没有击穿 1,250 日元；10｜后续确认与失效条件；14｜八个模块的得分与理由

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

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Protected Technical Synthesis (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。