

1662 石油資源開発株式会社 (Japan Petroleum Exploration Co., Ltd. / JAPEX)

Kabugami V3.2 68.05/100 · B+

这家公司是做什么的

JAPEX主营石油和天然气的勘探、开发与生产，同时经营国内天然气/LNG供应、天然气火力与可再生能源电力，并把地下工程能力延伸到CCS等碳管理业务。

最近亮点

2027财年第一季度销售约651亿日元、营业利润约62亿日元，营业利润同比下降约63%；公司同时推进美国Verdad整合、追加收购Fundare、挪威资产扩张与国内CCS，并在中东航运受阻后改用更昂贵的替代…

资料截止 2026-09-19 · 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、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-19
研究规则版本 SHA	62b4fd4f9b307abb28b6b26c4343abbb96ea6fff
评分版本	V3.2
发布源 SHA	8fe75f3a3a9d567040e22ba6242c60527a342960
交付代码版本 SHA	3fdfb31f5ec5f8851b72f6dabd02c036e2cc54a9
交付运行时指纹	537dab0f6dea9b0de92e6c020a0728eb046bfceb99dbde38857804700df47580

先看研究要点

为什么值得研究	国内油气田、管线、LNG 基地和电力设施形成长期运营能力；公司正在把海外 E&P 尤其美国资产做大，并把 ROIC、WACC 和资本成本正式放进长期经营目标；资产组合也在主动退出回报不够或税制恶化的项目。
最需要担心什么	盈利高度暴露于油气价格、资源量、钻井/递减曲线、LNG 采购和地缘政治；2026—2035 投资规模很大，资产负债表从低杠杆向更高资本密度迁移；当前净利润又受到特别收益放大，真正需要验证的是新资产的自由现金流与资本回报。
Kabugami 现在怎么看	JAPEX 正在从“国内资源资产+较厚现金缓冲、受政策色彩影响的传统油气公司”转向“以美国和挪威 E&P 为增长核心、同时经营国内气电基础设施与 CCS 的全球化资本密集型能源公司”。这次转型的关键不是油价短期上涨，也不是电力零售收入是否继续增长，而是 1.5 万亿日元级长期投资能否持续创造高于公司上调后约 8% WACC 的 ROIC，并在扩张中保持资产负债表和股东回报纪律。电力业务有真实规模，也能把 LNG、相马基地、福岛天然气发电站及客户销售连接起来，但 2027 财年第一季度恰好显示：当 LNG 采购成本被地缘政治冲击抬高时，垂直一体化会把燃料风险直接传导进 I/U 利润，因此电力目前更像重要的资产变现接口和风险传导通道，而不是稳定对冲器。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正的问题：大规模扩张能否把资源周期利润变成高于资本成本的长期回报

JAPEX 很容易被理解成“低 PBR 资源股”。这种标签能描述估值，却不能解释公司正在发生的变化。

公司新的长期经营计划把 2026—2030 年定义为核心资产形成期，成长投资约 9,000 亿日元；拉长到 2035 年，投资规模约 1.5 万亿日元。重点集中在海外 E&P 和 CCUS，并给出 2031 财年净利润 750 亿日元、ROE 10%，2035 财年净利润 1,000 亿日元、ROE 12% 的目标。更重要的是，公司把估算股东资本成本从约 8% 提高到约 10%，WACC 从约 6% 提高到约 8%，并提出 2035 财年 ROIC 10% 以上。

因此最有信息价值的问题不是“原油还会不会涨”，而是：

Verdad、Fundare、挪威项目和 CCS 投资能否在资源价格不过度有利的情景下，仍形成可重复、可回收、能覆盖约 8% WACC 的资本回报；如果不能，JAPEX 会不会从低估值现金型资源股变成资本投入很大、回报却不稳定的公司。

01.2 | 当前答案：战略方向更清晰，但资本回报证明仍明显落后于投入速度

Verdad 已经完成收购；Fundare 已宣布追加收购，挪威也继续扩展。公司不再只是谈“海外增长”，而是把真实资金投入真实资产。

这会带来两个同时成立的事实：一方面，新资产有机会明显提高产量和正常化盈利；另一方面，资本支出、借款、钻井执行、储量递减和资源价格风险都会同步变大。

2027 财年 Q1 已经给出一个很好的提醒：集团仍能盈利，但营业利润同比大幅下降，国内 I/U 业务从上一期的较高盈利掉到亏损附近，原因之一就是中东航运受阻后替代 LNG 采购成本上升。也就是说，JAPEX 的资产越来越多元，但并没有因此失去能源商品和地缘政治的周期暴露。

当前结论是：转型值得跟踪，资本纪律已经被写进管理框架，但“高于资本成本的全球化增长”仍属于需要由后续实际现金流证明的命题。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 上游 E&P 仍然决定利润弹性

E&P 业务通过取得矿区权益、勘探、钻井、开发并生产原油和天然气获取资源收益。利润由产量、实现油气价格、作业成本、折旧、资源税费、权益比例和勘探支出共同决定。

这种生意的优势是：一旦找到并开发出经济性好的储量，单位资产能够产生很大的现金流；缺点是资源会递减，必须持续再投资寻找下一批可生产储量，而且宏观油气价格会直接改变项目回报。

公司国内拥有北海道、秋田、山形、新潟等油气资产，海外则经营或参与美国、挪威、伊拉克、印尼等项目。长期投资价值因此必须看“储量/产量—资本开支—自由现金流—再投资回报”的完整链条，而不是只看一个年度的净利润。

02.2 | 国内天然气/LNG 网络提供下游变现能力，但不是无风险稳定器

JAPEX 拥有国内天然气供应网络、管线、相马 LNG 基地等资产。它们使公司能够把自有天然气、进口 LNG 和基础设施能力连接到工业、城市燃气、电力等终端需求。

这类资产与上游 E&P 不同：价值更多来自物流位置、稳定供应、长期客户关系和基础设施利用率，而不是勘探成功率。

但 LNG 并不因为进入下游网络就消失商品风险。采购地、运费、替代货源和合同结构仍会影响利润。2026 年中东局势升级后，公司两船原计划从波斯湾采购的 LNG 改为其他地区的现货替代货源，成本明显升高，Q1 I/U 利润因此受到直接冲击。

02.3 | 电力业务是“燃料—发电—销售”的变现接口

福岛天然气发电站总装机约 118 万 kW，由 JAPEX 等 5 家股东共同出资的福岛ガス発電株式会社运营，JAPEX 持股 33%。项目采用トーリング (tolling) 方式：各合作方按所需电量自行采购 LNG，把燃料交给发电公司转换成对应电力，再由各方取得并销售。

JAPEX 因此不是简单从批发市场买电再卖电。它先采购与自己销售电量相对应的 LNG，依托相马 LNG 基地进行储存、气化和送出，取得对应电力，再向合同客户等销售。公司还经营可再生能源、虚拟 PPA 和电池储能等项目。

这个结构使电力成为国内气体基础设施的自然延伸，也提供新的客户和环境价值产品；但它同时把 LNG 采购风险带入电力利润。

02.4 | CCS 把地质和地下工程能力延伸到新的商业边界

JAPEX 长期具备地质解释、储层建模、钻井和地下流体管理能力。CCS 需要寻找适合储存 CO₂ 的地下构造、评价储层、钻井、注入和长期监测，这与传统 E&P 能力存在明显技术邻接。

公司已成立苦小牧 CCS 相关项目公司，并参与国内外 CCS 开发。战略逻辑成立，但商业回报仍比传统油气更依赖政策、补贴、碳价、储存费率、运输网络和责任规则。

因此 CCS 当前可以被视为能力相邻的新增长方向，不能提前当成已经验证的高 ROIC 利润池。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 收入来源已经跨越原油、天然气、LNG 与电力

2027 财年 Q1，集团销售约 651 亿日元。公司披露的业务数据仍显示原油、国内天然气、LNG、电力共同构成收入。

全年预测中，I/U 业务销售约 1,702 亿日元，其中国内天然气约 742 亿、LNG 约 255 亿、电力约 445 亿、其他约 260 亿日元。按集团全年销售预测 3,140 亿日元估算，电力单项销售已经约占集团 14%。

因此 Power44 的临时研究假设在 JAPEX 身上是成立的：电力不是可以忽略的小业务。

03.2 | 但电力销售额不等于电力利润护城河

2027 财年全年电力销量预测约 28.77 亿 kWh，低于上期约 33.61 亿 kWh；销售额预计约 445 亿日元，也低于上期约 485 亿日元。

更关键的是，Q1 I/U 营业利润已经转为约-4 亿日元附近，而上年同期明显为正。公司把替代 LNG 采购成本上升列为重要原因。全年 I/U 营业利润预测仅约 1 亿日元，远低于上一年度约 164 亿日元水平。

这说明电力业务的收入规模很真实，但它并不是当前最稳定的利润来源。

03.3 | 海外增长开始从“持有权益”转成“经营和并购资产”

Verdad 交易于 2026 年 2 月完成，企业价值约 12.6 亿美元。公司预计该美国资产到 2030 年前后可形成约 5 万 boe/日的净生产规模，并且以轻质原油和 NGL 为主。

2026 年 8 月公司又宣布收购 Fundare Resources 相关资产，交易金额约 3.2 亿美元。公司披露 Fundare Q1 产量约 9,500boe/日，并预期完成后本期贡献超过 10 亿日元营业利润，2028 财年全年贡献约 150 亿日元。

这些数字给出了可量化的增长路径，但仍属于“收购后预期”。真正需要验证的是井位质量、递减速度、钻井成本、对冲、单位运营成本和自由现金流。

03.4 | 挪威扩张更偏基础设施附近的低开发风险资产

JAPEX 继续取得挪威海上矿区权益，并在 Alve Nord 等项目实现生产启动。挪威项目的特点之一，是成熟油气区附近已有输送和处理基础设施，若资源发现和开发顺利，可以缩短从发现到现金流的距离。

但非运营权益也意味着 JAPEX 对开发节奏、成本和作业决策的控制力有限。海外组合因此同时包含“自营能力成长”和“参与成熟运营商项目”两类风险收益结构。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | JAPEX 的竞争对象不是一家同行，而是全球资本和资源机会

上游 E&P 竞争的是矿权、并购资产、钻井服务、人才、资本和市场时机。INPEX、国际石油公司、北美独立油气公司以及各类私募资本都可能竞购同一类资产。

因此真正的竞争优势不是“日本公司”身份，而是能否以合理价格买到资源、理解地质、控制开发成本并在周期中保持融资能力。

04.2 | 国内基础设施构成真实但区域性的壁垒

国内气田、管线、LNG 基地和气电设施具有位置、许可、建设周期和客户连接上的壁垒。新进入者很难在短时间复制一整套网络。

但这类资产的经济回报仍取决于利用率、燃料成本、合同结构和日本能源需求。基础设施难复制，并不自动等于高利润率。

04.3 | 政府持股让 JAPEX 同时具有“上市公司”和“能源政策资产”两种属性

截至 2026 年 3 月底，经济产业省持有约 37.84% 股份，是压倒性的第一大股东。

这可能带来国家能源安全、资源外交和长期项目获得方面的关系优势，也意味着少数股东不能把公司完全理解成纯粹以短期财务回报为唯一目标的民营资源公司。

研究上应把这种结构视为治理条件：它既可能提供稳定性与战略资源，也可能使资本配置承载政策目标。

05 | 护城河判断

JAPEX 的护城河不是品牌或消费网络，而是资源开发能力、长期许可/合作关系、地下技术、国内气体基础设施和融资能力的组合。

国内基础设施具有较高重置成本，E&P 的地质和项目执行能力也需要多年积累。CCS 进一步利用同一套地下能力，使传统油气技术不至于在能源转型中完全失去用途。

但上游资源最终仍是价格接受者。油价、气价、税制和项目成本可以让同一套技术在不同周期产生完全不同的股东回报。因此护城河更准确的定义是：

JAPEX 有较强的“找到、开发、输送和变现地下能源/储层”的能力壁垒，但没有脱离商品周期持续获得高经济租金的定价权。

当前对护城河的最大检验，是公司能否把这种能力复制到美国、挪威和 CCS，而不是仅依靠历史国内资产。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2027 财年 Q1 说明利润仍然高度周期化

Q1 销售约 651.14 亿日元，营业利润约 62.02 亿日元，同比下降约 62.9%；经常利润约 57.73 亿日元，同比下降约 72.3%；归母净利润约 32.40 亿日元，同比下降约 79.4%。

集团仍然盈利，但下降幅度很大。原因包括原油销售量变化、勘探费用增加、替代 LNG 采购成本上升，以及权益法收益和衍生品等项目变化。

这不是一家可以用单季度利润率外推十年的公司。

06.2 | I/U 业务暴露了“垂直一体化不等于自动对冲”

Q1 海外 E&P 和国内 E&P 仍贡献正营业利润；I/U 却从上一年同期较高利润转为约-4 亿日元。替代 LNG 成本是最重要的负面因素之一。

当燃料采购、LNG 基地、天然气和电力销售都在同一集团时，垂直一体化确实增加变现路径；但如果合同不能完全把突然上涨的燃料成本传给客户，风险会沿着这条链直接传入利润。

因此“有下游电力业务所以天然对冲上游/燃料风险”是错误的简化。

06.3 | 经营现金流仍强，但投资现金流已经进入重投入阶段

2026 财年经营现金流约 1,030 亿日元，而投资现金流约-2,005 亿日元，现金余额从上一期的约 1,409 亿日元下降到约 500 亿日元。

2027 财年公司预测经营现金流约 810 亿日元、投资现金流约-740 亿日元、融资现金流约+400 亿日元；期末现金预计约 970 亿日元。

这意味着公司并不是现金生成突然消失，而是资本使用方式发生了改变：过去厚现金开始被用于并购和成长投资，同时外部融资上升。

06.4 | 杠杆仍可控，但趋势比静态水平更重要

公司预测 2027 财年末有息负债约 970 亿日元，上期约 372 亿日元，债务/EBITDA 约 1.1 倍。9 月又确定首期无担保公司债发行条件。

1.1 倍本身不算激进，但在未来仍有大额 E&P 和 CCUS 投资承诺的情况下，更重要的是未来债务增长速度与新资产自由现金流的匹配。

如果 Verdad/Fundare 快速贡献现金，杠杆可以被产量增长消化；如果开发成本上升或油价回落，债务就会从“提高资本效率”变成“放大周期风险”。

06.5 | 本期净利润含大额特别收益，不能用表面 PER 替代正常化盈利

公司本期存在事业转让收益、投资有价证券出售收益等大额特别项目。它们是真实的股东价值事件，但不是每年重复的油气经营利润。

因此估值要把“资产变现创造的一次性现金”和“可以重复的经营盈利”分开。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 政府 37.84%持股是治理结构的核心事实

经济产业省截至 2026 年 3 月底持有约 9,716 万股、占 37.84%。其他主要机构股东持股远低于这一比例。

这意味着公司在能源安全、国内资源和政策项目上可能具有普通民营企业没有的长期视角与关系资源，但少数股东也应承认：部分投资可能同时承担政策目标，不能默认所有资本配置只以短期股东回报最大化衡量。

07.2 | 新经营计划对资本成本的表达比过去更明确

公司明确上调对股东资本成本和 WACC 的认识，并设置 ROIC 目标。管理层还通过项目投资委员会、资产组合重组等方式把资本效率放入治理框架。

这比只宣布销售/产量增长目标更重要，因为资源公司最容易发生的价值破坏就是在高油价和高现金阶段过度收购。

但框架是否有效，最终仍要看收购价格、项目后续投资和自由现金流结果。

07.3 | 英国 Seagull 退出显示公司愿意卖掉风险收益恶化的资产

公司此前出售英国相关子公司，披露理由包括开发资本开支增加及英国税制环境变化。资产出售本身不是一定正确，但至少说明组合并非只进不出。

如果这种纪律能同样用于美国和 CCS——当回报低于资本成本时减投或退出——治理质量会更有说服力。

08 | 资本政策

08.1 | 分红政策提供底线，但当前更大的资本问题是成长投资

公司自 2026 财年起把股东回报基本方针调整为合并派息率约 30%，并设置年分红最低 40 日元。2027 财年当前计划年股息 45 日元。

这给股东一个现金回报底线，但以 9 月 18 日收盘 1,929 日元计算，45 日元股息对应收益率约 2.3%，并不是当前投资逻辑的核心。

真正决定股东价值的是 1.5 万亿日元长期投资能否产生高质量回报。

08.2 | 资产出售与并购同时发生，资本组合正在重写

JAPEX 出售英国项目、出售部分投资有价证券，同时大额收购美国资产，并继续投入挪威和 CCS。

这不是简单“去杠杆”或“加杠杆”，而是把资本从旧资产转向管理层认为回报更高的新资产。

判断这套资本政策要看三条：买入价格是否保守、后续开发资本是否被控制、项目现金回收是否达到目标 ROIC。

08.3 | 未来股东回报增强依赖核心资产形成进度

公司长期计划表达了在核心资产组合形成后进一步强化股东回报的方向，并保留根据盈利和投资进度提前增强回报的可能性。

这意味着股东当前实际上把部分现金回报让位给成长投资。只有新资产创造的每股价值高于被延迟的分红/回购价值，这个选择才成立。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.8 倍左右 PBR 有折价，但折价不是免费午餐

9月18日收盘 1,929 日元，公开市场数据显示 PBR 约 0.8 倍。账面折价看起来有吸引力，但资源企业的账面价值并不自动等于可实现价值。

储量、油价、未来开发成本、税制、弃置义务和资本开支都会改变资产经济价值。更重要的是，公司正在把更多资金投入新项目，所以未来账面资本的质量取决于投资回报。

09.2 | 表面约 7 倍后半 PER 被特别收益压低

公开预测 PER 约 7 倍后半，但本期净利润包含事业转让和投资有价证券出售等大额特别收益。

如果把这些一次性收益当成正常化利润，会夸大便宜程度。

更有意义的估值问题是：在正常资源价格、剔除大额特别收益后，海外 E&P 与国内基础设施能产生多少可持续税后利润和自由现金流，以及公司为了这些现金流投入了多少资本。

09.3 | 当前安全边际来自“资产折价+增长选择权”，同时被资本执行风险抵消

正面是 PBR 仍低于 1 倍、国内基础设施和资源资产具有真实价值，美国并购还提供产量增长选择权。

负面是股价已经从 2020—2021 年低位显著重估，2026 年还一度升至 2,819 日元。市场并非完全没有看到能源价格与海外增长逻辑。

因此当前更像“有折价但需要验证回报”的状态，而不是单纯深度价值。

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。

Owner 图后绑定说明：本次 Review 的 Research / Technical 在无 Owner 图条件下完成；本图是在该 Review 冻结后按同一 Review 身份补绑定，仅用于最终公开展示。文中关于“未继承/未分配 Owner Media”“无图”或 text-only 的表述均描述研究冻结时点，不代表最终页面仍无图；Research Truth、Technical、Score、Review 日期与历史身份均未因此改变。

10.1 | Technical Question：2026 年的历史高点是新长期状态，还是高能脉冲后的回落

按 2024 年 1 拆 5 后的可比价格观察，JPEX 2007 年曾达到约 1,926 日元，2008 年迅速跌到 600 日元附近，此后十多年大部分时间在约 300—1,000 日元之间运行。

2020 年最低约 308 日元后，长期路径发生明显变化：2021 年低点约 342、2022 年约 465、2023 年约 718、2024 年约 985。2025 年虽然一度跌到约 893，但年末又回到约 1,570。

2026 年 3 月价格最高升到约 2,819，明显突破此前长期历史高位；随后 7 月最低又回到约 1,561，9 月 18 日收在 1,929。

所以当前真正的问题不是“有没有突破过”，而是：经历 44% 左右的深回撤后，价格还能否在远高于 2010 年代旧区间的位置反复组织。

10.2 | 旧低位运行规律已经明显失去控制

2010 年代价格多次回到 400—800 日元一带，说明旧的长期价格吸引区对价格有很强的重新吸收能力。

2021—2025 的路径却逐步抬高了年度低点、年度收盘和主要运行区间。即使 2025 出现明显回撤，也没有重新回到 2020 年 300 日元附近，随后还快速回到 1,500 日元以上。

这不是单次突破，而是多年价格重心迁移。旧的 300—1,000 日元体系已经明显弱化。

10.3 | 但新状态仍没有完成确认：2026 回撤太深，2,819 仍是一段高能记忆

从 2,819 回落到 1,561，回撤约 44.6%。如果新状态已经非常稳定，通常不希望看到如此深的快速回撤。

正面在于，回撤终点仍远高于 2020—2023 的大部分历史区域，随后约两个半月又回到 1,900 日元附近。负面在于，新高后的价格还没有经历足够多轮“离开—回抽—保留—再扩张”来证明 2,000 日元以上已经成为稳定运行区间。

当前可把 1,500—1,650 日元附近看作这一轮更高状态的重要下沿记忆；1,900—2,000 日元附近同时是旧历史高点和当前重组区域；2,819 日元则仍是一段高能脉冲留下的上方记忆。

10.4 | 恢复速度在变快，但不能把不同能源周期机械比较

2020 年低点后，价格用了数年才稳定回到 1,000 日元以上；2025 年跌到约 893 后，在当年内已经回到 1,500 日元附近；2026 年 7 月 1,561 附近低点到 9 月约 1,900 也只用了数月。

恢复时间明显缩短是有价值的结构证据，但不同阶段的油价、地缘政治和公司事件并不相同，因此不能把恢复半衰期做成机械指标。

结论应保持在较稳妥的层级：负向冲击后的重新吸收能力比旧周期更强，但价格仍然高度受能源宏观冲击影响。

10.5 | 价格领先于财务兑现，当前属于“Price-led”状态

2026 年价格在 3 月先冲到历史高位，而之后公布的 Q1 营业利润却同比大幅下降；Fundare 等新增资产的利润贡献也尚未完全兑现。

9 月中旬公开市场又清楚显示：油价和中东局势缓和时，JAPEX 会随能源股走弱；紧张升级、油价上行时则迅速得到买盘。

因此当前价格系统仍在交易未来油气价格、地缘政治和海外资产扩张预期，财务结果尚未完全追上。技术与基本面的时序判断是 Price-led / 宏观响应仍强。

10.6 | 当前技术结论与失效条件

当前纯价格状态可以概括为：旧低位运动规律明显失去控制，新高位状态已经形成可信雏形，但经历 2026 年深回撤后仍处于建立过程中。

后续最有价值的确认不是再次碰到 2,819，而是重大回抽仍能在 1,500—1,650 日元以上止住，并在 1,900—2,000 日元上方形成更多可重复运行历史。若重新长期跌回 1,500 日元以下并持续回到 2024—2025 旧区间，新状态判断需要明显下调。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 核心风险

资源价格风险。原油和天然气价格直接改变收入、储量经济性、项目投资回收与并购回报。

美国资产递减与开发资本风险。页岩/致密油气资产需要持续钻井维持产量，初始产量高并不等于长期自由现金流高。

LNG 采购与地缘政治风险。2026 年波斯湾供应链已经提供真实样本：替代 LNG 可以保障供应，却可能显著提高成本并压低 I/U 利润。

大规模资本配置风险。未来十年投资约 1.5 万亿日元；如果项目回报低于约 8% WACC，即使产量和销售增长，股东价值也可能被稀释。

CCS 商业化风险。技术邻接真实，但收入机制仍依赖政策、碳价、补贴、储存费率 and 责任制度。

政府持股治理复杂性。国家能源安全和普通股东资本效率可能大部分时间一致，但并非天然完全一致。

11.2 | 主要催化剂

Verdad 生产和自由现金流达到或超过收购假设；Fundare 按计划完成交易并兑现公司预期的利润贡献；挪威新增项目提前或低成本投产；油气价格维持有利区间；LNG 替代采购成本正常化使 I/U 利润恢复；CCS 获得更明确的收费/政策框架；资本支出进度低于预算而项目现金流高于预算；在核心资产形成进度允许时提前强化股东回报。

12 | 反常识发现

12.1 | 电力不是天然对冲器，反而可能成为 LNG 采购风险的传导器

Power44 临时研究方向最有价值的发现，不是“JAPEX 也卖电”，而是它的电力经济结构。

JAPEX 自己采购与销售电量对应的 LNG，通过 FGP 的 tolling 结构把燃料换成电力，再卖给客户。这样做能把 LNG 基础设施转化成电力销售收入，也能提高客户变现路径。

但 2027 财年 Q1 恰好说明：当 LNG 采购突然变贵，而售价或合同不能同步完整转嫁时，垂直一体化不会自动对冲风险，反而把燃料冲击直接送进 I/U 利润。

因此电力的正确定位是：真实而重要的资产变现接口、客户渠道与能源组合工具，同时也是燃料采购风险的利润传导通道。

12.2 | JAPEX 正在主动放弃“现金很多所以安全”的旧投资逻辑

过去低 PBR、厚现金和国内成熟资产可以形成很直观的下行保护。

现在公司主动用现金、债务和未来经营现金流购买海外增长资产。这个变化并不必然变差；如果新项目 ROIC 显著高于 WACC，资本效率反而会提高。

但投资逻辑已经改变：未来的安全边际越来越来自项目回报和资产组合纪律，而不是静态现金余额。

12.3 | CCS 最有价值的地方首先是“技术邻接”，不是当前利润

JAPEX 并非从零跨界做一个陌生绿色业务。地下储层评价、钻井、注入和监测都与其 E&P 能力相邻。

这降低了能力迁移风险，却没有消除商业模式风险。CCS 能否创造高回报，需要收费机制、政策与责任边界共同成熟。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | Verdad 实际自由现金流而不是产量口号

跟踪产量、井位、递减速度、钻井/完井成本、单位运营成本、对冲和资本开支。最关键的问题是：收购后每投入 1 日元资本，能留下多少税后自由现金流。

13.2 | Fundare 完成交割后的真实利润桥

公司预计本期贡献 10 亿日元以上营业利润、2028 财年全年约 150 亿日元。交割完成后，要把实际产量、费用、开发投入与这组假设逐项对照。

13.3 | I/U 业务能否从 LNG 冲击中恢复

当前最重要的公开 UNKNOWN 之一，是电力销售、FGP 相关收益、国内气/LNG 等在 I/U 内部的单独利润与客户合同结构披露有限。

下一次优先寻找：替代 LNG 成本何时消失、成本转嫁程度、I/U 季度营业利润恢复速度，以及电力销量下降是否只是调度/采购周期还是需求变化。

13.4 | 资本回报目标的实际兑现

公司已把 WACC 约 8%、长期 ROIC 10%以上写入计划。未来每次大项目都应问：当前投资回报有没有朝这个目标靠近，还是目标只存在于 2035 年远期表格。

13.5 | CCS 收费与责任框架

真正能把 CCS 从“战略资产”变成“可估值业务”的证据，是明确的储存费率、合同期限、政策支持、资本需求、运营责任和长期泄漏/监测责任。

13.6 | 技术面最有价值的下一条证据

观察未来重大回撤是否仍能保住约 1,500—1,650 日元一带，并在 1,900—2,000 日元以上形成更长的重复运行历史。相比再一次冲高，回抽后在哪里停止更能证明新状态是否成立。

14 | Kabugami Score 评分卡

Score Version：V3.2

Kabugami Score：68.05 / 100

Rating：B+

模块	权重	内部判断	加权贡献	核心理由
财务韧性与下行防御	13	75/100	9.75	经营现金流和资产基础仍有韧性，当前债务/EBITDA 不高；但扩张期有息负债与资本承诺明显上升。
竞争优势与结构耐久性	14	65/100	9.10	地下技术、国内气体/LNG 基础设施和长期项目关系真实；但上游资源缺乏定价权，经济回报仍受商品周期控制。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	60/100	10.20	经营现金流能力真实，但利润高度周期化，Q1 显著下滑且本期净利润含大额特别收益，未来资本回报尚待证

				明。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	70/100	7.70	E&P、天然气/LNG、电力和基础设施形成多条变现路径；同时暴露于油气价格、LNG 物流和地缘政治。
估值与安全边际	15	70/100	10.50	PBR 仍低于 1 倍且拥有真实资源/基础设施资产，但表面 PER 受特别收益压低，大规模新投资降低了静态资产折价的确定性。
资本配置与股东回报	10	65/100	6.50	30%派息率与最低分红、资产退出、ROIC/WACC 目标是正面；1.5 万亿日元投资计划带来收购价格和执行风险。
治理、所有权与管理层	7	65/100	4.55	资本成本与组合管理框架进步明显；经济产业省 37.84%持股带来稳定与战略资源，也增加政策目标与少数股东目标之间的复杂性。
Kabugami 技术结构	13	75/100	9.75	旧低位运行规律已明显弱化，2021—2026 长期价格重心抬升；但 2026 高点后的 44%深回撤说明新高位状态仍未完全建立。
合计	100		68.05	B+：结构改善和成长资产真实，但资本回报证明仍落后于投入速度。

评分中的 Technical 贡献来自完整纯价格 Technical Synthesis，不来自公开月线图、单一指标或基本事件。

15 | 来源与合规

15.1 | Compliance / 风险披露

本报告为公开资料基础上的研究记录，不构成任何形式的投资建议、证券推荐、收益保证或投资招揽。资源类公司的未来盈利对原油/天然气价格、储量、生产递减、汇率、地缘政治、钻井/开发成本及政策变化高度敏感；文中估值、利润与长期计划均可能因这些变量发生重大变化。

报告中的判断、Kabugami Score、Rating 和 Action 是基于 2026-09-19 这一 Review 时点可合理获得的信息形成的研究结论。2026-09-18 为本报告使用的最新完整东证交易日价格观察点；没有把 9 月 19 日尚不存在的日本现货交易数据当作完成价格证据。

Power44 的“电力销售业务角色”只作为本轮 Open Discovery 的起始高信息价值问题。研究在发现海外 E&P 资本回报对股东结果更关键后，已回到公司本身的最高 VOI 问题；电力没有被赋予额外权重、固定章节、评分加成或结论方向。

本轮未能在既有 Review-specific Owner Media 合约下安全确认 1662 所对应的精确 Owner Image 身份，因此没有猜测或按附件序号绑定图片。图表缺失不影响 Technical Research；Technical 结论来自真实长期市场历史。

15.2 | 主要一手来源

1. JAPEX | IR 信息与最新决算资料

<https://www.japex.co.jp/ir/>

2. JAPEX | 2027 年 3 月期第 1 四半期决算说明资料（2026-08-06）

https://www.japex.co.jp/news/uploads/pdf/JAPEX20260806_1Q202703_Explanatory_j.pdf

3. JAPEX | 经营计划

<https://www.japex.co.jp/company/management/managementplan/>

4. JAPEX | 电力业务

<https://www.japex.co.jp/business/electricity/>

5. JAPEX | 福岛天然气发电站 / tolling 结构

<https://www.japex.co.jp/business/electricity/fgp/>

6. JAPEX | 中东局势紧张对业绩影响（2026-04-17）

https://www.japex.co.jp/news/detail/20260417_01/

7. JAPEX | Verdad Resources 收购完成（2026-02-27）

https://www.japex.co.jp/en/news/detail/20260227_01/

8. JAPEX | Fundare 美国油气资产收购（2026-08-06）

https://www.japex.co.jp/en/news/detail/20260806_05/

9. JAPEX | 挪威 E&P 许可证扩张（2026-04-20）

https://www.japex.co.jp/news/detail/20260420_02/

10. JAPEX | Alve Nord 生产开始 (2026-08-28)

https://www.japex.co.jp/news/detail/20260828_01/

11. JAPEX | 苫小牧 CCS 项目公司设立 (2026-07)

https://www.japex.co.jp/en/news/detail/20260713_01/

12. JAPEX | 英国子公司/Seagull 相关资产退出

https://www.japex.co.jp/news/detail/20250324_01/

13. JAPEX | 现金流数据

<https://www.japex.co.jp/ir/figure/cf/>

14. JAPEX | 分红政策变更

https://www.japex.co.jp/news/detail/20250513_05/

15. JAPEX | 股式信息 / 大股东

<https://www.japex.co.jp/ir/stock/stockinfo/>

16. JAPEX | 苫小牧制钢所 Virtual PPA (2025-09-16)

https://www.japex.co.jp/news/detail/20250916_01/

15.3 | 市场与价格历史来源

17. Yahoo!ファイナンス | 1662 石油資源開発 株价・估值・日线

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/1662.T>

18. 株探 | 1662 年次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/1662/historical_prices/yearly/

公开价格历史按公司 2024 年 1 折 5 后的可比口径理解。Technical Research 使用完整交易日和长期价格生命史，不用未完成日/月 K 作为 settled confirmation。

15.4 | 研究边界与未解决问题

以下问题在当前公开资料下仍保留为 Research Debt，而不是用推测填空：

- 电力零售、FGP 相关收益、天然气/LNG 等 I/U 内部业务的独立利润率、客户集中度和合同价格转嫁条款；
- Verdad 收购后逐井递减、单位开发成本、对冲和真实自由现金流是否达到收购假设；
- Fundare 完成交割后实际产量与 2028 财年约 150 亿日元营业利润预期之间的兑现程度；
- CCS 的长期储存费率、政策补贴、责任边界与项目 ROIC；
- 经济产业省 37.84%持股下，国家能源安全目标和少数股东资本回报在未来大项目中的实际取舍。

这些 UNKNOWN 已进入下一次 Review 的优先研究入口；它们没有被评分或公开表达偷偷改成确定事实。

Publication continuity：本轮形成 1662 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；后续公开交付只走既有 Single Report → WordPress → Permanent / Gateway / PDF / Timeline / SEO-GEO 路径，不创建第二发布路径。

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 3875 --

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。