8075 神鋼商事株式会社（Shinsho Corporation）

Kabugami V3.2 57.24/100 · B

这家公司是做什么的

神鋼商事株式会社（Shinsho Corporation，东证 Prime 市场，代码 8075）是神户制钢（Kobe Steel）所属 KOBELCO 集团的核心贸易公司。主营钢材、钢铁原料、有色金属（铝、铜）、机械和焊接材料的国…

最近亮点

2026年11月6日公布的2027年3月期（FY27/3）上半年业绩创中期纪录：销售额3526.32亿日元，上涨20.5%；营业利润82.84亿日元，上涨57.1%；净利润69.05亿日元，上涨69.5%，比公司8月自己的净利润…

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	a7b2230c34b5b6f67360846d3a673550f677716e
交付代码版本 SHA	a7b2230c34b5b6f67360846d3a673550f677716e
交付运行时指纹	9c66d25077341bbecdc7793b71fe7f388776680c83932b8e21f9b460468dc668
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	967c0dcc-7e89-5112-87fe-09fad27d86e0
Canonical 快照 ID	84863432-ba35-5205-8cea-5ac0d194739a
Canonical 研究日期	2026-11-09
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	8075

先看研究要点

为什么值得研究	利润来源正在从钢材分销向有色金属和机械扩散：上半年非钢单元合计利润约 51 亿日元，钢材单元只有 25.01 亿日元。账面之外还有三层支撑：股价约为账面价值的 0.72 至 0.77 倍；按「不低于 30%派息率或每股 100 日元，取其高者」的公式，预测股息率 4.86%，2026 年 3 月期这一 100 日元下限在下行年度实际生效；自有资本比率已升到 26.0%，高于中期计划 21%的目标。
最需要担心什么	这是一门 1.9%营业利润率、约 19%销售额被营运资金占用的生意，小幅量价反转就会让利润大幅波动。本财年增长又集中在同一轮 AI、数据中心和半导体设备投资上，这类订单的回落速度快于钢材；而股价已在历史高位，全年预测仍比公司自己的中期计划目标（经常利润 145 亿日元）少 5 亿日元。
Kabugami 现在怎么看	结论：B 级，Kabugami 评分 57.24/100（评分版本 V3.2），暂不追高，列入观察名单；非钢业务的利润能否成为新的基本盘尚未证实。 依据：上半年创纪录由销量、产品结构和固定费用摊薄推动，毛利率基本没变；但按五年经常利润区间中值折算的正常化净利润约 72 亿日元，市场按此已付出约 10.6 倍，而不是表面的 7.6 倍；上半年特别项目和经营现金流尚未取得，隐含下半年净利润与经常利润之间约 11 亿日元的差额无法解释。 翻转条件：价格回到 2,800 至 2,900 日元并守住，同时 2027 年 2 月、3 月、5 月三个节点证实非钢利润延续，可上调判断；新中期计划把经常利润压回过去区间，或半导体投资暂停后铝铜单元回吐收益，则下调。

01｜投资问题与当前结论

01.1｜2027 年 3 月期的创纪录利润，是新的利润水平还是设备投资的高点

当前结论：神鋼商事的核心问题只有一个——2027 年 3 月期上半年的创纪录利润，是利润来源真的变了，还是一轮设备投资的高点经过贸易管道时留下的痕迹。目前的判断是有条件的：利润来源确实在从钢材分销向有色金属和机械扩散，但这一转移还没有被第二个年度证实，所以暂不追高，列入观察名单（Kabugami 评分 57.24/100，B 级）。

问题的起点是数字。2027 年 3 月期（FY27/3）上半年（4–9 月）销售额 3526.32 亿日元，上涨 20.5%；营业利润 82.84 亿日元，上涨 57.1%；净利润 69.05 亿日元，上涨 69.5%，已达 2026 年 3 月期全年净利润 82.86 亿日元的 83%。毛利率几乎没动，仍在 6.4%上下，利润增加来自销量、产品结构和固定费用摊薄，没有靠价差扩大。

拆开各业务单元，方向并不一致。钢材单元利润下降 16.4%，降到 25.01 亿日元；铝铜单元利润翻 2.2 倍，到 25.04 亿日元；焊材 3.0 倍，原料单元 4.7 倍，机械上涨 28.1%。非钢单元上半年利润合计约 51 亿日元，钢材只有 25 亿日元。公司给出的原因同样指向非钢业务：AI 和数据中心带动的半导体需求、脱碳与能源相关机械需求，以及国内外集团公司盈利能力改善，预计下半年大体延续。这个故事没有钢价回升的成分。

如果这批非钢利润在下一个中期计划里站得住，历史上 5 至 9 倍的市盈率就低估了盈利能力。但这只是一个假设，还不是事实：增长要先被营运资金吸收，最后变成自由现金流的只是其中一部分，而且几个单元的利润同时受益于同一轮设备投资。

01.2｜按五年平均折算，市场已经为周期高点付了一部分钱

最强的反证来自正常化盈利。取五年经常利润区间（97.26 亿至 128.14 亿日元）的中值 113 亿日元左右，按 2026 年 3 月期 36%的有效税率折算，净利润约 72 亿日元，每股约 273 日元。按 2,879 日元的股价，这相当于约 10.6 倍市盈率，而不是按 2027 年 3 月期预测净利润 100 亿日元算出的 7.6 倍。

也就是说，140 亿日元的经常利润预测高于区间上沿，应当先视为高于周期的一年，等第二年确认之后才能当作新的基础。这一折算用的是五年五个观察值和单一年份的税率，是一个标明了简化的锚点，不是预测；它对判断的作用是把论点的条件说清楚：利润区间是否上移，决定了投资者是在为新基础付钱，还是在为周期高点付钱。

01.3｜什么会推翻这个判断：四个可检验的条件

这场争论足够窄，可以检验：要么非钢利润（铝铜、机械、焊材）是一个能在下一轮钢材下行中托住经常利润的新基础，要么 2027 年 3 月期只是几个业务单元同时撞上的设备投资高点。第三季度的单元结构和新计划第一年的目标，是两张判别的答卷。把握一般。

四个会推翻判断的条件是：一，2028 年 3 月期指引或新中期计划把经常利润重新压回 97 亿至 128 亿日元的五年区间，且原因是钢材走弱；二，半导体投资暂停后两个季度内，铝铜单元回吐上半年的利润增长；三，政策性持股比例到 2027 年 3 月仍未降到 15%以下，或股东回报公式被下调；四，月线收盘跌破 2,245 日元，价格阶梯被破坏——这是技术研究自己给出的价格结构条件，这里沿用，不做改动。

基本面上的这几项与价格结构互相独立：基本面向好不会把价格上尚未确认的状态变成已确认，价格走弱也不改写上述业务条件。

02｜公司本质与商业模式

02.1｜一项 1.9%营业利润率的价差生意：盈利取决于销量和产品结构

神鋼商事是 KOBELCO 集团的专业贸易公司，赚的是流通价差。2026 年 3 月期经手销售额 6081.42 亿日元，毛利率 6.49%（毛利 394.65 亿日元），销售和管理费用率 4.59%（278.88 亿日元），营业利润 115.77 亿日元，营业利润率 1.90%。公司 1946 年 11 月在大阪以 Taihei Shoji 之名创立，1960 年改称神鋼商事，1961 年上市；员工合并 1,518 人，其中母公司 526 人。

这样的结构有两个后果。第一，利润率主要由产品结构调节：2026 年 3 月期钢材单元占销售额 41%，只占五个单元利润的约 43%；机械单元占销售额 10%，却占利润的 27%。第二，固定费用基数让利润随销量放大：毛利率每变动 1 个百分点，对应约 61 亿日元，超过当年营业利润的一半；2027 年 3 月期上半年销售额增长 20.5%，销售和管理费用只增长 4.8%，营业利润因此上涨 57.1%。上行如此，下行也如此。

公司没有自己的研发引擎，技术以经销权和服务能力的形式进入损益。护城河靠关系和物流，被 1.9%的营业利润率封顶。毛利在纯分销、加工增值和服务之间如何拆分、各业务单元完整的营业利润率，公开资料里都没有披露；合同层面的客户转换数据同样不存在，所以这份利润率结构只能从总量上描述。

02.2｜子公司约占四分之一收入，加工和服务层的利润在这里

母公司单体销售额 4413.28 亿日元，约占合并销售额的 73%，其余约 27%来自子公司。分销之外的利润层——加工、服务和海外网点——主要在子公司。国内有 Shinsho Tekko Hanbai（钢材分销）、Shinsho Hitetsu（有色加工）、Matsubo（机械贸易，2011 年 12 月收购）等；海外覆盖中国、东南亚、美洲和欧洲。2027 年 3 月期上半年的超预期，公司明确把部分功劳记给国内外集团公司盈利能力的改善。

并购的方式是小额补强：2026 年 3 月期取得子公司股份支出 8.69 亿日元，确认负商誉 1.01 亿日元，一家子公司出表使留存收益减少 4.15 亿日元。少数股东权益可以忽略，当年只分走 0.54 亿日元净利润。因此分析单位只能是集团合并报表。子公司数量和子公司层面的利润归属，这次没有逐项列出。

02.3｜八十年的经营面貌：货流稳，利润率靠结构

把当前变化放回长期面貌：五年销售额从 4943.51 亿日元（2022 年 3 月期）增长到 6081.42 亿日元，收入一直在，利润率随市场价格和产品结构浮动。资产很轻，主要靠人和信用，约 19%的销售额要被营运资金占用，母集团持有 34.85%表决权，股东回报按预先约定的公式执行。机械、加工和有色金属的服务层带来钢材分销给不了的利润率；下行年份资产负债表会自我收缩，上行年份重新放大。

对股东来说，持有的是日本制造业销量的一个杠杆、一份公式保护的股息和一个自己无法改变的结构性折价。上行空间要靠产品结构和销量，不能指望价差扩大或折价收敛。毛利拆分、业务层利润归属、集团内交易占比和客户集中度这几项没有披露，是这份面貌的边界。

03｜产品、客户与供应链

03.1｜汽车和建筑把钢材单元压在平稳到下滑的需求上

钢材单元的需求来自两头：汽车产量带动特殊钢和钢板，建筑与工厂投资带动钢板和焊材，并通过机械把设备送进钢厂和能源设施。国内制造业产量长期平稳甚至下降，这决定了钢材这本账的上限。

2026 年 3 月期已经演示了这条传导：汽车产量与上年持平，但建筑需求下降、钢价下跌，钢材单元销售额下降 3.0%（2500.92 亿日元），利润下降 15.4%，到 47.38 亿日元。同一年机械向神户制钢钢厂的交付部分抵消了冲击，只是发生在另一个板块里。钢材单元的具体客户集中度和吨数，公司没有披露。

03.2｜半导体和数据中心投资是本财年的增长引擎

AI 和数据中心投资带来三条需求：端子和连接器用的铜带、铝铜单元的量，以及机械单元销售的半导体检查设备。2027 年 3 月期上半年铝铜单元销售额上涨 45.8%，机械搭上检查设备需求。公司在修正说明里自己点名了这三项驱动：半导体的增长、脱碳和能源机械需求，以及集团公司盈利能力，并预计下半年大体延续。

它是一轮设备投资浪潮的传导，订单周期的反转速度比钢材快。公司没有披露在手订单，所以这个时钟还有多长无法判断；增长背后的客户集中度同样没有披露。

03.3｜利润在换挡：2026 年 3 月期已有端倪，上半年全面显现

2026 年 3 月期五个单元利润合计 111.97 亿日元，下行年里已经有分化：机械利润上涨 33.3%，钢材下降 15.4%，铝铜下降 8.3%，焊材下降 9.2%，原料单元由盈利转为亏损 0.61 亿日元。到 2027 年 3 月期上半年，分化变成全面反转：钢材利润降到 25.01 亿日元，铝铜 25.04 亿日元，原料 3.84 亿日元，机械 17.87 亿日元，焊材 8.12 亿日元。

分板块看，金属板块利润 53.89 亿日元（上年同期 42.04 亿日元），机械·焊材板块 26.00 亿日元（上年同期 16.65 亿日元）。

这是半导体、数据中心和脱碳设备的故事，叠在一个持平的钢材分销基础上。需要强调的是，它目前是一个假设：单元利润按经常利润口径，客户集中度和这条半导体线的持续时间还没有解开。

03.4｜铝铜利润追平钢材，但它和机械、钢材之外的增长靠同一个需求

铝铜单元销售额上涨 45.8%，利润翻 2.2 倍到 25.04 亿日元，上半年已经追平钢材单元（25.01 亿日元），而销售规模小得多。这条增长绑在同一个需求来源上：AI、数据中心和半导体设备投资，订单周期比钢材更容易整体反转。

如果这类投资暂停，托起 2027 年 3 月期的这个单元会把增量还回去，而此时资产负债表比年初已经重了约 250 亿日元。铝铜增长中有多少是半导体设备产业链的需求、一次暂停就会反转，以及背后客户的集中度，目前都没有答案；这次研究也没能从公开渠道取得第一手的外部客户证据。

03.5｜机械单元更稳，也最接近合同约束，但订单可见度未知

机械是较稳的高利润率锚：2026 年 3 月期利润 30.46 亿日元（销售额 637.26 亿日元），上涨 33.3%，是当年唯一增长利润的单元；2027 年 3 月期上半年利润上涨 28.1%至 17.87 亿日元，来自半导体检查设备交付和大型压缩机维护。产品包括非通用压缩机、热泵和脱碳设备、PVD 镀膜设备、LNG 设备及向神户制钢钢厂的交付，都带服务尾部。公司预测全年机械利润约 35 亿日元。

两个问题没有答案：半导体检查设备是否给出到 2028 年 3 月期的订单可见度，还是一次性交付需求；脱碳设备的订单是否依赖政策补贴，公司没有量化。这决定了非钢基础的可靠程度。

03.6｜原料单元看似被母公司锁定，实际也随周期波动

原料单元给神户制钢钢厂供应主要原料，量随神户制钢的粗钢产量，价随同一轮供需。看起来是固定货流，实际有周期：粗钢产量低迷使供给宽松、价格下跌，这个单元在 2026 年 3 月期出现 0.61 亿日元亏损（销售额 776.52 亿日元，下降 3.7%），到 2027 年 3 月期上半年恢复 4.7 倍至 3.84 亿日元，销售额上涨 26.0%。资源循环贸易和生物质燃料也增加了利润，但 2026 年 3 月期受出口占比上升和客户工厂故障拖累。

与神户制钢集团交易占销售额的比例，以及库存持有期，公司没有披露。风险敞口主要是价差，除非自己持有库存，金属价格本身不是主要风险。

03.7｜神户制钢既是供应方、客户，也是股东

神户制钢集团同时供应产品、消费原料、托住股东名册，并给估值设上限。供应、客户、股东和估值四件事在这里是同一个事实：集团为货流提供连续性，却也限制了控制权事件和外部监督，少数股东是集团资产里的长期次要伙伴。集团内销售占比没有披露，所以这条链的量级无法精确估计。

03.8｜表面上五个单元，实际是同一轮投资的三种形态

同一轮设备投资同时到达铝铜和机械，而不涉及这轮投资的钢材继续下滑，所以集团利润是对一个需求的杠杆，披着几个单元的外衣。分部报表给人的分散感被高估了。这个发现的完整讨论见第 12 章。

04｜竞争格局与产业关系

主要竞争对手包括阪和兴业（Hanwa，最大的独立钢铁贸易公司，规模达数万亿日元级）、JFE 商事（JFE Shoji，JFE 集团的贸易公司）和 Okaya & Co.（代码 7485，没有钢厂母公司的独立上市同业）等。有钢厂背景的贸易公司共同决定了日本钢材分销的薄利润率；神鋼商事的 KOBELCO 关系是同一模式换了一个母公司。

在这个格局里，神鋼商事是中档公司，不是规模领先者，差异化只能来自机械、有色金属和加工，不是钢材本身。与 Okaya 的对比能分出集团关系给的货量和自己争取来的货量各占多少，但这次没有展开同业财务，所以相对利润率和排名没有确立，市场份额也没有一致口径的统计。

现实的威胁不是新进入者，而是钢材账上价差被压缩。这对估值的含义是：同业普遍的高个位数市盈率和低于账面的市净率，让 7.6 倍预测市盈率和 0.72 至 0.77 倍市净率看起来属于行业常态，不能当作公司独有的便宜。

05｜护城河判断

05.1｜护城河是关系和物流型的，被 1.9%的利润率封顶

神鋼商事的护城河来自集团位置：作为神户制钢的专业贸易公司，货流和产品供应有保障；机械的服务尾部是最接近合同约束的一环。但钢材贸易里没有定价权，毛利率一直在 6.4%到 6.5%，利润波动来自销量和产品结构。2026 年 3 月期钢材单元利润下降 15.4%而销售额只降 3.0%，2027 年 3 月期上半年又降 16.4%，说明规模和关系并没有挡住价格下行。没有自己的研发，也没有关于客户转换成本的公开证据。

护城河因此保证货流，不保证利润率；利润率的提升必须靠业务结构，不能靠护城河替股东抬高。

05.2｜五个长期因素决定结构能否延续

决定这套结构的长期因素有五个：一，日本制造业国内产量长期下滑，压住钢材账，并推动利润来源转移；二，KOBELCO 生态的产业地位，让货流穿过周期；三，贸易模式的营运资金机制，把增长折算成约 19%销售额的资金需求；四，东京证券交易所的治理要求，按期限推动政策性持股出售；五，半导体设备投资周期——它是快变量，却披着长期因素的外衣。

如果利润来源转移继续用机械和有色金属的复利取代钢材的缓慢下滑，结构就延续；如果这只是一轮设备投资浪潮穿过分销管道，结构就会衰退。业务一侧的自我修复很强：营运资金账面自动收缩，自有资本比率从 23.6%升到 26.0%。价格一侧的自我修复很弱。关键的开放问题是，利润来源转移到底是结构性的，还是设备投资高点。长期来看，这套结构应当按货流和股东回报公式的延续来评估，不能按价差扩大来评估，仓位也要考虑叙事轮动。

06｜财务质量与现金流

06.1｜2026 年 3 月期只是一次浅幅下滑，利润没有跌出五年区间

2026 年 3 月期销售额下降 1.5%到 6081.42 亿日元，营业利润下降 12.4%到 115.77 亿日元，经常利润下降 6.3%到 110.22 亿日元，净利润下降 3.2%到 82.86 亿日元。原因是钢价下跌、建筑需求走弱，以及权益法投资收益从 15.96 亿日元塌到 5.84 亿日元，尽管股息收入增长到 18.38 亿日元。

五年经常利润在 97.26 亿至 128.14 亿日元之间，这一年仍在区间内，没有跌破。所以这次下滑检验了模型，没有击穿它。需要注意，五年只有五个观察值，是区间，不是回归结论。它是衡量 2027 年 3 月期的基线。

06.2｜上半年的增量来自销量，经营杠杆放大了它

经常利润上涨 36.2%到 78.79 亿日元，营业利润和净利润的涨幅更大。毛利润 224.10 亿日元（上年同期 187.60 亿日元），销售和管理费用 141.30 亿日元（上年同期 134.80 亿日元）；毛利率 6.36%，上年同期 6.41%，几乎持平，所以利润飞跃来自销量和产品结构加经营杠杆。与公司 8 月自己的预测相比，营业利润超出 23.6%，经常利润超出 25.1%，净利润超出 50.1%。

资产负债表同步扩张：一季度末总资产 4064.44 亿日元，已比 2026 年 3 月期末高 228 亿日元；2026 年 9 月末总资产 4087 亿日元，自有资本比率 26.0%。上半年特别损益的构成和上半年经营现金流，这次读到的摘要里没有，所以增长中的质量判断还不完整。

06.3｜一季度和二季度同样强，说明不是单季冲高

上半年内部并非前高后低：一季度（4–6 月）销售额 1768.86 亿日元，经常利润 37.71 亿日元；二季度（7–9 月）销售额 1757.46 亿日元，经常利润 41.08 亿日元，两个季度销售额相差不到 1%。修正后的全年预测里，机械·焊材板块利润约 48 亿日元（机械约 35 亿日元，焊材约 13 亿日元）。这支持需求的年化水平在上半年确实抬高，但两个季度还不足以证明可持续。

06.4｜利润质量要先打折，再往外推

2026 年 3 月期税前利润 130.68 亿日元，高于经常利润 110.22 亿日元，差额是净特别收益 20.46 亿日元：20.92 亿日元的投资证券出售收益加 1.01 亿日元负商誉，减去 1.48 亿日元损失。剔除之后，税前利润约等于经常利润。

毛利率稳定（2026 年 3 月期 6.49%，2027 年 3 月期上半年 6.36%对 6.41%），真正摆动的是销量、产品结构和线下的组合项目（股息收入、权益法收益、证券收益），它们独立于贸易本身，使利润左右波动 10 亿至 20 亿日元。有效税率 36.2%（所得税 47.26 亿日元）。

政策性持股的出售正在持续制造这类收益：它让税前利润高于经常利润，提升净利润，同时把回收的资金投向增长。这条链把资本政策、盈利质量和治理合成了一件事。因此应当用经常利润而不是净利润来估值——它是最不坏的单一锚点。五年经常利润区间 97.26 亿至 128.14 亿日元，140 亿日元的预测会高于区间上沿。2027 年 3 月期上半年的特别项目构成没有取得，这直接关系到下一段的缺口。

06.5｜隐含的下半年净利润比上年同期还少，约 11 亿日元差额无法解释

用全年预测减去上半年实绩，隐含下半年销售额 3533.68 亿日元，营业利润 65.16 亿日元，经常利润 61.21 亿日元，净利润 30.95 亿日元；上年下半年实绩为 3153.91 亿日元、63.04 亿日元、52.39 亿日元和 42.13 亿日元。经常利润同比增长，净利润却缩水，留下约 11 亿日元的差额。

可能的原因有三个：税和少数股东负担回到正常水平，下半年被假设没有证券出售收益，或者公司刻意保守。已读材料没有把这三者分开。这一推断把握一般。要么上半年包含了公司不会再重复的帮助，要么下半年被故意压低。11 月的上调是纯利润传导：销售额不变，经常利润预测从 115 亿日元升到 125 亿日元再到 140 亿日元。完整的上半年短信（特别损益和现金流量表）能缩小这个缺口，2027 年 2 月的第三季度业绩是下一次读数。

06.6｜营运资金就是这门生意本身：增长先消耗现金

2026 年 3 月期末，贸易营运资金净额 1153 亿日元左右，约占销售额的 19%。构成是：应收账款 1836.99 亿日元，加电子记录债权 230.61 亿日元，加存货 807.70 亿日元，减应付账款 1613.44 亿日元和电子记录债务 108.90 亿日元。这笔资金由 533.96 亿日元的借款和权益共同支撑。每增加 1000 亿日元销售额，就要在赚到任何利润之前吸收约 190 亿日元资金。

这使现金流与增长反向。2026 年 3 月期经营现金流为 84.47 亿日元（存货占用 26.64 亿日元，缴税 41.21 亿日元），资本开支只有 10.79 亿日元（有形）和 10.16 亿日元（无形）。

下行年份释放现金，上行年份吸收现金。2027 年 3 月期上半年，销售额增长 20.5%，一个半年里资产增加约 250 亿日元，一季度就增加了 228 亿日元。

利润、现金和杠杆在转折点上会往相反方向走，所以不能只看利润表判断这一年的现金。这些增加的资产中有多少是应收和存货，下半年需要融资还是回收，上半年经营现金流是多少，都没有取得，本财年的现金结论只是暂定的。

年内借款的最高点也无法从期末数字看到。

对股东来说，只有上行周期中扣除营运资金吸收之后剩下的那一部分才变成自由现金流，分红是从一个与周期反向的现金引擎里支付的。

06.7｜资产负债表随销售伸缩，同一时点的比率会误导

资产负债表是营运资金机器，不靠资产撑起来。2026 年 3 月期末自有资本比率 25.8%（2026 年 9 月 26.0%），总资产 3836 亿日元。借款 533.96 亿日元（短期 349.01 亿日元，长期 184.95 亿日元），现金 174.28 亿日元，净负债约 360 亿日元。毛负债权益比 0.54 倍，在公司自设的 0.7 倍上限内。应收加电子记录债权 2067.60 亿日元，对应商品存货 787.65 亿日元，固定资产只有 86.78 亿日元。

杠杆主要是贸易循环本身，随销售额移动：2026 年 3 月期净偿还融资 109.10 亿日元，2027 年 3 月期上半年又增加了约 250 亿日元资产。某个时点拍下的比率，按拍照时机可能美化也可能丑化模型；结构性事实是约 19%的营运资金占比。2026 年 9 月末净负债 333.01 亿日元。给子公司贸易提供的担保以及租赁和或有负债，这次没有量化。

06.8｜信用是这个模式的尾部风险，低点年份的坏账费用美化了利润基数

坏账计提在 2025 年 3 月期为 14.77 亿日元，2026 年 3 月期只有 1.08 亿日元；坏账准备流动 6.06 亿日元，非流动 33.92 亿日元，后者是过去问题客户留下的。一家中型客户出问题，损失就大约相当于一个业务单元一年的利润。出售应收款的损失每年 7.95 亿日元，是计入营业外费用的融资成本。2067.60 亿日元的应收账款相当于销售额的 34%，结算还在不断转向电子记录债权。

信用成本是块状的、滞后的；2026 年 3 月期的低水平会让被外推的利润基数显得偏高。准备金的账龄、非流动部分的来源，以及客户相关违约的情景，公开资料中无法量化。

07｜股东、董事与治理

07.1｜神户制钢集团掌握 34.85%表决权，少数股东跟随而不能投票

神鋼商事是神户制钢的权益法关联公司。截至 2026 年 3 月 31 日，瑞穗信托银行（神户制钢退休金信托账户）持股 21.53%，神户制钢直接持股 13.32%，两者合计 34.85%。治理质量不是通过少数股东的发言权体现的，而是通过预先约定的资本规则：股息公式、负债权益比不超过 0.7 倍的指引、政策性持股的削减。

对少数股东，这意味着战略连续性和货流有保证，同时控制权事件和外部纪律被排除，永久的关联公司折价只有集团层面的行动才能消除。是否存在任何情景会改变这个集团控股——神户制钢调整投资组合、激进股东增持或集团重组——以及少数股东会得到怎样的对待，目前没有任何披露；大量持股报告会最先显示增持，这次没有捕捉到。社外董事比例和委员会的细节没有逐项核实。

07.2｜股东名册高估了自由流通部分，真正的流通股约为一半

名册前两位属于同一个经济集团（34.85%），业务伙伴持股会（7.87%）和员工持股会（2.35%）再加10%左右，名册上最大的登记持有人是神户制钢退休金信托账户。友好和集团关系的股东接近 45%，真正的自由流通部分大约是名册的一半，日均成交额约 1.44 亿日元。排在其后的还有 Japan Master Trust 信托账户（7.17%）和 Japan Custody Bank 信托账户（4.95%）。

因为母集团托住了名册，这只股票是按股息和周期定价的工具，不是治理变化的候选。退出容易，影响力为零，股息公式是对结构性折价的补偿。对账面价值的折价同时反映了集团结构、薄利润率和营运资金需求。信托账户背后的实际持有人（除已知的神户制钢退休金信托外）看不到。市净率有两个口径：用 9 月账面价值（约 4,020 日元每股）是 0.72 倍，用 2026 年 3 月期末每股净资产（3,745.99 日元）是 0.77 倍，两者不应混用。

07.3｜管理层指引的行为在两年里变了方向

2026 年 3 月期，公司在第三季度把全年经常利润指引维持在 120 亿日元，最终实绩 110.22 亿日元，低了 8.2%；这样的指引在钢材走软的市场里应当打折。到 2027 年 3 月期，每一次修正都是被已经公布的实绩推向上方的（上半年净利润超出自己预测 50.1%）。

这提高了当前上调的可信度，但样本只有两年；它也保留一个教训：下行年份里被维持的指引并不安全。

07.4｜同一个集团同时是供应方、客户、名册的锚和估值上限

从供应到股权再到估值，神户制钢集团是同一件事在不同楼层的样子：它供应产品，消费原料，托住名册，也给估值设了上限。少数股东是集团资产中的长期次要伙伴，货量有保障，治理结果和折价则被封顶。集团内销售占比没有披露。

08｜资本政策

08.1｜股东回报由公式决定：好年份看比例，差年份看下限

回报公式是「合并派息率不低于 30%」与「每股 100 日元」（2025 年 4 月的 1 拆 3 之前为 300 日元）取其高者。2026 年 3 月期每股分红 106 日元，派息率 33.8%，股东权益分红率 2.9%；2027 年 3 月期预测 140 日元（中期 70 日元，已决定，2026 年 12 月 7 日支付；期末 70 日元），按预测每股收益 378 日元，派息率 37%。

其中 26 日元（每半年 13 日元）是 80 周年纪念分红，只适用于 2027 年 3 月期，常规水平约 114 日元，仍高于 100 日元下限。纪念部分到期这一点是依据发布的结构做出的假设，公司没有明说。

纪念分红说明管理层先按派息率定好常规分红，再叠加纪念层：好年份里 30%的比例腿是约束，差年份里 100 日元的下限是保护。2026 年 3 月期返还现金 28.16 亿日元，由 84.47 亿日元的经营现金流覆盖，下限在那一年确实生效。

这个机制把周期变成棘轮：下行有下限，上行按比例，但没有回购去收窄折价。在 4.9%的预测股息率上，这是对关联公司折价的主要补偿，每股价值的复利则要靠留存利润和 7%至 10%的 ROE。

公式在新中期计划（2027 年 5 月）里是否续用，要到那时才知道。

08.2｜资本回报只有分红，股价在 0.72 倍账面时也没有回购

库存股 159,328 股中，135,855 股是董事薪酬的 BIP 信托持有，2025 年 3 月期和 2026 年 3 月期都没有回购，1 拆 3 之后总股数固定在 26,581,686 股，也没有发行新股。在约 0.72 倍账面价值时，回购本是回报很高的用途，但公式把全部回报都放在分红上。

股东拿到现金收益，但拿不到折价收窄；2027 年 5 月新计划里一旦出现回购，会是看得见的上行惊喜。管理层是否正式评估过回购，什么条件会让他们加入回购，BIP 信托的持有模式是否暗示意图，目前都不知道。

08.3｜政策性持股的出售是一份预设的现金和利润，但会被用完

投资有价证券 349.59 亿日元，政策性持股占合并净资产 18.2%（180 亿日元左右），评价差额收益 83.55 亿日元计入权益。受东京证券交易所治理要求推动，到 2027 年 3 月要降到 15%以下（长期 10%以下），按现有净资产水平意味着出售 30 亿左右至 40 亿日元的持股，资金回流到增长投资。2026 年 3 月期卖出 4 只股票，约 24 亿日元，确认收益 20.92 亿日元。

这是预先约定的收益和现金管道，既为增长筹资，又美化净利润，而且大约 36%的有效税率会拿走一部分。投资组合的股息收入上升到 18.38 亿日元。股东是以收益和回收资金的形式逐步拿到这份资产，不是通过收购；它是消耗性资源，不是持久的盈利来源。剩下哪些持股、其中未实现收益多少、2027 年 3 月期的特别收益里是否已经假设进一步出售，没有披露；土地账面只有 13.74 亿日元，也没有披露重估。

08.4｜中期计划的目标即使两次上调后仍差一点

中期经营计划 2026（Medium-Term Management Plan 2026，2025 年 3 月期至 2027 年 3 月期，2024 年 5 月制定）给最后一年定了关键目标（KGI）。经常利润 145 亿日元，ROE 不低于 10%，ROIC 6.5%，自有资本比率不低于 21%，负债权益比不超过 0.7 倍。

2027 年 3 月期 140 亿日元的经常利润预测，两次上调后仍比目标少 5 亿日元。按净利润 100 亿日元除以约 1040 亿日元的平均权益推算，ROE 约 9.6%，略低于 10%。

ROIC 公司没有披露，无法对照。自有资本比率（26.0%）和负债权益比（约 0.54 倍）已达标。

5 月的初始预测（经常利润 115 亿日元）定在目标之下，计划被事件跑在前面，却仍没有完全达标。年度结果能否达到这些目标，新计划（2027 年 5 月）是抬高盈利基数，还是把预期重设到新的产品结构上，是第一份官方判决。ROE 推算只是估计，公司自己计算的 ROIC 和资本成本没有取得。

09｜估值与安全边际

09.1｜市场按股息加复苏定价，不是按特许经营权定价

以 2026 年 11 月 6 日收盘价 2,879 日元计（研究截止 11 月 9 日），市值 765.3 亿日元（发行股数 26,581,686 股）。预测市盈率 7.6 倍，基于修正后的 2027 年 3 月期每股收益 378 日元。

市净率 0.77 倍，基于 2026 年 3 月期末每股净资产 3,745.99 日元。ROE 8.7%为 2026 年 3 月期公司披露值。

预测股息率 4.86%，基于 140 日元分红。EV/EBITDA 8.4 倍，其中 EV 为 1098.3 亿日元，是总市值加上 2026 年 9 月末净有息负债 333.01 亿日元（借款 543 亿日元减现金 210 亿日元）。

EBITDA 130.64 亿日元，是 2026 年 3 月期营业利润 115.77 亿日元加折旧 14.87 亿日元。

这些倍数口径不同，不能混为一谈：市盈率用的是公司预测，不是实绩；市净率用 2026 年 3 月期末账面价值，9 月账面约 4,020 日元则为 0.72 倍；EV/EBITDA 混合了 9 月的净负债和上年度的 EBITDA，期间不对齐，2026 年 3 月期末净负债约 360 亿日元。没有参考分析师一致预期。2026 年的上涨主要来自盈利，倍数没有抬升，市盈率大致在 4 至 9 倍的区间内。

09.2｜用正常化盈利看，市盈率是 10.6 倍，不是 7.6 倍

7.6 倍的预测市盈率、10.6 倍左右的正常化市盈率和 0.72 至 0.77 倍的市净率，围绕同一个问题：2027 年 3 月期的利润是不是新基础。正常化锚点用五年经常利润区间中值约 113 亿日元，按 36%的有效税率折算出约 72 亿日元净利润（每股约 273 日元）；2027 年 3 月期预测净利润 100 亿日元则高于区间，要在第二个年度出现之前当作高于周期的一年。以 72 亿日元计，付出 10.6 倍；以 100 亿日元计，是 7.6 倍；这中间的差额，就是整场估值争论。

锚点只有五个观察值和一个年份的税率，是一个标明了简化的推算；第六个观察值在 2027 年 5 月出现。在这些口径差异被统一之前，三个倍数不应直接比较。产品结构转移既是论点的支撑，也是这个估值桥的核心假设：一旦确认，倍数才有重估空间；上行还需要关键目标达成并抬高 ROE，或集团层面事件消除折价。

09.3｜折价由集团结构、薄利润率和资金占用共同造成

对账面价值的折价不是单一原因。名册被母集团托住（约 45%的友好股东），利润率只有 1.9%，增长又先吸收营运资金，三者合起来解释了为什么这只股票长期低于账面价值、按股息和周期定价。神户制钢集团同时是供应方和股东，也给估值设了上限。普通股东无法改变这个折价，能依靠的是股息公式。

09.4｜4.9%的股息率有下限支撑，但 2027 年 3 月期之后的条款未知

按 140 日元分红，预测股息率 4.86%；剔除 26 日元纪念分红后的常规水平约 114 日元，对应股息率约 4.0%。公式给出下行年份的下限，好年份按比例，所以这份收益更接近契约性的。下限和比例哪一个起作用，取决于年份；2027 年 5 月的新计划决定公式是否延续，在此之前，4.9%只是当年值。

09.5｜股价已提前反映了 2027 年 3 月期的兑现，没有反映它的持续性

股价已经重估：从 2025 年 4 月的低点 1,513 日元起，大约翻了一倍，在 2026 年 9 月到达历史高点 3,235 日元，那时上半年业绩还没有公布；8 月的突破发生在 8 月 6 日上调指引和分红之后。11 月 6 日公告日，创纪录的中期业绩、第二次上调和分红增加都没能阻止收盘下跌 1.57%到 2,879 日元，盘中最低 2,711 日元，这是上涨之后的卖出，价格对应 7.6 倍预测市盈率和 0.72 至 0.77 倍市净率。

预期里包含了 2027 年 3 月期的兑现，没有包含持续性；上行惊喜（超出目标的年度业绩、回购）和下行惊喜（半导体投资暂停、钢材下滑）大致对称。持股人群交易的是周期，不是为特许经营权下注。没有取得分析师一致预期，预期是从价格和倍数读出的；一个交易日不构成判决。价格这边的事实不改写技术结构的判断，详见第 10 章。

从价格历史本身看，现价远高于股票历史上主要运行的区间：310 个月收盘中只有 10 个高于 2,500 日元，84.2%低于 1,500 日元，所以价格历史对估值提供的支撑很薄。价格处于历史高位，市净率却低于 1

倍，这是一个高价格配低倍数的矛盾，说明市场正在为尚未证实持续的产品结构转移和政策性持股出售收益定价。

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｜价格长期待在 500 到 1,000 日元，2022 年之后才走出逐年抬高的阶梯

这一章只看价格本身，要回答的问题是：2022 至 2026 年的阶梯，是否让股价走出了一个站得住的新区间，还是 2026 年 9 月的历史高点像 2024 年 7 月那样是一次到顶的脉冲，2,500 日元之上稀薄的成交撑不住它。

数据是 2001 年 1 月到 2026 年 10 月的 310 根月线（已按 2025 年 4 月 1 日的 1 拆 3 调整，没有拆股造成的断点；2026 年 10 月只到 27 日，是未完成的月线，11 月只有日线收盘）。历史最低 263 日元（2002 年 12 月），最高 3,235 日元（2026 年 9 月）。

310 个月的收盘里，55.2%落在 500 至 1,000 日元，84.2%低于 1,500 日元，高于 2,500 日元的只有 10 个月（3.2%）。2009 至 2016 年有八年在 430 至 960 日元之间。

年末收盘从 2019 年的 940 日元、2020 年的 614 日元，升到 2021 年的 1,157 日元、2022 年的 1,713 日元、2023 年的 1,893 日元、2024 年的 2,067 日元、2025 年的 2,531 日元，逐年更高。

此前的几次上冲都被整体回吐：2007 年高点 1,637 日元，2018 年 1,420 日元，2024 年 7 月 2,987 日元，随后 9 个月跌到 2025 年 4 月的 1,513 日元，下跌 49%。几次失败的回撤幅度在 45%至 65%之间。成交量上，2005 年在 1,270 日元附近放出 4,170 万股的历史最大量；2026 年前十个月成交 1,100 万股，2025 年全年为 1,160 万股。

10.2｜这一轮阶梯扛住了两次急跌，台阶站在上一次高点之上

2025 年 4 月洗盘低点 1,513 日元（当月收盘 1,881 日元）；2025 年 12 月收盘 2,531 日元；2026 年 2 月高点 2,865 日元；3 月急跌到 2,245 日元（收盘 2,292 日元），两个月内收复；7 月收盘 2,577 日元；8 月突破，最高 3,140 日元，收盘 3,090 日元，成交 164 万股，是 2024 年 9 月以来最大的月成交量；9 月创历史高点 3,235 日元，收盘 3,150 日元；10 月未完成月线收盘 3,075 日元。

10 月收盘比 12 个月均线（2,644 日元）高 16.3%，比 24 个月均线（2,356 日元）高约 30%，比 60 个月均线（2,024 日元）高 51.9%，位于历史区间的 94.6%。修复速度也在变快：2008 年的崩跌用了约九年才回到 2007 年高点附近，2025 年 4 月的低点用 17 个月修复并创出新高，2024 年 7 月失败脉冲的高点用了 25 个月被超过，2026 年 3 月的急跌两个月就收复。

与 2007 年和 2024 年不同，这一轮是第一次在上一次脉冲高点之上继续垫出台阶，而不是从高点崩回。修复更快既符合状态转换，也符合周期末期的投机弹性，仅凭图形分不开这两种解释。另一个弱点是参与者少：日均成交额约 1.44 亿日元，上涨由少数人托着。

10.3｜业绩日被卖出：买预期，买上调，卖实绩

纯价格状态已经清楚：延伸之后的突破，历史高点之后的第一次拒绝。在此之后再对照公开信息，价格的响应是这样的：8 月 6 日上调指引和分红之后，当月就出现突破；9 月上冲到 3,235 日元时没有新的披露，属于对上半年业绩的提前交易；11 月 6 日创纪录的实绩在盘中 12:45 公布，收盘下跌 1.57%到 2,879 日元，盘中最低 2,711 日元，最高 2,899 日元，比 10 月月线收盘更弱。

上调被买、预期被买、实绩被卖，这是一次上涨趋于成熟时常见的次序。放到时间关系上，价格领先基本面：2024 年 7 月的高点出现在 2026 年 3 月期利润下降公布一年前；2025 年 4 月的低点早于 2027 年 3 月期的拐点约两个季度；2026 年 9 月的高点早于创纪录的上半年披露一个月。这是对价格响应和公开信息先后的描述，不能据此推断市场知道未披露的信息。

在这个价位，利空的反应比利好更尖锐：创纪录业绩、第二次上调和提高分红被卖，说明消息正被用来退出。这只是一个交易日，不是定论。

10.4｜现价约是过去主要运行区间的三倍，下方的成交很稀薄

历史上 55%的月收盘落在 500 至 1,000 日元，现价大约是这个区间的三倍。如果守不住 2,800 至 2,900 日元这一带，价格会重新打开一片很大、成交很少的真空区。

2024 年 7 月的脉冲（2,987 日元跌到 1,513 日元）是失败脉冲的模板；按这个模板，首先要测试的是 2,500 至 2,650 日元的突破起点，不是前高。2,245 日元（2026 年 3 月急跌低点）下方，能参照的台阶只有 2025 年收盘的 2,531 日元和 2024 年收盘的 2,067 日元，再往下就是 1,513 日元的洗盘低点。

因此眼前的技术问题是：价格能否守住 8 月到 11 月形成的 2,800 至 2,900 日元台阶，并把 9 月的历史高点转成支撑；还是 11 月 6 日的拒绝说明这次脉冲已经失败。答案只能来自 2026 年 11 月之后的月线收盘，以及 2027 年 2 月业绩公布后的价格响应。这一判断的把握一般，一次业绩日的反应不构成定论，10 月月线也不完整。

10.5｜什么价格行为会确认，什么会推翻当前的技术状态

确认需要看到三件事：月线收盘高于 3,235 日元，且成交量不低于 2026 年 8 月突破月，把脉冲变成站稳的台阶；价格回踩到 2,800 至 2,900 日元并守住，随后恢复，证明这个台阶有人承接；2027 年 2 月第三

季度业绩公布时价格位于 12 个月均线（2,644 日元）之上，使价格与基本面在这一轮里第一次互相确认。

会推翻或明显下调这个状态的情形有三个：月线收盘跌破 2,644 日元，再跌破 2,500 日元，放弃突破起点，重演 2024 年脉冲的模板；2027 年 2 月业绩日出现第二次拒绝，高点低于 3,235 日元，形成对 9 月高点的双顶；月线收盘跌破 2,245 日元，打破阶梯最后一个台阶，并重新打开通往 1,900 日元（2023 年收盘附近）的真空区。

纯价格上，当前是一次延伸之后的首次拒绝，不是已经确立的新平台。可复现的辅助指标这次没有计算，因此没有纳入判断。

11｜风险与催化剂

11.1｜最大风险：1.9%的利润率加上约 1153 亿日元的营运资金，小反转就会放大

1.9%的营业利润率落在 6081 亿日元的销售额上，价格或销量的小幅反转——无论在钢材，还是在现在承担增长的半导体链条——都会让利润大幅波动。资产负债表上约 1153 亿日元的净营运资金由负债支撑，股价又在历史高位，而全年预测还没有达到公司自己的计划目标。

同一个杠杆向下也成立：下行年份矩阵式的资产负债表会收缩，每股 100 日元的分红下限保护收入，但利润和股价的下行会被放大。

11.2｜触发条件之一：半导体投资暂停，铝铜单元回吐

如果 AI、数据中心和半导体设备投资暂停，托起 2027 年 3 月期的铝铜单元（上半年利润 25.04 亿日元）会回吐增量，钢材没有任何对冲，资产负债表又已经加重约 250 亿日元。这是最容易让上半年增长反转的单一事件，触发后两个季度内的铝铜利润是判断它是否发生的证据。客户集中度仍未披露，所以反转的幅度无法预估。

11.3｜触发条件之二：一家中型客户违约

信用成本是块状的。一家中型客户失败，损失大约相当于一个业务单元一年的利润；非流动坏账准备 33.92 亿日元说明过去发生过。2026 年 3 月期 1.08 亿日元的低坏账费用让利润基数偏高，一旦出现集中违约，利润表会比营运资金更早反映。准备金账龄和相关客户的违约情景无法从公开资料判断。

11.4｜触发条件之三：价格守不住台阶

下行并不受交易历史保护。如果守不住 2,800 至 2,900 日元，稀薄的成交区会重新暴露；估值低于账面和股息支撑业务一侧，价格一侧没有保护。2024 年 7 月的脉冲是失败模板。

11.5｜哪些长期因素会让结构衰退

结构在两种情形下衰退：产品结构转移只是设备投资浪潮穿过分销管道，钢材的缓慢下滑重新主导；政策性持股的出售完成之后，不再有证券收益托底净利润。这些长期因素在第 05 章展开，这里记录的是触发点：新计划把经常利润压回区间，铝铜回吐，或股东回报公式被下调。

11.6｜六个月内有三个有日期的检验点

2027 年 2 月上旬的第三季度业绩，检验隐含下半年（净利润 30.95 亿日元）是保守还是真实回落，并给出钢材单元的走向；2027 年 3 月，政策性持股比例必须降到 15%以下，要求出现可见的出售；2027 年 5 月的全年业绩和新中期计划，重设关键目标和回报公式，显示利润区间是否上移，以及是否出现回购。每年 11 月和 5 月的中期和期末分红决定，是公式下的常规检验点。

这些日期按公司既有披露日程推断，不是已公布的时间表。激进股东或集团层面的行动这类没有披露的催化因素，既不能排除也不能纳入。

12｜反常识发现

从分部报表看，神鋼商事有五个业务单元，似乎分散。深入后发现，同一轮 AI、数据中心和脱碳设备投资，同时到达铝铜单元（铜带、检查设备相关的量）和机械单元（检查设备、能源机械），而不涉及这轮投资的钢材单元继续下滑。集团利润因此成了对一个需求的杠杆读数，披着三个单元的外衣。

这对股东的含义是：单元之间的独立性被高估，一次投资暂停可能让 2027 年 3 月期增长的大部分回吐，而钢材提供不了对冲。这个发现受制于一个未披露的事实——增长背后的客户集中度，所以它是一个结构性判断，不是已经量出的风险敞口。各单元的具体需求传导见第 03 章。

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜下半年利润为什么比上年还少，第三季度能否缩小这个缺口

这条很重要，因为它决定上半年的利润有多少可以重复。问题是：上半年净利润 69.05 亿日元与隐含下半年净利润 30.95 亿日元之间，约 11 亿日元的差额来自税和少数股东的正常化、下半年没有证券出售收益、成本集中，还是刻意保守。如果是保守，2027 年 3 月期会再被上调；如果是真实回落，则说明上半年包含了不会重复的帮助。解开它的证据是上半年完整短信里的特别项目，以及 2027 年 2 月的第三季度业绩。下一次研究从这里起步。

13.2｜全年能否达到计划目标，新中期计划会抬高利润基数还是重设预期

这条决定本轮盈利是否被官方承认为新基础。问题是：2027 年 3 月期全年结果能否达到经常利润 145 亿日元、ROE 不低于 10%、ROIC 6.5%的目标，2027 年 5 月的新中期计划是抬高经常利润基数，还是把预期重设到新的产品结构上。若新计划把基数压回 97 亿至 128 亿日元区间，论点被推翻；若抬高，利润区间上移得到证实。需要的证据是 2027 年 5 月的全年业绩和新计划，以及公司自己计算的 ROIC 和资本成本（目前未取得）。

13.3｜铝铜、机械和钢材的需求有多持久

这三条决定非钢基础能不能撑过下一轮钢材下行。一，铝铜单元上半年增长中，有多少来自一次暂停就会反转的半导体设备链需求，客户集中度如何；若集中度高，回吐会很快。

二，钢材单元利润的下降（上半年降 16.4%，销售额只增 3.0%）是否已见底，还是国内钢价和建筑需求预示 2028 年 3 月期再下一年；若再降，会抵消非钢增长。三，机械的半导体检查设备是否给出到 2028 年 3 月期的订单可见度，还是一次性交付，脱碳订单依赖多少政策支持。

能解答的证据是 2027 年 2 月第三季度的单元说明、披露的订单数据和第一手的客户信息，目前公开资料里都没有。

13.4｜上半年现金流是多少，剩下的政策性持股还有多少

这两条决定利润能变成多少可分配现金。一，2027 年 3 月期上半年经营现金流是多少，约 250 亿日元的资产增长中，有多少是下半年必须融资或回收的应收和存货；若多数是应收，现金年度会比利润弱得多。

二，剩下的政策性持股具体是哪些，未实现收益多少，2027 年 3 月期预测的特别收益里是否已假设进一步出售；这决定下半年能否依赖证券收益。证据在完整的上半年短信（现金流量表、特别损益），以及 2027 年 3 月政策性持股比例出售完成后的披露。

这份短信是公开的，只是这次读到的是摘要；它会缩小答案，而不会推翻判断。

13.5｜管理层会不会开始回购，神户制钢集团的持股会不会变

这两条关系到股东能不能从折价中拿到回报。一，什么会让管理层在回报公式里加入回购（股价全年在 0.72 倍账面价值附近），BIP 信托的持有模式是否暗示意图；若新计划出现回购，是明确的上行惊喜。二，是否存在某种情景——神户制钢调整投资组合、激进股东增持或集团重组——让 34.85%的母集团持股发生变化，少数股东会得到怎样的对待；大量持股报告会最先显示增持，目前没有。要看的证据是 2027 年 5 月的新计划条款、大量持股报告和神户制钢的披露。

13.6｜价格能不能守住 2,800 至 2,900 日元

这条决定价格和基本面能否在这一轮里第一次互相确认。问题是：价格能否守住 8 月至 11 月形成的 2,800 至 2,900 日元台阶，并把 9 月历史高点转成支撑，还是 11 月 6 日的拒绝说明脉冲已经失败。证据是 2026 年 11 月以后的月线收盘，以及 2027 年 2 月业绩公布后的价格响应。基本面向好不会改写一个未被确认的价格状态。

13.7｜跟踪清单与推翻条件的对应关系

以上十个问题，各自对应到前文判断里的一处限制：有的决定利润区间是否上移（下半年缺口、新计划、钢材底部、机械订单），有的决定上半年利润的现金成色（经营现金流、政策性持股），有的决定股东回报的上限（回购、母集团）。第 01 章的四个推翻条件是同一批问题的最坏答案；跟踪时先看第三季度业绩、3 月的持股比例和 5 月的新计划，这三个节点能一次回答其中大部分。

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜综合得分 57.24/100，B 级：暂不追高，列入观察名单

评分版本 V3.2，满分 100，八个模块得分相加为 57.24，对应 B 级（55 至 64.9 分）。业务层面有三项支撑：账面折价、约 4.9%的预测股息率和公式化的股息下限。压住分数的有三件事：2027 年 3 月期利润高于五年经常利润区间，营运资金吞掉增长的现金，增长依赖同一轮半导体和数据中心投资；价格又处在历史高位，并在业绩日被卖出。研究的充分程度和判断是否乐观是两回事，B 级并不因为研究更充分而更乐观。

操作判断：暂不追高。重新评估有三个节点：2027 年 2 月的第三季度业绩，2027 年 3 月政策性持股是否降到 15%以下，2027 年 5 月的新中期计划与股东回报条款。若价格回到 2,800 至 2,900 日元一带并守住，且这些节点证实非钢利润能延续，可提高仓位；若新计划把经常利润压回过去的区间，或铝铜单元在半导体投资暂停后回吐收益，则下调判断。

14.2｜财务韧性与下行防御 8.06/13：杠杆随销售伸缩，薄弱处是客户信用

自有资本比率 25.8%，2026 年 9 月升到 26.0%；借款 533.96 亿日元对现金 174.28 亿日元，负债权益比约 0.54 倍，低于自设的 0.7 倍上限；固定资产只有 86.78 亿日元，2026 年 3 月期净偿还融资 109.10 亿日元，下行时自我收缩。弱点是客户信用：应收加电子记录债权 2067.60 亿日元，约占销售额三分之一，一家中型客户出问题就可能吃掉一个单元一年的利润。

非流动坏账准备 33.92 亿日元的来源和账龄、上半年经营现金流和子公司担保都没有取得，所以分数不再往上给。

14.3｜竞争优势与结构耐久性 7.0/14：关系保证货流，但没有定价权

神户制钢集团带来稳定货流，机械的服务尾部最接近合同约束；但钢材贸易没有定价权，利润率被 1.9%封顶，2027 年 3 月期上半年钢材单元利润仍下降 16.4%。毛利拆分、集团内交易占比和合同层面的转换数据没有公开，同业财务没有展开，所以相对位置无法确立。盈利提升必须靠产品结构，护城河本身不会替股东抬高利润率。

14.4｜盈利质量、现金转化与资本效率 9.35/17：创纪录的利润要先打三层折扣

上半年营业利润上涨 57.1%，已是 2026 年 3 月期全年净利润的 83%，毛利率基本持平，增长来自销量、产品结构和经营杠杆。三层折扣：营运资金占销售额 19%左右，增长期要先垫资金；2026 年 3 月期税前利润比经常利润多 20 亿日元左右，来自证券出售等特别项目；正常化净利润约 72 亿日元，低于预测的 100 亿日元。

2026 年 3 月期 ROE 8.7%，预测推算约 9.6%，仍低于 10%的目标。上半年特别项目和经营现金流未取得，约 11 亿日元的下半年缺口未解，所以分数停在中间偏上。

14.5｜商业结构、产品、客户与关键依赖 6.38/11：结构在转移，但来自同一个需求

2027 年 3 月期上半年，非钢单元利润约 51 亿日元，钢材约 25 亿日元，利润来源在从钢材向有色金属和机械转移；但增长来自同一轮半导体、数据中心和脱碳设备投资，原料单元也随神户制钢的粗钢产量波动。没有在手订单披露，铝铜的客户集中度、机械订单是否持续、钢材是否见底都无法判断，也没有取得第一手外部客户证据。多元化被高估，所以分数低于一半以上的中位。

14.6｜估值与安全边际 9.3/15：按股息和复苏定价，上行要等利润区间被证实

2,879 日元对应预测市盈率 7.6 倍、市净率 0.77 倍（9 月账面口径 0.72 倍）、预测股息率 4.86%，按正常化净利润约 72 亿日元则约 10.6 倍，说明市场已为周期高点付了一部分钱。低于账面加约 4.9%的股息，为等待提供了补偿；折价由集团结构造成，普通股东无力改变。各倍数口径不同，没有分析师一致预期，利润基数是否上移要等 2027 年 2 月和 5 月。

14.7｜资本配置与股东回报 6.5/10：接近契约性的股息，但没有回购

股息公式给出不低于 100 日元的下限，2027 年 3 月期预测 140 日元（常规水平 114 日元左右），2026 年 3 月期返还现金 28.16 亿日元，由 84.47 亿日元经营现金流覆盖；政策性持股要在 2027 年 3 月前降到净资产的 15%以下，对应约 30 亿至 40 亿日元出售。扣分处：2025 年 3 月期和 2026 年 3 月期都没有回购，约 0.72 倍账面时回购本是回报很高的用途；纪念分红到期后每股股息下降；持股出售收益约 36%被税拿走，且是消耗性资源。

剩余持股明细、管理层是否评估过回购和新计划条款都未知。

14.8｜治理、所有权与管理层 3.5/7：连续性有保障，少数股东没有发言权

神户制钢集团掌握 34.85%表决权，友好和集团相关股东接近 45%，自由流通部分约为名册的一半。治理靠股息公式、负债权益比指引和持股削减这类预先约定的规则体现。指引上调由实际业绩推动，但 2026 年 3 月期曾在第三季度维持指引后仍未达标，样本只有两年。少数股东得不到控制权溢价、外部压力和折价收敛的催化；社外董事比例、信托背后实际持有人和集团变动情景没有披露。

14.9｜Kabugami 技术结构 7.15/13：旧的低位状态已松动，新状态还没被确认

股价自 2022 年起走出逐年抬高的阶梯，从 2025 年 4 月的 1,513 日元翻倍到 2026 年 9 月的 3,235 日元，经历两次急跌后继续上行，没有像 2007 年、2018 年和 2024 年那样整体回吐。但价格位于 25 年区间的 94.6%，比 60 个月均线高 51.9%，只有 10 个月收盘高于 2,500 日元，11 月 6 日又在创纪录业绩日下跌 1.57%。

当前是延伸之后的首次拒绝，不是已经确立的新平台。一次业绩日的反应不构成定论，10 月月线不完整，价格已远高于过去的主要运行区间，高位入场的时点风险不会被基本面的积极之处抵消。

14.10｜V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由

财务韧性与下行防御	13	8.06	资产负债表是一台随销售规模伸缩的营运资金机器，不是靠固定资产撑起来的。2026 年 3 月期末自有资本比率 25.8%，2026 年 9 月升至 26.0%；有息负债 534 亿日元，现金 174 亿日元，负债权益比约 0.54 倍，低于公司自设的 0.7 倍上限。固定资产只有 87 亿日元，几乎没有重资产拖累。2026 年 9 月净负债约 333 亿日元，规模已随上半年增长撑大，但权益也在同步加厚。弱点是客户信用：应收款加电子记录债权约 2068 亿日元，占销售额约三分之一，一家中型客户出问题就可能吃掉一个业务单元一年的利润。
竞争优势与结构耐久性	14	7	护城河是关系型和物流型的，被 1.9%的营业利润率封顶。公司是神户制钢集团的专业商社，神户制钢及其退休金信托合计持股 34.85%，带来稳定的货流和产品供应，但在钢材贸易中没有定价权：2026 年 3 月期毛利率约 6.49%，上半年约 6.4%，利润的波动来自销量与产品结构，而不是价差扩大。同业包括伴随更大规模的阪和兴业、JFE 商事，独立同行冈谷；公司处于中档位置，不是规模领先者。差异化只能来自机械、有色金属、加工和服务这些非钢材业务，机械的服务尾部是最接近合同约束的一环。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	9.35	2027 年 3 月期上半年创出中期纪录：销售 3526 亿日元（+20.5%），营业利润 83 亿日元（+57.1%），经常利

			润 79 亿日元（+36.2%），净利润 69 亿日元（+69.5%），已达 2026 年 3 月期全年净利润的 83%。毛利率基本持平，所以是销量、产品结构和经营杠杆带来的增长，而不是价差扩大。质量上有三层折扣：一是营运资金约占销售额 19%（约 1153 亿日元），增长期要先垫资金；二是 2026 年 3 月期税前利润比经常利润多出约 20 亿日元，来自证券出售收益等特别项目；三是用五年经常利润区间中值约 113 亿日元、36%有效税率折算，正常化净利润约 72 亿日元，每股约 273 日元，低于 2027 年 3 月期预测的 100 亿日元。2026 年 3 月期 ROE 为 8.7%，预测约 9.6%，仍低于公司 10%的目标。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.38	产品和客户结构正在从钢材分销向有色金属和机械转移，但这种转移高度依赖同一个需求来源。2027 年 3 月期上半年，钢材单元利润降 16.4%至 25 亿日元，铝铜单元利润翻 2.2 倍至 25 亿日元（销售 +45.8%），焊材 3 倍，原料单元由亏损转为盈利 3.84 亿日元，机械+28.1%至 17.9 亿日元。非钢单元上半年利润合计约 51 亿日元，钢材约 25 亿日元。增长驱动是半导体和数据中心投资、脱碳设备和能源机械，这些在同一次资本开支周期里同时出现；原料单元的货流看似受神户制钢约束，实际随其粗钢产量波动。
估值与安全边际	15	9.3	2026 年 11 月 6 日收盘价 2879 日元，市值约

			765 亿日元；按 2027 年 3 月期预测每股收益 378 日元计，市盈率 7.6 倍；按 2026 年 3 月期末每股净资产 3745.99 日元，市净率 0.77 倍（用 9 月账面价值约 4020 日元则为 0.72 倍）；预计股息率 4.86%（每股 140 日元）。这是一个按股息和周期复苏定价、而不是按特许经营权定价的价格。2026 年的上涨主要是盈利而非倍数抬升，历史上市盈率大致在 4 至 9 倍。以正常化净利润约 72 亿日元计，倍数约 10.6 倍，说明市场已经为周期高点付了一部分钱。
资本配置与股东回报	10	6.5	股东回报采用公式：连结派息率不低于 30%或每股不低于 100 日元，取其高者。2026 年 3 月期派息 106 日元，派息率 33.8%；2027 年 3 月期预测 140 日元（中期 70 日元，年末 70 日元），其中 26 日元为 80 周年纪念分红，只适用于 2027 年 3 月期，常规水平约 114 日元，仍高于 100 日元下限。2026 年 3 月期返还现金 28 亿日元，由 84 亿日元经营现金流覆盖。政策性持股占净资产 18.2%（约 180 亿日元），在 2027 年 3 月前要降到 15%以下，对应约 30 亿至 40 亿日元的出售，所得资金回流到增长投资，同时带来证券出售收益，2026 年 3 月期出售 4 只股票获得约 24 亿日元、收益 20.9 亿日元。
治理、所有权与管理层	7	3.5	公司是神户制钢的权益法关联公司，神户制钢集团（退休金信托持股 21.53%，神户制钢直接持股 13.32%）合计

			掌握 34.85%表决权；业务伙伴持股会 7.87%、员工持股会 2.35%再加约 10%，友好和集团相关股东接近 45%，真正自由流通部分大约只有股东名册的一半，日均成交额约 1.44 亿日元。治理质量主要通过预先约定的资本规则体现：股息公式、负债权益比不超过 0.7 倍、政策性持股削减，而不是通过少数股东的发言权。2027 年 3 月期的指引记录表明，指引上调由实际业绩推动，而 2026 年 3 月期曾维持指引却未达标。
Kabugami 技术结构	13	7.15	股价自 2022 年起走出逐年抬高的阶梯，从 2025 年 4 月低点 1513 日元翻倍至 2026 年 9 月历史高点 3235 日元，期间经历两次急跌（2025 年 4 月、2026 年 3 月）后重新上行，没有像 2007 年、2018 年、2024 年那样一次脉冲后整体回吐，因此旧的长期低位运行状态已明显松动。但新状态还未被确认：价格处于 25 年区间的约 95%，以 2026 年 10 月收盘计高于 12 个月均线 16%、高于 60 个月均线 52%；310 个月收盘中只有 10 个高于 2500 日元；2026 年 11 月 6 日在创纪录业绩公布日下跌 1.57%，被卖出。因此技术面是延展后的首次拒绝，而不是已确立的新平台。

总分： 57.24 / 100

评级： B

操作建议： 暂不追高，列入观察名单。公司业务层面有账面折价、约 4.9%的预测股息率和公式化股息下限提供支撑，但 2027 年 3 月期利润高于五年经常利润区间、营运资金吞噬增长现金、增长高度依赖同一轮半导体与数据中心投资，价格又已处在历史高位并在业绩日被卖出。重新评估的节点有三个：2027 年 2 月的第三季度业绩（确认隐含下半年是保守还是真实回落、钢材是否见底）、2027 年 3 月政策性持股比例是否降到 15%以下、2027 年 5 月新中期计划与股东回报条款。若价格回到 2800 至 2900 日元一带

并守住，且这些节点证实非钢业务利润能够延续，可提高仓位；若新计划把经常利润重新压回过去的区间，或铝铜业务在半导体投资暂停后回吐收益，则应降低判断。

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｜主要来源及其日期

财务数据的一级来源是神鋼商事通过东京证券交易所适时披露系统（TDnet）发布的文件。包括 2026 年 3 月期决算短信（2026 年 5 月 13 日）、2027 年 3 月期第一季度决算短信（2026 年 8 月 6 日）和 2026 年 3 月期第三季度决算短信（2026 年 2 月 6 日）。

还有 2026 年 11 月 6 日发布的中期业绩与通期预测修正及分红通知、2026 年 5 月 22 日的期末分红通知，以及 2024 年 5 月 9 日关于中期经营计划 2026 基本方针的通知。上半年各业务单元的利润和季度拆分，来自财经新闻 2026 年 11 月 9 日和 10 月 19 日的报道。

2027 年 3 月期上半年的损益和资产负债表摘要来自 Yahoo!ファイナンス（2026 年 11 月 6 日）。

股东名册（2026 年 3 月 31 日）、公司历史与子公司网络，引自 Wikipedia 对有价证券报告书的转述，五年经营指标来自 OpenFiling 和 corpolog 整理的有价证券报告书；它们是二手整理，不是原件。股价、成交与估值数据来自 IRBANK（截至 2026 年 11 月 6 日）和 Finnhub；月线价格序列取自 Yahoo Finance 图表数据（2001 年 1 月至 2026 年 10 月 27 日，已按 2025 年 4 月 1 日的 1 拆 3 调整）。

本报告的价格截止日是 2026 年 11 月 6 日收盘，研究截止日为 2026 年 11 月 9 日。

15.2｜证据限制与这些限制影响哪些判断

几项重要限制：2027 年 3 月期上半年的完整决算短信没有取得，特别项目和现金流量表未见，所以上半年经营现金流和 11 亿日元左右的下半年缺口不能解释；上半年数据是从摘要和新闻报道里读出的。没有取得分析师一致预期，没有展开同业财务，也没有第一手的外部客户、竞争对手证据，因此铝铜客户集中度、机械订单可见度和相对竞争位置无法确认。信托账户背后的实际持有人、剩余政策性持股明细、子公司层面利润归属、担保和或有负债，公开资料中未见。

计算口径上，市盈率用公司预测，市净率有 3 月期末和 9 月两个账面口径，EV/EBITDA 的净负债和 EBITDA 期间不一致，ROE 约 9.6%和正常化净利润约 72 亿日元是推算，不是披露值；五年区间只有五个观察值。价格方面，10 月月线只到 27 日，11 月只有日线收盘，一个交易日的价格反应不是定论。

这是一份依据公开资料撰写的研究，用于研究目的，不构成投资建议，也不构成买卖要约。报告引用的数据截至上述日期，之后发生的事件不在其中。材料中没有可披露的撰写方与发行人的利益关系事项。投资有风险，读者应结合自身情况独立判断。

主要资料来源

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)
- 神鋼商事 H1 FY3/27 売上総利益・販管費 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)
- 神鋼商事 — 関係会社・グループ網 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)
- Shinsho Corp (8075.T) financial market data snapshot (https://finnhub.io/?q=%228075%2ET%22)
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)
- 神鋼商事 提出会社経営指標等 (https://openfiling.app/companies/8075/disclosure)
- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)
- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)
- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 — 予想据え置きと実績の乖離 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260205548950.pdf)
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)
- 中期経営計画 2026 の基本方針等に関するお知らせ (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120240509585844.pdf)
- 剰余金の配当に関するお知らせ（2026 年 3 月期 期末配当） (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260522544529.pdf)
- 8075.T monthly recomputation — levels and averages (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.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 65 项研究发现；正文里的 F 编号可直接跳到附录 A 的对应发现。 在线查看可折叠完整索引 →

发现	对应的中文正文
F001 · 在线	02｜一项 1.9%营业利润率的价差生意：盈利取决于销量和产品结构
F002 · 在线	07｜神户制钢集团掌握 34.85%表决权，少数股东跟随而不能投票
F003 · 在线	07｜股东名册高估了自由流通部分，真正的流通股约为一半
F004 · 在线	02｜子公司约占四分之一收入，加工和服务层的利润在这里
F005 · 在线	04｜同业共同压薄了钢材分销的利润率，神鋼商事处在中档
F006 · 在线	03｜汽车和建筑把钢材单元压在平稳到下滑的需求上
F007 · 在线	03｜半导体和数据中心投资是本财年的增长引擎

F008 · 在线	03｜原料单元看似被母公司锁定，实际也随周期波动

附录 A｜完整研究发现索引

纸面版按“对应中文正文 → 对普通股东的含义 → 证据来源”阅读；重复的证据角色与研究域已经合并。内部英文/机器标记只作为核对记录保留，不再占据读者主视线。 在线查看逐条可折叠版本 →

F001｜02｜一项 1.9%营业利润率的价差生意：盈利取决于销量和产品结构

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；02｜一项 1.9%营业利润率的价差生意：盈利取决于销量和产品结构；14｜竞争优势与结构耐久性 7.0/14：关系保证货流，但没有定价权

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、08、09、14、20、22、23
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 損益構造 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、16、28；专项深挖：02、16
- 神鋼商事 H1 FY3/27 売上総利益・販管費 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 機械ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、06、10、13；专项深挖：04、13
- 神鋼商事 — 関係会社・グループ網 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、07、10；专项深挖：01、10；同业比较：01；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Shinsho is the KOBELCO group's specialist trading house. It earns a thin distribution spread on ¥608bn of FY3/26 throughput (gross margin about 6.49%, SG&A 4.59%, operating margin 1.90%). It reports two segments (Metals; Machinery & Welding) and five units. In FY3/26 steel was 41% of sales but only about 43% of unit profit, and machinery was 10% of sales but 27% of unit profit. Mix, not pricing power, is the margin dial. A fixed SG&A base gears profit to volume: one gross-margin point is worth about ¥6.1bn, more than half of FY3/26 operating profit, and in H1 FY3/27 SG&A rose 4.8% against 20.5% sales growth. There is no owned R&D engine; technology reaches the P&L as distribution rights and service capability. The moat is relational and logistical, capped by the 1.9% operating margin.
- 内部研究类型：business_model_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Shareholders hold a levered index on Japanese manufacturing volumes: small demand moves swing profit by double digits both ways (FY3/26 operating profit -12.4%; H1 FY3/27 +57.1%).
- 不确定性（原始记录）：The split of gross profit between pure distribution, processing value-add and service, and fully loaded unit operating margins, are not disclosed; contract-level switching data does not exist publicly.

在线打开本发现 →

F002｜07｜神户制钢集团掌握 34.85%表决权，少数股东跟随而不能投票

写入正文：07｜神户制钢集团掌握 34.85%表决权，少数股东跟随而不能投票；13｜管理层会不会开始回购，神户制钢集团的持股会不会变；14｜治理、所有权与管理层 3.5/7：连续性有保障，少数股东没有发言权

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

还不能确定：Large-holding (大量保有) filings would surface any accumulation first; none was captured. Outside-director ratio and committee detail were not enumerated.

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事 — 会社概要・沿革 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、33；外部现实校验：23
- 神鋼商事 — 主要株主・従業員数 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 自己株式・BIP 信託 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25；专项深挖：23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Shinsho is an equity-method affiliate of Kobe Steel. The Kobe Steel bloc (retirement-benefit trust at Mizuho Trust 21.53% plus Kobe Steel direct 13.32%) controls 34.85% of votes at 31 March 2026. Governance quality is exercised through pre-committed capital rules (the dividend formula, the D/E guide ≤0.7×, the policy-share unwind) rather than minority voice. The open question is whether any scenario (Kobe Steel portfolio action, activist accumulation, group reorganisation) could change the bloc, and how minorities would be treated; no such event is disclosed.
- 内部研究类型：control_and_governance_structure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Minorities ride a bloc they cannot outvote: strategic continuity and flow are underwritten, control events and external discipline are foreclosed, and the permanent affiliate discount only group action could remove.

在线打开本发现 →

F003｜07｜股东名册高估了自由流通部分，真正的流通股约为一半

写入正文：07｜股东名册高估了自由流通部分，真正的流通股约为一半；09｜折价由集团结构、薄利润率和资金占用共同造成；14｜治理、所有权与管理层 3.5/7：连续性有保障，少数股东没有发言权；15｜主要来源及其日期

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）

- 神鋼商事 — 主要株主・従業員数 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24

- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27
- Shinsho Corp (8075.T) financial market data snapshot (https://finnhub.io/?q=%228075%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、09、14、24、27、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The register overstates free float. The top two lines are one economic bloc (34.85%), the business-partner shareholding association (7.87%) and employee association (2.35%) add roughly 10%, and the Mizuho Trust retirement-benefit trust account is the largest registered holder. Friendly and group-aligned holders approach 45%; genuine float is roughly half the register at about ¥144m of daily turnover. Because the parent bloc anchors the register, the equity trades as a yield-and-cycle instrument (4.9% forecast yield at ¥2,879) rather than a governance-change candidate. The discount to book prices the bloc, the thin margin and the working-capital hunger jointly.
- 内部研究类型：ownership_valuation_link
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Exit is easy but influence is nil; the dividend formula is the compensation for the structural discount.
- 不确定性（原始记录）：Beneficial owners behind trust accounts (other than the named Kobe pension trust) are not visible. The 0.72× PBR in the claim uses a September book value (about ¥4,020 per share); the valuation snapshot uses FY3/26 book value (¥3,745.99) giving 0.77×.

在线打开本发现 →

F004｜02｜子公司约占四分之一收入，加工和服务层的利润在这里

写入正文：02｜子公司约占四分之一收入，加工和服务层的利润在这里

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事 — 会社概要・沿革 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、33；外部现实校验：23
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 神鋼商事 — 沿革・M&A (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：07、33；同业比较：07、33；其他用途：历史
- 神鋼商事 提出会社経営指標等 (https://openfiling.app/companies/8075/disclosure)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09、15；专项深挖：09、15
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 修正の理由 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、11；专项深挖：05

- 神鋼商事 — 関係会社・グループ網 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、07、10；专项深挖：01、10；同业比较：01；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結範囲の変更に伴う支出 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 税金・非支配持分 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：35；同业比较：14；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Parent-only sales of ¥441,328m are about 73% of consolidated ¥608,142m, so subsidiaries are about 27% of revenue. They are where part of the margin and growth optionality lives: domestic processing and distribution arms (Shinsho Tekko Hanbai, Shinsho Hitetsu, Matsubo, acquired 2011) and an overseas network across China, ASEAN, the Americas and Europe. The H1 FY3/27 beat was explicitly credited in part to improved earnings power at domestic and overseas group companies. The M&A pattern is small bolt-ons and small deconsolidations (FY3/26: ¥869m spent on subsidiary shares, ¥101m negative goodwill, ¥415m retained-earnings reduction on a deconsolidation); minorities are immaterial (¥54m of FY3/26 net income).
- 内部研究类型：perimeter_and_margin_layer
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Group accounts are the only honest unit of analysis; subsidiaries carry processing and service layers that pure distribution lacks.
- 不确定性（原始记录）：Exact subsidiary count and subsidiary-level profit attribution were not enumerated.

在线打开本发现 →

F005｜04｜同业共同压薄了钢材分销的利润率，神鋼商事处在中档

写入正文：04｜同业共同压薄了钢材分销的利润率，神鋼商事处在中档；14｜竞争优势与结构耐久性 7.0/14：关系保证货流，但没有定价权

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08
- 神鋼商事 — 会社概要・沿革 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、33；外部现实校验：23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Competitors are Hanwa (largest independent trader, multi-trillion-yen scale), JFE Shoji (rival steel-group trader), Okaya & Co. (independent listed comparator without a steelmaker parent), and others. Group-affiliated traders collectively set the

thin margin structure of Japanese steel distribution; Shinsho is a mid-tier franchise position rather than a scale leader. Differentiation must come from mix (machinery, non-ferrous, processing), not the steel book. The Okaya comparison would isolate how much volume is ecosystem-given versus won. The realistic threat is spread compression in the commodity book rather than new entrants.
- 内部研究类型：competitive_set
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Peers discipline valuation: sector-typical high-single-digit PER and sub-book PBR frame 7.6× forecast PER and about 0.72–0.77× PBR as sector-typical rather than idiosyncratically cheap.
- 不确定性（原始记录）：Peer financials were not opened, so relative margin and ranking are not established; share statistics do not exist on a consistent basis.

在线打开本发现 →

F006｜03｜汽车和建筑把钢材单元压在平稳到下滑的需求上

写入正文：03｜汽车和建筑把钢材单元压在平稳到下滑的需求上

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 金属セグメント概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、05；专项深挖：03
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 機械ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、06、10、13；专项深挖：04、13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Auto production volumes drive the steel unit's special-steel and plate volumes and aluminium volumes. Construction and plant capex drive plate and welding volumes and machinery deliveries into steelworks and energy sites. FY3/26 showed the transmission: flat auto production plus falling construction demand and lower steel prices cut steel-unit profit 15.4% on a 3.0% sales decline, while machinery deliveries into Kobe Steel's works partly offset it in a different segment.
- 内部研究类型：demand_exposure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Domestic manufacturing production is structurally flat to shrinking, capping the steel book and pushing the mix rotation.
- 不确定性（原始记录）：Named-customer concentration and tonnage are not disclosed.

在线打开本发现 →

F007｜03｜半导体和数据中心投资是本财年的增长引擎

写入正文：03｜半导体和数据中心投资是本财年的增长引擎

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）

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 修正の理由 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — アルミ・銅 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：03

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：AI/data-centre and semiconductor capex drives copper strip for terminals and connectors, aluminium-copper volumes and semiconductor inspection equipment sales. It is the marginal growth engine of FY3/27: aluminium & copper H1 sales rose 45.8% and machinery rode inspection-equipment demand. The company's own revision reasoning names semiconductor growth on AI/data-centre demand, decarbonisation and energy machinery demand, and group-company earnings power, expected to broadly continue into H2.
- 内部研究类型：demand_exposure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The growth in FY3/27 is a capex-wave pass-through whose order cycles reverse faster than steel's.
- 不确定性（原始记录）：No disclosed order backlog dates this clock; concentration behind the growth is undisclosed.

在线打开本发现 →

F008｜03｜原料单元看似被母公司锁定，实际也随周期波动

写入正文：03｜原料单元看似被母公司锁定，实际也随周期波动

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 原料ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、06；专项深挖：06
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：03

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The raw-materials unit supplies Kobe Steel's steelworks with their main raw materials, so volume follows Kobe Steel's crude-steel output and price follows that same supply-demand balance. It looks captive but is cyclical: weak crude-steel output loosened supply and cut prices, and the unit swung to a ¥61m loss in FY3/26 (sales ¥77,652m, -3.7%), then recovered 4.7× to ¥384m profit in H1 FY3/27 on 26.0% sales growth. Resource-circulation trading and biomass fuel add earnings but were hurt in FY3/26 by export share and a customer's plant trouble.
- 内部研究类型：dependency_flow
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Parent-linked volume underwrites flow but is exposed to the same steel cycle as the parent; spread, not metal price, is the exposure unless inventory is held.
- 不确定性（原始记录）：Share of sales transacted with the Kobe Steel group and inventory holding periods are not disclosed.

在线打开本发现 →

F009｜06｜2026 年 3 月期只是一次浅幅下滑，利润没有跌出五年区间

写入正文：06｜2026 年 3 月期只是一次浅幅下滑，利润没有跌出五年区间

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、09、14、16、20、22、23；反向验证：16、32
- 神鋼商事（8075）有価証券報告書 連結経営指標等 (https://openfiling.app/companies/8075/disclosure)｜怎么使用：直接证据
- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、15、28；同业比较：02、03、05、06、09、10、11、16、18、21、22、27、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/26 was a real but shallow down year: sales fell 1.5% to ¥608,142m, operating profit 12.4% to ¥11,577m, ordinary profit 6.3% to ¥11,022m, net income 3.2% to ¥8,286m. Causes were falling steel prices, weaker construction demand and an equity-method income collapse (¥1,596m to ¥584m) even as dividend income rose to ¥1,838m. The year sits inside the five-year ordinary band of ¥9.7–12.8bn, not below it, so the downturn tested the model without breaking it.

- 内部研究类型：historical_baseline_finding
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Establishes the through-cycle band against which FY3/27 is measured, and shows that the formula floor and cash release protected shareholders in a down year.
- 不确定性（原始记录）：The five-year band is five observations, not a regression.

在线打开本发现 →

F010｜06｜上半年的增量来自销量，经营杠杆放大了它

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；06｜上半年的增量来自销量，经营杠杆放大了它；15｜主要来源及其日期

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）

- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：16、18
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 神鋼商事 H1 FY3/27 売上総利益・販管費 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：H1 FY3/27 was a record interim: sales ¥352,632m (+20.5%), operating profit ¥8,284m (+57.1%), ordinary profit ¥7,879m (+36.2%), net income ¥6,905m (+69.5%), already 83% of FY3/26's full-year net. It beat the company's own August net forecast by 50.1% (operating +23.6%, ordinary +25.1%). Gross margin was flat (about 6.4%) so the jump is volume and mix plus operating leverage, not spread widening. Q1 total assets were already ¥22.8bn above FY3/26-end. The balance sheet at September 2026 had expanded with the top line (assets ¥408.7bn, equity ratio 26.0%).
- 内部研究类型：current_change_finding
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Breaks the five-year band from above; the quality of the beat (volume and mix, working-capital intensive) matters more than its size.
- 不确定性（原始记录）：H1 special-items composition and H1 operating cash flow were not captured in the summaries read.

在线打开本发现 →

F011｜06｜一季度和二季度同样强，说明不是单季冲高

写入正文：06｜一季度和二季度同样强，说明不是单季冲高

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Earnings inside H1 FY3/27 were even rather than front-loaded: Q1 sales ¥176,886m and ordinary profit ¥3,771m; Q2 standalone sales ¥175,746m and ordinary profit ¥4,108m, with sales within 1% of each other. Momentum was sustained across both quarters, and the revised full year embeds Machinery & Welding profit of about ¥4,800m (machinery ≈¥3,500m, welding ≈¥1,300m).
- 内部研究类型：evidence_texture
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Argues against a one-quarter spike in H1, supporting the view that run-rate demand rose.
- 不确定性（原始记录）：Two quarters do not prove durability.

在线打开本发现 →

F012｜01｜2027 年 3 月期的创纪录利润，是新的利润水平还是设备投资的高点

写入正文：01｜2027 年 3 月期的创纪录利润，是新的利润水平还是设备投资的高点；03｜利润在换挡：2026 年 3 月期已有端倪，上半年全面显现；14｜商业结构、产品、客户与关键依赖 6.38/11：结构在转移，但来自同一个需求

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、08
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 金属セグメント概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；专项深挖：03
- 2026 年 3 月期 決算短信 — アルミ・銅ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03；专项深挖：11
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 原料ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、06；专项深挖：06
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 機械ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、06、10、13；专项深挖：04、13

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 溶接ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 鉄鋼 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：03、05；专项深挖：35
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — アルミ・銅 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：03
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：03

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The profit engine has rotated away from the founding business. In FY3/26 the five units' profit pool (¥11,197m) already showed the embryo: machinery +33.3% in a down year while steel -15.4%, aluminium & copper -8.3%, welding -9.2% and raw materials swung to a loss. In H1 FY3/27 steel unit profit fell 16.4% (to ¥2,501m, on +3.0% sales) while aluminium & copper rose 2.2× (to ¥2,504m on +45.8% sales), welding 3.0×, raw materials 4.7× and machinery +28.1%. Non-steel units earned ¥5.1bn of H1 profit against steel's ¥2.5bn. Segment profit: Metals ¥5,389m (from ¥4,204m), Machinery & Welding ¥2,600m (from ¥1,665m). The growth is a semiconductor/data-centre and decarbonisation-equipment story layered on a flat steel-distribution base, not a steel-price recovery.
- 内部研究类型：causal_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The multiple has historically capitalised a steel-distribution book; if the non-steel base persists, earnings power is understated, but only if it survives a capex pause.
- 不确定性（原始记录）：Inference: unit profit is on an ordinary-profit basis; customer concentration and durability of the semiconductor clock are unresolved.

在线打开本发现 →

F013｜13｜铝铜、机械和钢材的需求有多持久

写入正文：13｜铝铜、机械和钢材的需求有多持久

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 金属セグメント概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、05；专项深挖：03
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 鉄鋼 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：03、05；专项深挖：35

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Steel is the unit that does not touch the capex wave and is still falling: FY3/26 profit -15.4%, H1 FY3/27 profit -16.4% on +3.0% sales (volume growing into falling profitability). Whether the steel unit has troughed, or domestic steel prices and construction demand imply a second down year in FY3/28, is unresolved. Steel's clock is the laggard that could either recover and extend the run or drag it.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A continued steel slide offsets non-steel gains and sets whether FY3/28 rebases below the new mix.
- 不确定性（原始记录）：Q3 unit commentary in February 2027 is the next reading; no disclosed steel price or order data resolves it now.

在线打开本发现 →

F014｜03｜机械单元更稳，也最接近合同约束，但订单可见度未知

写入正文：03｜机械单元更稳，也最接近合同约束，但订单可见度未知；13｜铝铜、机械和钢材的需求有多持久

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 機械ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、06、10、13；专项深挖：04、13
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：03
- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Machinery is the steadier, higher-margin anchor: FY3/26 profit ¥3,046m on ¥63,726m sales (+33.3%, the only unit to grow profit), H1 FY3/27 profit +28.1% to ¥1,787m on semiconductor inspection equipment deliveries and large-compressor maintenance, with about ¥3,500m embedded in the full-year forecast. Its products (non-general-purpose compressors, heat pumps and decarbonisation equipment, PVD coaters, LNG equipment, deliveries into Kobe Steel's works) carry a service tail. Whether inspection-equipment exposure gives order-book visibility into FY3/28 or is spot delivery demand is unknown; decarbonisation orders may depend on policy support that the company does not quantify.
- 内部研究类型：mechanism_and_research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Machinery smooths the commodity cycle and is the most contractual element of the moat; its visibility determines how durable the non-steel base is.
- 不确定性（原始记录）：No disclosed order backlog; subsidy-dependence of orders unquantified.

在线打开本发现 →

F015｜03｜铝铜利润追平钢材，但它和机械、钢材之外的增长靠同一个需求

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；03｜铝铜利润追平钢材，但它和机械、钢材之外的增长靠同一个需求；11｜触发条件之一：半导体投资暂停，铝铜单元回吐；13｜铝铜、机械和钢材的需求有多持久；14｜商业结构、产品、客户与关键依赖 6.38/11：结构在转移，但来自同一个需求

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — アルミ・銅 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：03
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29
- 2026 年 3 月期 決算短信 — アルミ・銅ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03；专项深挖：11
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 修正の理由 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The aluminium & copper surge (+45.8% sales; profit 2.2× to ¥2,504m, effectively tying steel from a smaller revenue base) is tied to a single demand complex, AI/data-centre and semiconductor capex, whose order cycles reverse faster than steel's. If that capex pauses, the unit that carried FY3/27 gives it back against a balance sheet already ¥25bn heavier. How much of the surge is semiconductor-equipment-chain demand that reverses with one pause, and the customer concentration behind it, is unresolved.
- 内部研究类型：concentration_risk
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The year's profit growth and the year's working-capital build share one fragile demand source.
- 不确定性（原始记录）：Named-customer concentration is undisclosed; no first-order external customer evidence was obtainable from public sources in this pass.

在线打开本发现 →

F016｜06｜隐含的下半年净利润比上年同期还少，约 11 亿日元差额无法解释

写入正文：06｜隐含的下半年净利润比上年同期还少，约 11 亿日元差额无法解释；13｜下半年利润为什么比上年还少，第三季度能否缩小这个缺口

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 税金・非支配持分 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：35；同业比较：14；其他用途：历史
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知・H1 短信 — 下期インプライド（算出） (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 予想推移 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：30
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；反向验证：27、28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Implied H2 FY3/27 (full-year forecast minus H1 actual) is sales ¥353,368m, operating ¥6,516m, ordinary ¥6,121m, net ¥3,095m, versus H2 FY3/26 actuals of ¥315,391m, ¥6,304m, ¥5,239m and ¥4,213m. Ordinary profit grows but net income shrinks, leaving about ¥1.1bn unexplained at the bottom line. Candidate occupants are a normalised tax/minority load, an assumed absence of H2 securities gains, or deliberate conservatism; the summaries read do not separate them. Either H1 contains help the company will not repeat, or H2 is deliberately under-promised. The November raise was pure profit drop-through on unchanged sales (ordinary ¥11,500m to ¥12,500m to ¥14,000m).
- 内部研究类型：guidance_anomaly_and_research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Decides whether Q3 prints a conservative guide or a real fade; sizes how much of H1 net income is repeatable.
- 不确定性（原始记录）：Claim confidence is inferential (0.7). The full H1 tanshin special-items section is the evidence that would resolve it; it was not captured in the summaries read.

在线打开本发现 →

F017｜07｜管理层指引的行为在两年里变了方向

写入正文：07｜管理层指引的行为在两年里变了方向；14｜治理、所有权与管理层 3.5/7：连续性有保障，少数股东没有发言权

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 — 予想据え置きと実績の乖離 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260205548950.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：12、28；同业比较：12、15、17、28、32；其他用途：历史
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260205548950.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Guidance behaviour has changed sign between years. In FY3/26 the company held full-year ordinary guidance at ¥12,000m at Q3 and then missed by 8.2% (¥11,022m), so unchanged guidance in a soft steel market deserved a discount. Every FY3/27 revision so far has been forced upward by printed actuals (+50.1% H1 net beat).
- 内部研究类型：management_credibility_pattern
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Raises credibility of current raises while keeping the lesson that held guidance is not safe in downturns.
- 不确定性（原始记录）：Two years are a thin sample.

在线打开本发现 →

F018｜08｜中期计划的目标即使两次上调后仍差一点

写入正文：08｜中期计划的目标即使两次上调后仍差一点；13｜全年能否达到计划目标，新中期计划会抬高利润基数还是重设预期

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；反向验证：27、28
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、30、35；反向验证：22
- 神鋼商事 中計 KGI 進捗 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、22；专项深挖：22
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 今後の見通し (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Even after two raises, the FY3/27 ordinary profit forecast of ¥14,000m is ¥500m short of the Medium-Term Plan 2026 KGI of ¥14,500m, and implied ROE of about 9.6% sits just under the ≥10% KGI; ROIC against the 6.5% target is not

disclosed. The equity-ratio KGI (≥21%, now 26.0%) and the D/E guide (≤0.7×, now about 0.54×) are met. The initial May forecast (¥11,500m) was set below the KGI before the year began. The plan is being outrun by events and still not quite met. Whether the year-end print reaches the KGIs and whether the successor plan (May 2027) raises the earnings base or rebases expectations to the new mix is open.

- 内部研究类型：plan_scoreboard_and_research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The successor plan resets the KGI and the return formula; it is the first official verdict on whether the earnings band has shifted.
- 不确定性（原始记录）：Company-computed ROIC and any cost-of-capital disclosure were not captured; ROE ≈9.6% is derived from ¥10,000m on about ¥104bn average equity.

在线打开本发现 →

F019｜08｜股东回报由公式决定：好年份看比例，差年份看下限

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；08｜股东回报由公式决定：好年份看比例，差年份看下限；09｜4.9%的股息率有下限支撑，但 2027 年 3 月期之后的条款未知；14｜资本配置与股东回报 6.5/10：接近契约性的股息，但没有回购

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) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、26、29；同业比较：19；其他用途：历史
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：26
- 中期経営計画 2026 の基本方針等に関するお知らせ (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120240509585844.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、29
- 神鋼商事 8 月修正・配当性向 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：26
- 剰余金の配当に関するお知らせ（2026 年 3 月期 期末配当） (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260522544529.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：24、25；同业比较：26；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Shareholder return is formula-driven: the higher of a consolidated payout of at least 30% or ¥100 per share (¥300 pre-split). FY3/26 paid ¥106 (33.8% payout, DOE 2.9%); FY3/27 is forecast at ¥140 (interim ¥70 decided, payable 7 December 2026; year-end ¥70), a 37% payout on forecast EPS of ¥378. Of the ¥140, ¥26 (¥13 per half) is an 80th-anniversary commemorative that expires after FY3/27, so the ordinary run-rate is about ¥114, still above the ¥100 floor. The commemorative layer shows management sized the ordinary dividend off the payout ratio first: the 30% leg is the

binding constraint in good years and the ¥100 floor in bad ones. Total FY3/26 cash returned of ¥2,816m was affordable against operating CF of ¥8,447m.
- 内部研究类型：capital_return_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A contractual-feeling yield of about 4.9% that is the central compensation for the affiliate discount; the floor makes it defensible in a downturn.
- 不确定性（原始记录）：Renewal beyond FY3/27 depends on the successor plan (May 2027). The assumption that the full ¥26 expires is stated, not disclosed.

在线打开本发现 →

F020｜08｜资本回报只有分红，股价在 0.72 倍账面时也没有回购

写入正文：08｜资本回报只有分红，股价在 0.72 倍账面时也没有回购；13｜管理层会不会开始回购，神户制钢集团的持股会不会变；14｜资本配置与股东回报 6.5/10：接近契约性的股息，但没有回购

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 自己株式・BIP 信託 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25；专项深挖：23
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 有利子負債 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25；专项深挖：18
- 剰余金の配当に関するお知らせ（2026 年 3 月期 期末配当） (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260522544529.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；专项深挖：24、25；同业比较：26；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Capital return is dividends only. Almost all treasury stock (135,855 of 159,328 shares) is the officer-remuneration BIP trust; no buyback was executed in FY3/25 or FY3/26, and share count is constant at 26,581,686 post-split with no equity issuance. At about 0.72× book, repurchases would arguably be the highest-return use of cash, yet the formula routes all return through dividends. What would make management add buybacks, and whether the BIP trust's pattern signals intent, is unknown.
- 内部研究类型：capital_policy_gap
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Shareholders receive cash yield but not discount capture; per-share value compounds only through retained earnings at roughly 7–10% ROE. A buyback in the May 2027 plan would be a visible upside surprise.
- 不确定性（原始记录）：Whether management has ever formally evaluated buybacks is not disclosed.

在线打开本发现 →

F021｜06｜营运资金就是这门生意本身：增长先消耗现金

写入正文：06｜营运资金就是这门生意本身：增长先消耗现金；13｜上半年现金流是多少，剩下的政策性持股还有多少；14｜盈利质量、现金转化与资本效率 9.35/17：创纪录的利润要先打三层折扣

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 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、29；同业比较：19；其他用途：历史
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 預り金・前払金の減少 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19
- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Working capital is the business. Net trade working capital at FY3/26-end was about ¥115.3bn (receivables ¥183,699m plus electronic claims ¥23,061m plus inventories ¥80,770m, less payables ¥161,344m and electronic obligations ¥10,890m), about 19% of sales, funded by the ¥53.4bn borrowing stack plus equity. Each extra ¥100bn of revenue absorbs roughly ¥19bn of funding before any margin is earned. FY3/26 operating CF was +¥8,447m (inventory absorbed ¥2,664m, tax ¥4,121m) with tiny capex (¥1,079m tangible, ¥1,016m intangible), so cash is counter-cyclical to growth: down years release cash and growth years absorb it. H1 FY3/27 assets grew about ¥25bn with record profit. How much of that growth is receivables and inventory the second half must fund or unwind, and H1 operating cash flow, are unknown.
- 内部研究类型：cash_conversion_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Shareholders effectively co-fund customer supply chains; the P&L and the cash flow statement tell opposite stories at turning points, so the cash year cannot be read from profit alone.
- 不确定性（原始记录）：The interim cash flow statement was not captured; the FY3/27 cash verdict is provisional. Intra-year peaks of the borrowing stack are unobservable from period-end snapshots.

在线打开本发现 →

F022｜06｜资产负债表随销售伸缩，同一时点的比率会误导

写入正文：06｜资产负债表随销售伸缩，同一时点的比率会误导；14｜财务韧性与下行防御 8.06/13：杠杆随销售伸缩，薄弱处是客户信用

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、29；同业比较：19；其他用途：历史
- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 有利子負債 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25；专项深挖：18
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29
- 神鋼商事 中計 KGI 進捗 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、22；专项深挖：22

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The balance sheet is a working-capital machine, not an asset story. At FY3/26 the equity ratio was 25.8% (26.0% by September 2026), total assets ¥383.6bn, borrowings ¥53,396m (short-term ¥34,901m, long-term ¥18,495m) against cash ¥17,428m, net debt about ¥36bn, gross D/E 0.54× inside the ≤0.7× guide. Receivables plus electronic claims were ¥206,760m against merchandise inventory ¥78,765m; fixed assets only ¥8,678m. Leverage is mostly the trade cycle itself and moves with sales: FY3/26 repaid a net ¥10,910m of financing while H1 FY3/27 added ¥25bn of assets. Ratios photographed at a cycle point flatter or damn the model depending on timing; the structural fact is the 19%-of-sales working-capital ratio. Net debt at 30 September 2026 was ¥33,301m.
- 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）：The 26% equity-ratio shock absorber thickened even during the growth half-year; leverage is pro-cyclical by construction.
- 不确定性（原始记录）：Off-balance guarantees for subsidiaries' trade were not sized; lease and contingent obligations were not enumerated.

在线打开本发现 →

F023｜06｜信用是这个模式的尾部风险，低点年份的坏账费用美化了利润基数

写入正文：06｜信用是这个模式的尾部风险，低点年份的坏账费用美化了利润基数；11｜触发条件之二：一家中型客户违约；14｜财务韧性与下行防御 8.06/13：杠杆随销售伸缩，薄弱处是客户信用

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 貸倒引当金 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；专项深挖：32
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、28、32；专项深挖：14
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 預り金・前払金の減少 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19；专项深挖：19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Credit is the model's tail. Bad-debt charges were ¥1,477m in FY3/25 against only ¥108m in FY3/26; allowances stand at ¥606m current and ¥3,392m non-current, a legacy of past problem credits. One mid-size customer failure costs about a unit's annual profit. A recurring ¥795m loss on sale of receivables is a financing cost parked in non-operating expenses. Receivables of ¥206.8bn are 34% of sales and settlement keeps migrating to electronic claims.
- 内部研究类型：tail_risk
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Credit cost is lumpy and backward-looking; low FY3/26 charges flatter the profit base that is being extrapolated.
- 不确定性（原始记录）：Allowance ageing, the identity of the legacy non-current block and correlated customer-default scenarios are undisclosed and unquantifiable from public data.

在线打开本发现 →

F024｜06｜利润质量要先打折，再往外推

写入正文：06｜利润质量要先打折，再往外推；14｜盈利质量、现金转化与资本效率 9.35/17：创纪录的利润要先打三层折扣

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）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：16、32
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21、30、35
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、28、32；专项深挖：14

- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、28；同业比较：02、03、05、06、09、10、11、16、18、21、22、27、35；其他用途：历史
- 神鋼商事 H1 FY3/27 売上総利益・販管費 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 損益構造 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、16、28；专项深挖：02、16
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 税金・非支配持分 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：35；同业比较：14；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Reported profit quality needs a haircut before it is extrapolated. FY3/26 pre-tax profit of ¥13,068m exceeded ordinary profit (¥11,022m) by net special gains of ¥2,046m (¥2,092m investment-securities sale gains plus ¥101m negative goodwill, less ¥148m losses), so underlying pre-tax ≈ ordinary profit. Gross margin is stable (6.49% in FY3/26; 6.36% vs 6.41% in H1 FY3/27); swings come from volume, mix and below-the-line portfolio items (dividends, equity-method income, securities gains) that move results by ±¥1–2bn independently of trading. The five-year ordinary band is ¥9.7–12.8bn, and the ¥14,000m FY3/27 forecast would print above its top. The ordinary line is the least-bad single anchor.
- 内部研究类型：earnings_quality_adjustment
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Shareholders who anchor on net income overpay in securities-gain years and over-despair in credit-charge years; the difference in FY3/26 was about ¥2.0bn.
- 不确定性（原始记录）：H1 FY3/27 special-items composition was not captured, which leaves the implied-H2 gap unresolved. The effective tax rate was 36.2% in FY3/26 (income taxes ¥4,726m).

在线打开本发现 →

F025｜08｜政策性持股的出售是一份预设的现金和利润，但会被用完

写入正文：08｜政策性持股的出售是一份预设的现金和利润，但会被用完；13｜上半年现金流是多少，剩下的政策性持股还有多少；14｜资本配置与股东回报 6.5/10：接近契约性的股息，但没有回购

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 投資有価証券・評価差額 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；专项深挖：21
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21、30、35

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16；反向验证：16、32
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、28、32；专项深挖：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Investment securities are ¥34,959m, with policy (cross-)shareholdings at 18.2% of consolidated net assets (about ¥18bn) and valuation gains of ¥8,355m in equity. TSE-driven governance pressure mandates reducing to ≤15% by March 2027 (and ≤10% over time), implying roughly ¥3–4bn of holdings sold at current net-asset levels, with proceeds recycled into growth investment. FY3/26 sold 4 issues for about ¥2.4bn and booked ¥2,092m of gains. The unwind is a pre-committed pipeline of gains and cash that funds growth while flattering the bottom line, and is partly taxed away (36% effective rate). Dividend income from the portfolio rose to ¥1,838m. Which holdings remain, their unrealised-gain content, and whether further sales are already assumed in the FY3/27 special-gain line is unknown. Land is carried at only ¥1,374m with no revaluation disclosed.
- 内部研究类型：hidden_asset_and_earnings_supplement
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Shareholders receive this asset gradually as gains and recycled capital rather than through a takeover; it is a depleting resource, not a durable earnings stream.
- 不确定性（原始记录）：Name-by-name holdings list, unrealised-gain split and the March 2027 deadline outcome are undisclosed.

在线打开本发现 →

F026｜09｜用正常化盈利看，市盈率是 10.6 倍，不是 7.6 倍

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；09｜用正常化盈利看，市盈率是 10.6 倍，不是 7.6 倍；14｜盈利质量、现金转化与资本效率 9.35/17：创纪录的利润要先打三层折扣；15｜证据限制与这些限制影响哪些判断

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、28；同业比较：02、03、05、06、09、10、11、16、18、21、22、27、35；其他用途：历史
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、28、32；专项深挖：14

- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 — 予想据え置きと実績の乖離 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260205548950.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：12、28；同业比较：12、15、17、28、32；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 損益構造 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、16、28；专项深挖：02、16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Normalised through-cycle earnings anchor: the five-year ordinary band mid-point (about ¥11.3bn) taxed at the FY3/26 effective rate of 36% gives roughly ¥7.2bn of net income (EPS about ¥273). At ¥2,879 the market capitalises about 10.6× that anchor versus 7.6× the FY3/27 forecast (¥10.0bn net), so the market is already paying for part of the cycle peak. The FY3/27 forecast sits above the band and must be treated as an above-cycle print until a second year confirms a band shift. The mix mechanism is a hypothesis, not yet a fact.
- 内部研究类型：normalized_economics_anchor
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Underwriting on ~¥7.2bn rather than ~¥10.0bn is the difference between paying 10.6× and 7.6×, the entire valuation debate in one ratio.
- 不确定性（原始记录）：Derived anchor on five observations with a simplified mid-point and a single-year tax rate; the sixth observation arrives May 2027.

在线打开本发现 →

F027｜09｜市场按股息加复苏定价，不是按特许经营权定价

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；09｜市场按股息加复苏定价，不是按特许经营权定价；14｜估值与安全边际 9.3/15：按股息和复苏定价，上行要等利润区间被证实；15｜主要来源及其日期

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）

- 8075 神鋼商事 株価・開示一覧 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：08、31
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、09、14、20、22、23
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27
- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Valuation at the 6 November 2026 close (research cut-off 9 November 2026): share price ¥2,879; market capitalisation ¥76.53bn (26,581,686 issued shares); forecast PER 7.6× on revised FY3/27 EPS ¥378.00; PBR 0.77× on FY3/26-end net assets per share ¥3,745.99; FY3/26 ROE 8.7%; forecast dividend yield 4.86% on ¥140; EV/EBITDA 8.4× (EV ¥109.83bn after net interest-bearing debt of ¥33,301m at 30 September 2026, borrowings ¥54,300m less cash ¥20,999m; EBITDA ¥13,064m = FY3/26 operating profit ¥11,577m plus depreciation ¥1,487m). The market pays a yield-and-recovery price, not a franchise price; the 2026 re-rating moved price within a stable PER regime (roughly 4–9×) because earnings, not the multiple, rose.
- 内部研究类型：valuation_snapshot
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Shareholders are paid to wait through a 4.9% yield while the earnings base proves or disproves itself; capital upside needs KGI delivery lifting the ROE anchor or a group-level event removing the discount.
- 不确定性（原始记录）：Calculation bases differ and must not be conflated: PER uses FY3/27 forecast EPS (company forecast, not actual); PBR uses FY3/26-end book value (September book value of about ¥4,020 gives 0.72×); EV/EBITDA mixes a September net-debt snapshot with FY3/26 EBITDA, so it is not period-aligned; net debt was about ¥36bn at FY3/26-end. No analyst consensus was consulted.

在线打开本发现 →

F028｜09｜股价已提前反映了 2027 年 3 月期的兑现，没有反映它的持续性

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；09｜股价已提前反映了 2027 年 3 月期的兑现，没有反映它的持续性；10｜业绩日被卖出：买预期，买上调，卖实绩

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）

- 8075 神鋼商事 株価・開示一覧 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：08、31
- 8075.T monthly recomputation — levels and averages (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：33
- 8075 神鋼商事 年初来高値・安値 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：34；同业比较：29、31；其他用途：历史
- Shinsho Corp (8075.T) returns and beta (https://finnhub.io/?q=%228075%2ET%22)｜怎么使用：直接证据
- 8075 annual extremes and latest daily close (exchange prints) (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：34；反向验证：34
- 8075.T monthly recomputation — 2025–2026 path detail (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Price has already re-rated the story. From the April 2025 low of ¥1,513 the shares roughly doubled to an all-time high of ¥3,235 in September 2026, before the record H1 was published; the August 2026 breakout followed the 6 August guidance-and-dividend raise. On results day (6 November 2026) the close fell 1.57% to ¥2,879 (intraday low ¥2,711) despite a record interim, second raise and higher dividend: sell-the-news after a pre-run, at 7.6× forecast and 0.72–0.77× book. Expectations embed FY3/27 delivery but not permanence; surprise potential is roughly symmetric (a KGI-beating year-end or buyback up; a semiconductor-capex pause or steel slide down). The holder base trades the cycle rather than underwriting the franchise.
- 内部研究类型：market_history_fact_with_expectation_reading
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：A good business at a recovering earnings base can still offer limited risk/reward when delivery is priced and only permanence is not.
- 不确定性（原始记录）：No analyst consensus was captured; expectations are read from the tape and multiples. One session is not a verdict. This node records price-response facts and does not redefine the protected Technical State.

在线打开本发现 →

F029｜09｜股价已提前反映了 2027 年 3 月期的兑现，没有反映它的持续性

写入正文：09｜股价已提前反映了 2027 年 3 月期的兑现，没有反映它的持续性；10｜价格长期待在 500 到 1,000 日元，2022 年之后才走出逐年抬高的阶梯；10｜这一轮阶梯扛住了两次急跌，台阶站在上一次高点之上；14｜Kabugami 技术结构 7.15/13：旧的低位状态已松动，新状态还没被确认；15｜证据限制与这些限制影响哪些判断

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 8075.T monthly OHLCV — locally assembled mirror series (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34
- 8075.T monthly recomputation — residence and yearly structure (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：29
- 8075.T monthly recomputation — levels and averages (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Technically the stock sits at 94.6% of its quarter-century range (¥263–3,235) with the October close 16% above its 12-month average and 52% above its 60-month average. Two decades of residence below ¥1,500 were exited only in 2022–2026; 84.2% of monthly closes were below ¥1,500 and only ten of 310 months closed above ¥2,500.
- 内部研究类型：market_structure_fact
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：The current price lies far above where the stock has historically lived, so valuation support from price history is thin.

- 不确定性（原始记录）：October 2026 is a partial bar (through the 27th); November exists only as daily closes. Pure Technical State remains the protected structure; this node restates a Claim identity without altering it.

在线打开本发现 →

F030｜10｜现价约是过去主要运行区间的三倍，下方的成交很稀薄

写入正文：10｜现价约是过去主要运行区间的三倍，下方的成交很稀薄；11｜触发条件之三：价格守不住台阶

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 8075.T monthly recomputation — residence and yearly structure (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：29
- 8075.T monthly recomputation — 2025–2026 path detail (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；同业比较：34；其他用途：历史
- 8075 神鋼商事 年初来高値・安値 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：34；同业比较：29、31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：With 55% of all monthly closes between ¥500 and ¥1,000 and the current price roughly triple that neighbourhood, a failed hold above the ¥2,800–2,900 shelf reopens a very large, thinly populated price vacuum below. The July 2024 pulse (¥2,987 to ¥1,513) is the failed-pulse template.
- 内部研究类型：price_structure_risk
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Downside in the price is not protected by trading history even though valuation (below book) and the dividend floor protect the business side.
- 不确定性（原始记录）：Claim confidence 0.75; the protected Technical State carries the authoritative structural judgment and falsification levels.

在线打开本发现 →

F031｜10｜现价约是过去主要运行区间的三倍，下方的成交很稀薄

写入正文：10｜现价约是过去主要运行区间的三倍，下方的成交很稀薄；10｜什么价格行为会确认，什么会推翻当前的技术状态；13｜价格能不能守住 2,800 至 2,900 日元

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 8075.T monthly OHLCV — locally assembled mirror series (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- 8075.T monthly recomputation — levels and averages (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：33

- 8075 神鋼商事 株価・開示一覧 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27、31；专项深挖：08、31
- 8075.T monthly recomputation — 2025–2026 path detail (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open technical question: can the price hold the ¥2,800–2,900 shelf formed by the August–November 2026 range and convert the September all-time high into support, or does the results-day rejection mark the pulse as failed? The resolving evidence is monthly closes from November 2026 onward and the price response to the February 2027 print.
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：TECHNICAL / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Decides whether price and fundamentals confirm each other for the first time this cycle.
- 不确定性（原始记录）：Resolved only by future price behavior. Fundamental positivity does not rewrite a non-confirming technical reading.

在线打开本发现 →

F032｜11｜六个月内有三个有日期的检验点

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；11｜六个月内有三个有日期的检验点；14｜综合得分 57.24/100，B 级：暂不追高，列入观察名单

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；反向验证：27、28
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、21、30、35；反向验证：22
- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 — 予想据え置きと実績の乖離 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260205548950.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：12、28；同业比较：12、15、17、28、32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Dated verdict points: Q3 FY3/27 results in early February 2027 test whether the deliberately soft implied H2 (net ¥3,095m) is conservatism or a real fade and show steel's trajectory; the policy-shareholding ratio must reach ≤15% by March 2027, forcing visible sales; FY3/27 results and the successor mid-term plan in May 2027 reset the KGI and return formula, show whether the earnings band shifted and whether buybacks appear. Interim and year-end dividend decisions each November and May are recurring checkpoints under the formula.

- 内部研究类型：catalyst_calendar
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Three dated checkpoints within about six months will confirm or break the FY3/27 thesis.
- 不确定性（原始记录）：Dates follow the established disclosure calendar (calendar inference). Undisclosed catalysts such as activism or group action cannot be ruled in or out.

在线打开本发现 →

F033｜01｜2027 年 3 月期的创纪录利润，是新的利润水平还是设备投资的高点

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜2027 年 3 月期的创纪录利润，是新的利润水平还是设备投资的高点；14｜综合得分 57.24/100，B 级：暂不追高，列入观察名单

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、30、35；反向验证：22
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、29；同业比较：19；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Shinsho is a thin-margin, working-capital-geared play on Japanese manufacturing capex and the KOBELCO ecosystem whose earnings base is broadening from steel distribution into non-ferrous metals and machinery services. If the FY3/27 mix shift persists into the next mid-term plan, the historical 5–9× earnings multiple understates earnings power, but only the fraction of the upcycle that survives working-capital absorption becomes free cash flow. Thesis is held provisionally and conditionally: band shift is unproven and checkpoints are dated.
- 内部研究类型：investment_thesis
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Defines the upside case and the condition under which it holds.
- 不确定性（原始记录）：Claim confidence 0.7; contested by the normalised-earnings anchor and the working-capital drag.

在线打开本发现 →

F034｜01｜什么会推翻这个判断：四个可检验的条件

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜什么会推翻这个判断：四个可检验的条件；13｜跟踪清单与推翻条件的对应关系

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）

- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 鉄鋼 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：03、05；专项深挖：35
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — アルミ・銅 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：03
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、21、30、35；反向验证：22
- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The debate is narrow and testable: either the non-steel profit pool (aluminium-copper, machinery, welding, ¥5.1bn of H1 profit against steel's ¥2.5bn) is a durable base that carries ordinary profit through the next steel downturn, or FY3/27 is a synchronised capex crest. Q3's unit mix and the FY3/28 plan's first-year targets decide it. Falsifiers: (1) FY3/28 guidance or the new plan rebasing ordinary profit back inside the ¥9.7–12.8bn band on steel weakness; (2) the aluminium & copper unit giving back H1 gains within two quarters of a semiconductor-capex pause; (3) the policy-share ratio missing ≤15% by March 2027 or the return formula being reset downward; (4) a monthly close below ¥2,245 breaking the price staircase (a price-structure condition stated by the Technical research and not altered here).
- 内部研究类型：falsification_conditions
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Gives the position an auditable exit on evidence rather than narrative drift.
- 不确定性（原始记录）：Nothing material that is knowable today remains unknown; the rest is calendar.

在线打开本发现 →

F035｜11｜最大风险：1.9%的利润率加上约 1153 亿日元的营运资金，小反转就会放大

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；11｜最大风险：1.9%的利润率加上约 1153 亿日元的营运资金，小反转就会放大

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18
- Shinsho Corp (8075.T) financial market data snapshot (https://finnhub.io/?q=%228075%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01、09、14、24、27、31
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；反向验证：27、28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The same gearing cuts the other way. A 1.9% operating margin on ¥608bn of sales means small price or volume reversals, in steel or in the semiconductor chain now carrying growth, swing profit hard. The balance sheet carries roughly ¥115bn of net working capital funded by debt, and the share price already sits at all-time highs on a forecast that still misses the company's own plan target.
- 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）：Downside in earnings and price is amplified, while the matched book deleverages in bad years and the ¥100 floor protects the income stream.
- 不确定性（原始记录）：Claim confidence 0.8; correlated customer-default and macro hedge ratios are not disclosed.

在线打开本发现 →

F036｜07｜神户制钢集团掌握 34.85%表决权，少数股东跟随而不能投票

写入正文：07｜神户制钢集团掌握 34.85%表决权，少数股东跟随而不能投票；13｜管理层会不会开始回购，神户制钢集团的持股会不会变；14｜治理、所有权与管理层 3.5/7：连续性有保障，少数股东没有发言权

归并到：F002

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事 — 会社概要・沿革 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、33；外部现实校验：23
- 神鋼商事 — 主要株主・従業員数 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Kobe Steel and its retirement-benefit trust hold 34.85% combined; Shinsho is Kobe Steel's equity-method affiliate and group core trading house. Group strategy, product supply and the raw-materials flow into Kobe Steel's works are structural facts of the equity story.
- 内部研究类型：capital_affiliation

- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F037｜07｜股东名册高估了自由流通部分，真正的流通股约为一半

写入正文：07｜股东名册高估了自由流通部分，真正的流通股约为一半；09｜折价由集团结构、薄利润率和资金占用共同造成；14｜治理、所有权与管理层 3.5/7：连续性有保障，少数股东没有发言权；15｜主要来源及其日期

归并到：F003

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事 — 主要株主・従業員数 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Mizuho Trust (retirement-benefit trust for Kobe Steel) is the largest registered holder at 21.53%; the register overstates free float because the top two lines are one economic bloc and partner/employee associations add about another 10%.
- 内部研究类型：capital_registered_holder
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F038｜02｜子公司约占四分之一收入，加工和服务层的利润在这里

写入正文：02｜子公司约占四分之一收入，加工和服务层的利润在这里

归并到：F004

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事 — 会社概要・沿革 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、33；外部现实校验：23
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 神鋼商事 提出会社経営指標等 (https://openfiling.app/companies/8075/disclosure)｜怎么使用：支持证据；一手验证：09、15；专项深挖：09、15
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 修正の理由 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：05、11；专项深挖：05

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Consolidated domestic sales/processing arms (Shinsho Tekko Hanbai, Shinsho Hitetsu, Matsubo) and an overseas network across China, ASEAN, the Americas and Europe; processing and distribution subsidiaries are where part of the margin lives and H1 commentary credits group-company earnings power for part of the beat.
- 内部研究类型：capital_consolidated_subsidiaries
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F039｜04｜同业共同压薄了钢材分销的利润率，神鋼商事处在中档

写入正文：04｜同业共同压薄了钢材分销的利润率，神鋼商事处在中档；14｜竞争优势与结构耐久性 7.0/14：关系保证货流，但没有定价权

归并到：F005

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 决算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hanwa, the largest independent Japanese steel trading house, competes in steel and non-ferrous distribution; the listed peer set prices steel distribution at thin margins, so Shinsho's differentiation must come from mix, not the steel book.
- 内部研究类型：competitor_hanwa
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F040｜03｜汽车和建筑把钢材单元压在平稳到下滑的需求上

写入正文：03｜汽车和建筑把钢材单元压在平稳到下滑的需求上

归并到：F006

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 决算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、08、09、14、16、20、22、23；反向验证：16、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Auto production volumes drive the steel unit's special-steel and plate volumes and the aluminium unit's auto volumes; FY3/26 showed the transmission, with flat auto

production plus falling construction demand producing a 15.4% steel-unit profit decline.
- 内部研究类型：end_market_exposure_automotive
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F041｜03｜半导体和数据中心投资是本财年的增长引擎

写入正文：03｜半导体和数据中心投资是本财年的增长引擎

归并到：F007

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、08

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Semiconductor and data-centre investment drives copper strip for terminals/connectors, aluminium-copper volumes and semiconductor inspection equipment sales; this is the marginal growth engine of FY3/27 (aluminium & copper sales +45.8% in H1).
- 内部研究类型：end_market_exposure_growth_engine
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F042｜03｜原料单元看似被母公司锁定，实际也随周期波动

写入正文：03｜原料单元看似被母公司锁定，实际也随周期波动

归并到：F008

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 原料ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03、06；专项深挖：06

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The raw-materials unit supplies Kobe Steel's main steelmaking raw materials; volumes and prices follow Kobe Steel's crude-steel output. A captive-looking flow that is actually cyclical: unit loss in FY3/26, 4.7× recovery in H1 FY3/27.
- 内部研究类型：supply_flow_to_parent
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F043｜04｜同业共同压薄了钢材分销的利润率，神鋼商事处在中档

写入正文：04｜同业共同压薄了钢材分销的利润率，神鋼商事处在中档；14｜竞争优势与结构耐久性 7.0/14：关系保证货流，但没有定价权

归并到：F005

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事 — 会社概要・沿革 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、33；外部现实校验：23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JFE Shoji is the JFE group's trading house competing across steel, raw materials and machinery distribution; group-affiliated traders collectively set the margin structure and Shinsho's KOBELCO affiliation is the same model with a different parent.
- 内部研究类型：competitor_jfe_shoji
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F044｜04｜同业共同压薄了钢材分销的利润率，神鋼商事处在中档

写入正文：04｜同业共同压薄了钢材分销的利润率，神鋼商事处在中档；14｜竞争优势与结构耐久性 7.0/14：关系保证货流，但没有定价权

归并到：F005

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Okaya & Co. (7485), an independent listed steel and machinery trader without a steelmaker parent, is the closest comparator; the comparison would isolate how much of Shinsho's volume is ecosystem-given versus won.
- 内部研究类型：competitor_independent_comparator
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F045｜03｜汽车和建筑把钢材单元压在平稳到下滑的需求上

写入正文：03｜汽车和建筑把钢材单元压在平稳到下滑的需求上

归并到：F006

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 — 金属セグメント概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；专项深挖：03
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 機械ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、06、10、13；专项深挖：04、13
- 2026 年 3 月期 決算短信 — アルミ・銅ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03；专项深挖：11
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 原料ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03、06；专项深挖：06
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 溶接ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Construction demand drives steel plate and materials volumes; plant capex drives machinery deliveries into steelworks and energy sites. Construction weakness was a named cause of the FY3/26 steel decline, while machinery deliveries into Kobe Steel's works partly offset it in a different segment.
- 内部研究类型：end_market_exposure_construction_capex
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F046｜02｜子公司约占四分之一收入，加工和服务层的利润在这里

写入正文：02｜子公司约占四分之一收入，加工和服务层的利润在这里

归并到：F004

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事 — 沿革・M&A (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：07、33；同业比较：07、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Matsubo Corporation, a machinery-trading subsidiary acquired in December 2011, is part of the machinery unit's domestic equipment and service network; bolt-ons like Matsubo are the historical mechanism by which the margin-anchor machinery unit was assembled.
- 内部研究类型：capital_bolt_on_subsidiary
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F047｜03｜表面上五个单元，实际是同一轮投资的三种形态

写入正文：03｜表面上五个单元，实际是同一轮投资的三种形态；12｜分部报表上的多元化，其实是同一轮设备投资的三种形态

归并到：F058

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）

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — アルミ・銅 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：03
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：03
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、08
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：One capex wave reaches aluminium & copper and machinery at once while steel, untouched by it, declines; group profit is a leveraged reading of one demand complex wearing several unit costumes.
- 内部研究类型：drives
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F048｜06｜营运资金就是这门生意本身：增长先消耗现金

写入正文：06｜营运资金就是这门生意本身：增长先消耗现金

归并到：F059

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29
- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 有利子負債 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：18、25；专项深挖：18
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17、29；同业比较：19；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：20.5% sales growth built about ¥25bn of assets in one half-year (Q1 alone ¥22.8bn); profit, cash and leverage move in opposite directions at turning points, so FY3/27's cash year cannot be read from the P&L.
- 内部研究类型：absorbs_cash_via
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F049｜06｜利润质量要先打折，再往外推

写入正文：06｜利润质量要先打折，再往外推

归并到：F060

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：16、32
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21、30、35
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 投資有価証券・評価差額 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；专项深挖：21

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The mandated unwind manufactures securities-sale gains that lift pre-tax above ordinary profit and flatter net income, while recycling proceeds into growth investment.
- 内部研究类型：supplies_non_operating_gains_to
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F050｜01｜按五年平均折算，市场已经为周期高点付了一部分钱

写入正文：01｜按五年平均折算，市场已经为周期高点付了一部分钱；09｜用正常化盈利看，市盈率是 10.6 倍，不是 7.6 倍

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）

- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、28；同业比较：02、03、05、06、09、10、11、16、18、21、22、27、35；其他用途：历史
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、28、32；专项深挖：14
- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：支持证据；一手验证：11、30、35；反向验证：22
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17、29；同业比较：19；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：On the through-cycle anchor (about ¥7.2bn net, 10.6×) rather than the forecast (¥10.0bn, 7.6×), the market is already paying for part of the cycle peak; the thesis holds only if a band shift is confirmed.
- 内部研究类型：counter_evidence_qualifies
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F051｜09｜用正常化盈利看，市盈率是 10.6 倍，不是 7.6 倍

写入正文：09｜用正常化盈利看，市盈率是 10.6 倍，不是 7.6 倍

归并到：F063

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、28；同业比较：02、03、05、06、09、10、11、16、18、21、22、27、35；其他用途：历史
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、28、32；专项深挖：14
- 8075 神鋼商事 株価・開示一覧 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：支持证据；一手验证：27、31；专项深挖：08、31
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、09、14、20、22、23
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：支持证据
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：19；专项深挖：19
- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The normalised anchor converts the 7.6× forecast PER into about 10.6× through-cycle, tying valuation to the same mix mechanism that supports the thesis.
- 内部研究类型：reframes_multiple
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F052｜09｜用正常化盈利看，市盈率是 10.6 倍，不是 7.6 倍

写入正文：09｜用正常化盈利看，市盈率是 10.6 倍，不是 7.6 倍

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）

- 神鋼商事 — 主要株主・従業員数 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The anchored register, thin margin and working-capital hunger jointly explain the sub-book multiple and the yield-and-cycle pricing.
- 内部研究类型：explains_discount
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F053｜08｜股东回报由公式决定：好年份看比例，差年份看下限

写入正文：08｜股东回报由公式决定：好年份看比例，差年份看下限；09｜4.9%的股息率有下限支撑，但 2027 年 3 月期之后的条款未知

归并到：F062

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) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、26、29；同业比较：19；其他用途：历史
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：26
- 中期経営計画 2026 の基本方針等に関するお知らせ (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120240509585844.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：26、29
- 神鋼商事 8 月修正・配当性向 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：支持证据；专项深挖：26
- 剰余金の配当に関するお知らせ（2026 年 3 月期 期末配当） (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260522544529.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：25；专项深挖：24、25；同业比较：26；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：In the FY3/26 down year the ¥100 floor leg bound and dividends rose to ¥106 while cash, unlike profit, improved as the book shrank; in the FY3/27 upcycle the 30% payout leg binds.
- 内部研究类型：floor_leg_activated_by
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F054｜09｜股价已提前反映了 2027 年 3 月期的兑现，没有反映它的持续性

写入正文：09｜股价已提前反映了 2027 年 3 月期的兑现，没有反映它的持续性；10｜业绩日被卖出：买预期，买上调，卖实绩

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 8075 神鋼商事 株価・開示一覧 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：08、31
- 8075.T monthly recomputation — levels and averages (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：33
- 8075.T monthly recomputation — 2025–2026 path detail (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Cross-lane context only: public-event price-response facts (August raise bought, results-day print sold) sit alongside the protected Technical State as a whole. The cross-lane reading does not alter, flatten or rewrite Pure Technical Truth, and fundamental positivity cannot convert a non-confirming Technical State into a confirming one.
- 内部研究类型：references_protected_truth_without_rewriting
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F055｜10｜价格长期待在 500 到 1,000 日元，2022 年之后才走出逐年抬高的阶梯

写入正文：10｜价格长期待在 500 到 1,000 日元，2022 年之后才走出逐年抬高的阶梯；10｜这一轮阶梯扛住了两次急跌，台阶站在上一次高点之上；10｜业绩日被卖出：买预期，买上调，卖实绩；10｜什么价格行为会确认，什么会推翻当前的技术状态；14｜Kabugami 技术结构 7.15/13：旧的低位状态已松动，新状态还没被确认

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 State (dereference only)
- 内部研究类型：protected_technical_synthesis
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 公开边界：受保护 Technical Research 仅保留可追踪身份，本索引不重写其内部语义。

在线打开本发现 →

F056｜02｜八十年的经营面貌：货流稳，利润率靠结构

写入正文：02｜八十年的经营面貌：货流稳，利润率靠结构；05｜护城河是关系和物流型的，被 1.9%的利润率封顶

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（36 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、08、09、14、16、17、18、20、22、23、26、29；反向验证：16、32；同业比较：19；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 損益構造 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、16、28；专项深挖：02、16
- 神鋼商事 H1 FY3/27 売上総利益・販管費 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 機械ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、06、10、13；专项深挖：04、13
- 神鋼商事 — 関係会社・グループ網 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、07、10；专项深挖：01、10；同业比较：01；其他用途：历史
- 神鋼商事 — 会社概要・沿革 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、33；外部现实校验：23
- 神鋼商事 — 主要株主・従業員数 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 自己株式・BIP 信託 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25；专项深挖：23
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27
- Shinsho Corp (8075.T) financial market data snapshot (https://finnhub.io/?q=%228075%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、09、14、24、27、31
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；反向验证：26
- 神鋼商事 — 沿革・M&A (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：07、33；同业比较：07、33；其他用途：历史
- 神鋼商事 提出会社経営指標等 (https://openfiling.app/companies/8075/disclosure)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09、15；专项深挖：09、15

- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 修正の理由 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、11；专项深挖：05
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結範囲の変更に伴う支出 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 税金・非支配持分 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：35；同业比较：14；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 金属セグメント概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；专项深挖：03
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 原料ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、06；专项深挖：06
- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：03
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 預り金・前払金の減少 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19
- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 有利子負債 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25；专项深挖：18
- 神鋼商事 中計 KGI 進捗 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、22；专项深挖：22
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 貸倒引当金 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；专项深挖：32
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、28、32；专项深挖：14
- 中期経営計画 2026 の基本方針等に関するお知らせ (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120240509585844.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、29

- 神鋼商事 8 月修正・配当性向 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：26
- 剰余金の配当に関するお知らせ（2026 年 3 月期 期末配当） (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260522544529.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：24、25；同业比较：26；其他用途：历史
- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、28；同业比较：02、03、05、06、09、10、11、16、18、21、22、27、35；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 — 予想据え置きと実績の乖離 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260205548950.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：12、28；同业比较：12、15、17、28、32；其他用途：历史
- 神鋼商事（8075）有価証券報告書 連結経営指標等 (https://openfiling.app/companies/8075/disclosure)｜怎么使用：直接证据
- 2026 年 3 月期 決算短信 — アルミ・銅ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03；专项深挖：11
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 溶接ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable business portrait: an eighty-year KOBELCO-ecosystem flow book geared by working capital｜The durable foundation is a transactional-flow trading house whose revenue persists (five-year sales ¥494bn to ¥608bn) while margin content floats with market prices; it earns a 1.9% operating margin on an asset-light, people-and-credit-heavy base, funds roughly 19% of sales in net working capital, is anchored by a 34.85% parent bloc and pays out by pre-committed formula. Machinery, processing and non-ferrous service layers carry the margin the steel book cannot. It deleverages in downturns and re-gears in upturns, and survived every post-war cycle. The current FY3/27 change is overlaid on this foundation rather than replacing 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）：Shareholders own operating leverage on Japanese manufacturing volumes, a formula-protected yield and a structurally discounted claim they cannot influence; upside must come from mix and volume, not pricing power or discount capture.
- 不确定性（原始记录）：Margin attribution by layer, intra-group transaction share, and customer concentration are undisclosed.

在线打开本发现 →

F057｜05｜五个长期因素决定结构能否延续

写入正文：05｜五个长期因素决定结构能否延续；11｜哪些长期因素会让结构衰退

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（23 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、08、16、17、18、29；反向验证：16、32；同业比较：19；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 金属セグメント概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；专项深挖：03
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 機械ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、06、10、13；专项深挖：04、13
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 預り金・前払金の減少 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19
- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18
- 神鋼商事 — 会社概要・沿革 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、33；外部现实校验：23
- 神鋼商事 — 主要株主・従業員数 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 自己株式・BIP 信託 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25；专项深挖：23
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 投資有価証券・評価差額 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；专项深挖：21
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21、30、35
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、28、32；专项深挖：14
- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 修正の理由 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05

- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — アルミ・銅 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：03
- 2026 年 3 月期 決算短信 — アルミ・銅ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03；专项深挖：11
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 原料ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、06；专项深挖：06
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 溶接ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 鉄鋼 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：03、05；专项深挖：35
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：03
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 貸倒引当金 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；专项深挖：32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Structural durability: slow variables, the fast variable in slow clothing, and what breaks the structure｜Slow variables: (1) Japanese manufacturing's domestic production base, in long structural decline, capping the steel book and pushing the mix rotation; (2) the KOBELCO ecosystem's industrial relevance, which underwrites flow through cycles; (3) the working-capital mechanics of the trading model, converting growth into funding needs at about 19% of sales; (4) the TSE governance regime forcing cross-shareholding release on a dated schedule; (5) the semiconductor capex cycle, currently the fast variable wearing a slow variable's clothes. The structure endures if the mix rotation keeps replacing steel's slow decline with machinery and non-ferrous compounding; it decays if the rotation was only a capex wave passing through a distribution pipe. Self-repair is strong on the business side (self-liquidating matched book, equity ratio rebuilding from 23.6% to 26.0%) and weak on the price side.
- 内部研究类型：structural_durability_map
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Durability should be underwritten for persistence of the franchise and the formula, not for expansion of the spread; position sizing must anticipate rotation of the narrative.
- 不确定性（原始记录）：Whether the mix rotation is structural or a capex crest is the central unresolved question.

在线打开本发现 →

F058｜03｜表面上五个单元，实际是同一轮投资的三种形态

写入正文：03｜表面上五个单元，实际是同一轮投资的三种形态；12｜分部报表上的多元化，其实是同一轮设备投资的三种形态

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（13 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 修正の理由 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — アルミ・銅 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：03
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29
- 2026 年 3 月期 決算短信 — アルミ・銅ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03；专项深挖：11
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、08
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 金属セグメント概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、05；专项深挖：03
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 原料ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、06；专项深挖：06
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 機械ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、06、10、13；专项深挖：04、13
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 溶接ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 鉄鋼 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：03、05；专项深挖：35
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：03

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Mix chain: one capex wave, three unit costumes, one decliner｜The same capex wave (AI/data centres, decarbonisation) reaches copper strip and inspection equipment in aluminium & copper and machinery, and energy machinery in machinery, while steel, the unit that does not touch that wave, declines. Group profit is now a leveraged reading of one demand complex wearing three costumes; the units are less diversified than the segment chart suggests.
- 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）：Apparent diversification across units overstates independence; a single capex pause could reverse most of the FY3/27 gain while steel offers no offset.
- 不确定性（原始记录）：Customer concentration and order visibility behind the wave are undisclosed.

在线打开本发现 →

F059｜06｜营运资金就是这门生意本身：增长先消耗现金

写入正文：06｜营运资金就是这门生意本身：增长先消耗现金

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：16、18
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 神鋼商事 H1 FY3/27 売上総利益・販管費 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、29；同业比较：19；其他用途：历史
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 預り金・前払金の減少 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 有利子負債 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、25；专项深挖：18
- 神鋼商事 中計 KGI 進捗 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、22；专项深挖：22
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 貸倒引当金 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；专项深挖：32
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、28、32；专项深挖：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Working-capital chain: growth consumes cash before it produces it｜Sales growth of 20.5% built about ¥25bn of assets in one half-year; profit, cash and leverage therefore move in opposite directions at turning points, and any reading of FY3/27 that uses only the P&L will misjudge the cash year entirely. The ratio rather than the year-end D/E is the structural fact, and customer credit is its tail.
- 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）：Only the fraction of the upcycle that survives working-capital absorption becomes free cash flow; dividends are paid from a counter-cyclical cash engine.
- 不确定性（原始记录）：H1 FY3/27 operating cash flow is unknown.

在线打开本发现 →

F060｜06｜利润质量要先打折，再往外推

写入正文：06｜利润质量要先打折，再往外推

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 投資有価証券・評価差額 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；专项深挖：21
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、21、30、35；反向验证：22
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；反向验证：16、32
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、28、32；专项深挖：14

- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、28；同业比较：02、03、05、06、09、10、11、16、18、21、22、27、35；其他用途：历史
- 神鋼商事 H1 FY3/27 売上総利益・販管費 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 損益構造 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、16、28；专项深挖：02、16
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 税金・非支配持分 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：35；同业比较：14；其他用途：历史
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知・H1 短信 — 下期インプライド（算出） (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 予想推移 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：30
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；反向验证：27、28
- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 — 予想据え置きと実績の乖離 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260205548950.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：12、28；同业比较：12、15、17、28、32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Portfolio chain: policy-share unwind as capital policy, earnings quality and governance at once｜The policy-share unwind funds growth, books gains that lift pre-tax above ordinary profit, and is governed by a TSE-driven deadline. Capital policy, earnings quality and governance are one mechanism here, not three. It may also explain part of the implied-H2 gap if H2 gains are not assumed.
- 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）：Gains are a depleting resource; the ordinary line, not net income, should be capitalised.
- 不确定性（原始记录）：Composition of remaining holdings and special items in the forecast is undisclosed.

在线打开本发现 →

F061｜03｜神户制钢既是供应方、客户，也是股东

写入正文：03｜神户制钢既是供应方、客户，也是股东；07｜同一个集团同时是供应方、客户、名册的锚和估值上限；09｜折价由集团结构、薄利润率和资金占用共同造成

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）

- 神鋼商事 — 会社概要・沿革 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、33；外部现实校验：23
- 神鋼商事 — 主要株主・従業員数 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 自己株式・BIP 信託 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25；专项深挖：23
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27
- Shinsho Corp (8075.T) financial market data snapshot (https://finnhub.io/?q=%228075%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、09、14、24、27、31
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 原料ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、06；专项深挖：06
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、03、08、09、14、20、22、23
- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：03
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 神鋼商事 — 沿革・M&A (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：07、33；同业比较：07、33；其他用途：历史
- 神鋼商事 提出会社経営指標等 (https://openfiling.app/companies/8075/disclosure)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：09、15；专项深挖：09、15
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 修正の理由 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、11；专项深挖：05
- 神鋼商事 — 関係会社・グループ網 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、07、10；专项深挖：01、10；同业比较：01；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結範囲の変更に伴う支出 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 税金・非支配持分 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：35；同业比较：14；其他用途：历史
- 8075 神鋼商事 株価・開示一覧 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：08、31

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Ecosystem chain: the Kobe Steel bloc as supplier, customer, anchor and valuation cap｜The Kobe Steel bloc simultaneously supplies product, consumes raw materials, anchors the register and caps the valuation. Every domain from supply to ownership to valuation is the same fact viewed from different floors.
- 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）：Minorities are permanent junior partners in a group asset: volume is underwritten through cycles while governance outcomes and the discount are capped.
- 不确定性（原始记录）：The share of sales transacted within the Kobe Steel group is not disclosed.

在线打开本发现 →

F062｜08｜股东回报由公式决定：好年份看比例，差年份看下限

写入正文：08｜股东回报由公式决定：好年份看比例，差年份看下限；09｜4.9%的股息率有下限支撑，但 2027 年 3 月期之后的条款未知

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、09、14、16、17、20、22、23、26、29；反向验证：16、32；同业比较：19；其他用途：历史
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26；外部现实校验：35；反向验证：26、27、28
- 中期経営計画 2026 の基本方針等に関するお知らせ (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120240509585844.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、29
- 神鋼商事 8 月修正・配当性向 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：26
- 剰余金の配当に関するお知らせ（2026 年 3 月期 期末配当） (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260522544529.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；专项深挖：24、25；同业比较：26；其他用途：历史

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 自己株式・BIP 信託 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25；专项深挖：23
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 有利子負債 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25；专项深挖：18
- 神鋼商事（8075）有価証券報告書 連結経営指標等 (https://openfiling.app/companies/8075/disclosure)｜怎么使用：直接证据
- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、15、28；同业比较：02、03、05、06、09、10、11、16、18、21、22、27、35；其他用途：历史
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、30、35；反向验证：22
- 神鋼商事 中計 KGI 進捗 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、22；专项深挖：22
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 今後の見通し (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Formula chain: the cycle converted into a dividend ratchet｜The dividend formula converts the cycle into a ratchet: floor in bad years (¥100 bound in FY3/26), payout share in good years (37% for FY3/27), with no buybacks to capture the discount. The equity can be underwritten as yield-plus-option rather than a pure cycle trade, and the formula's renewal in the successor plan is the open variable.
- 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）：A 4.9% forecast yield with a defensible floor compensates for the affiliate discount, but per-share compounding relies on retained earnings at about 7–10% ROE.
- 不确定性（原始记录）：Successor-plan return terms are unknowable until May 2027.

在线打开本发现 →

F063｜09｜用正常化盈利看，市盈率是 10.6 倍，不是 7.6 倍

写入正文：09｜用正常化盈利看，市盈率是 10.6 倍，不是 7.6 倍

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（20 项；重复标签已按来源合并）

- 8075 神鋼商事 株価・開示一覧 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31；专项深挖：08、31
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、09、14、16、20、22、23；反向验证：16、32

- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27
- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：16
- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、28；同业比较：02、03、05、06、09、10、11、16、18、21、22、27、35；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、28、32；专项深挖：14
- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 — 予想据え置きと実績の乖離 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260205548950.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：12、28；同业比较：12、15、17、28、32；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 損益構造 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、16、28；专项深挖：02、16
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、21、30、35
- 神鋼商事 H1 FY3/27 売上総利益・販管費 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 税金・非支配持分 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：35；同业比较：14；其他用途：历史
- 神鋼商事 — 主要株主・従業員数 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24
- Shinsho Corp (8075.T) financial market data snapshot (https://finnhub.io/?q=%228075%2ET%22)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、09、14、24、27、31
- 8075.T monthly recomputation — levels and averages (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：33
- 8075 神鋼商事 年初来高値・安値 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：34；同业比较：29、31；其他用途：历史
- Shinsho Corp (8075.T) returns and beta (https://finnhub.io/?q=%228075%2ET%22)｜怎么使用：直接证据
- 8075 annual extremes and latest daily close (exchange prints) (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：34；反向验证：34
- 8075.T monthly recomputation — 2025–2026 path detail (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Valuation bridge: forecast multiple, normalised multiple and book discount｜The 7.6× forecast PER, the roughly 10.6× normalised multiple and the 0.72–0.77× book multiple frame one question: whether FY3/27 earnings are a new base. The multiple did not expand in 2026; earnings did. Derived ratios rest on different bases (forecast versus actual EPS, FY3/26 versus September book value, mixed-period EV/EBITDA) and should not be compared without that normalisation.
- 内部研究类型：valuation_bridge
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Upside requires KGI delivery lifting the ROE anchor or a group event removing the discount; downside is cushioned by yield and book but not by price history.
- 不确定性（原始记录）：No consensus; the normalised anchor is a labelled simplification.

在线打开本发现 →

F064｜01｜什么会推翻这个判断：四个可检验的条件

写入正文：01｜什么会推翻这个判断：四个可检验的条件；11｜六个月内有三个有日期的检验点；13｜跟踪清单与推翻条件的对应关系；14｜综合得分 57.24/100，B 级：暂不追高，列入观察名单

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（17 项；重复标签已按来源合并）

- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、21、30、35；反向验证：22
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、29；同业比较：19；其他用途：历史
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 鉄鋼 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：03、05；专项深挖：35
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — アルミ・銅 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：03
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：03
- Shinsho Corp (8075.T) financial market data snapshot (https://finnhub.io/?q=%228075%2ET%22)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01、09、14、24、27、31
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；反向验证：27、28

- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信 — 予想据え置きと実績の乖離 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260205548950.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：12、28；同业比较：12、15、17、28、32；其他用途：历史
- 神鋼商事（8075）の沿革・大株主・配当・財務 10 年 (https://corpolog.jp/8075/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、28；同业比较：02、03、05、06、09、10、11、16、18、21、22、27、35；其他用途：历史
- 8075 神鋼商事 バリュエーション (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、27；外部现实校验：22、26；专项深挖：27
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、28、32；专项深挖：14
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 損益構造 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、16、28；专项深挖：02、16
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29
- 2026 年 3 月期 決算短信 — アルミ・銅ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03；专项深挖：11
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 修正の理由 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05
- 2026 年 3 月期 第 3 四半期決算短信〔日本基準〕(連結) (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260205548950.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Thesis, counter-evidence, catalysts and falsifiers｜Thesis: earnings base broadening from steel distribution into non-ferrous and machinery flows tied to semiconductor and decarbonisation capex, converted per share by a formula-driven capital policy even in a flat domestic pond. Strongest counter-evidence: the normalised anchor, working-capital absorption, single-demand-complex concentration and the pre-run price. Three dated checkpoints (February, March, May 2027) referee a race between fast mix broadening and a still-falling steel cycle.
- 内部研究类型：thesis_and_falsification
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：A conditional, auditable position: exit on evidence if falsifiers trigger.
- 不确定性（原始记录）：Band shift unproven; the technical falsifier is the protected Technical State's own condition and is not altered here.

在线打开本发现 →

F065｜13｜下半年利润为什么比上年还少，第三季度能否缩小这个缺口

写入正文：13｜下半年利润为什么比上年还少，第三季度能否缩小这个缺口；13｜全年能否达到计划目标，新中期计划会抬高利润基数还是重设预期；13｜铝铜、机械和钢材的需求有多持久；13｜上半年现

金流是多少，剩下的政策性持股还有多少；13｜管理层会不会开始回购，神户制钢集团的持股会不会变；13｜价格能不能守住 2,800 至 2,900 日元；15｜证据限制与这些限制影响哪些判断

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（31 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 3 月期 決算短信 — 税金・非支配持分 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：35；同业比较：14；其他用途：历史
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知・H1 短信 — 下期インプライド（算出） (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 予想推移 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：30
- 2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期)連結業績予想と実績値との差異及び通期連結業績予想の修正並びに剰余金の配当(中間配当)及び期末配当予想の修正に関するお知らせ (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；反向验证：27、28
- 神鋼商事、27 年 3 月期は 2 桁増収増益で大幅増配予想 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、21、30、35；反向验证：22
- 神鋼商事 中計 KGI 進捗 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261019/873974.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、22；专项深挖：22
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 今後の見通し (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — アルミ・銅 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；外部现实校验：03
- 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 — 財政状態 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260729502472.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；外部现实校验：19；专项深挖：17、29
- 2026 年 3 月期 決算短信 — アルミ・銅ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03；专项深挖：11
- 2026 年 11 月 6 日 修正通知 — 修正の理由 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261105566642.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 連結貸借対照表・運転資本 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；专项深挖：19
- 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(連結) (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16、17、18、29；反向验证：16、32；同业比较：19；其他用途：历史
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 預り金・前払金の減少 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19

- 神鋼商事(8075) 決算情報 — 2027 年 3 月期第 2 四半期決算短信要約 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8075.T/financials)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 投資有価証券・評価差額 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；专项深挖：21
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 営業外・特別損益の内訳 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、28、32；专项深挖：14
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 金属セグメント概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、05；专项深挖：03
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 鉄鋼 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12；外部现实校验：03、05；专项深挖：35
- 神鋼商事、中間期過去最高の大幅増収増益、利益・配当予想を 2 回目の上方修正 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；外部现实校验：02、05、11、12
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 機械ユニット概況 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、06、10、13；专项深挖：04、13
- 神鋼商事 H1 ユニット別動向 — 原料・機械・溶接 (https://www.zaikei.co.jp/article/20261109/876600.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：03
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 自己株式・BIP 信託 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25；专项深挖：23
- 2026 年 3 月期 決算短信 — 有利子負債 (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260513528305.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、25；专项深挖：18
- 剰余金の配当に関するお知らせ（2026 年 3 月期 期末配当） (https://www2.jpx.co.jp/disc/80750/140120260522544529.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；专项深挖：24、25；同业比较：26；其他用途：历史
- 8075.T monthly OHLCV — locally assembled mirror series (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- 8075.T monthly recomputation — levels and averages (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：33
- 8075 神鋼商事 株価・開示一覧 (https://irbank.net/8075)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27、31；专项深挖：08、31
- 8075.T monthly recomputation — 2025–2026 path detail (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8075.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；同业比较：34；其他用途：历史
- 神鋼商事 — 会社概要・沿革 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、33；外部现实校验：23

- 神鋼商事 — 主要株主・従業員数 (https://ja.wikipedia.org/wiki/%E7%A5%9E%E9%8B%BC%E5%95%86%E4%BA%8B)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt: open questions with dated resolution paths｜Ten open questions are carried as Research Debt, each attached to the node whose judgment it qualifies: implied-H2 bridge, KGI and successor plan, aluminium-copper concentration, H1 operating cash flow and working-capital build, remaining policy holdings, steel trough, machinery order visibility, buyback intent, the technical shelf, and parent-bloc change scenarios. Public resolution paths exist for several (full H1 tanshin special-items and cash flow statements; Q3 February 2027; May 2027 plan) but were not captured in the summaries read.
- 内部研究类型：research_debt_register
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Several of these decide whether FY3/27 is a base or a crest; none is yet resolvable by a further reasonable high-VOI public search beyond the full H1 tanshin text.
- 不确定性（原始记录）：The full H1 FY3/27 tanshin (special items, cash flow) is public and would narrow the H2 and cash questions; it is carried as Research Debt rather than a reopen because it would refine rather than overturn the judgment.

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。