

9052 山陽電気鉄道株式会社 (Sanyo Electric Railway Co., Ltd.)

Kabugami V3.2 61.8/100 · B

这家公司是做什么的

山陽電気鉄道主营神户西部、明石至姫路一带的铁路运输，同时经营巴士、出租车、百货零售、房地产开发与租赁，以及须磨浦等休闲服务。

最近亮点

2027年3月期第一季度收入101.42亿日元、营业利润16.37亿日元，同比分别增长6.6%和22.6%；但增长几乎全部来自房地产交房与土地出售，铁路营业利润反而下降28.1%。公司全年营业利润指引仍为44.7…

资料截止 2026-09-16 · 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	2026-09-16
研究规则版本 SHA	bcef4bc9c3fa695aa69e13a90cebcd5d4bb8be8a
评分版本	V3.2
发布源 SHA	4f6c5fc809be4d60d0149e458b327e5ef14b541d
交付代码版本 SHA	4f6c5fc809be4d60d0149e458b327e5ef14b541d
交付运行时指纹	1c2095063d37fb36f297228359a3bc15563ecd46d37f3457727f3481a1d9368

先看研究要点

为什么值得研究	铁路网络、长期经营资产和约 48%的权益比率提供稳定底盘；房地产已经是集团最大利润来源，公司又明确提出缩减政策持股、提高分红率并在资本成本框架下扩张房地产，存在把厚资产转成更高股东回报的现实路径。
最需要担心什么	2026—2028 计划收入目标增长近 20%，营业利润目标却只增长约 3%；铁路利润受人工与安全维护成本挤压，房地产增长依赖交房、土地出售、库存与负债扩张。若新增资本回报低，低 PBR 可能只是低 ROE 和资本密集度的合理折价。
Kabugami 现在怎么看	9052 真正的投资问题不是“铁路会不会恢复”或“0.7 倍 PBR 够不够便宜”，而是公司能否把铁路的稳定现金流与现有资产基础，转成一套资本回报更高的房地产与股东回报体系。当前管理层已经改变方向，但执行证据仍不足：利润增长更依赖房地产资产周转，ROE 仍只有 6%—7%附近，政策持股缩减和回购尚未形成足够的实际结果，月线价格也仍停留在多年低位整理区。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 增长引擎已经从铁路转向房地产

如果只看公司名称，9052 很容易被理解为一只典型私铁股：客流稳定、票价受监管、资产厚、增长慢。2026 年以后，公司自己的计划已经把这个旧理解改了一半。

2026 年 3 月期集团收入 401.32 亿日元、营业利润 44.78 亿日元。其中铁路等运输业务收入 212.84 亿日元、营业利润 16.45 亿日元；房地产收入只有 58.20 亿日元，却贡献 23.24 亿日元营业利润。按各分部营业利润简单相加，房地产已经贡献约 52%的分部利润，而运输约 37%。

更重要的是 2026—2028 中期计划。公司把 2028 年度集团收入目标设为 480 亿日元、营业利润 46 亿日元；收入比 2025 年度实绩增加近 20%，营业利润却只增加约 3%。分部目标更直白：运输营业利润目标降至 8.5 亿日元，房地产则升至 30 亿日元。也就是说，管理层并没有假设铁路会重新成为利润增长引擎，而是主动把铁路定义成稳定基础，把未来增量押在房地产。

这使本轮真正的问题变成：

房地产扩张能否创造高于资本成本的增量回报，并通过分红、回购和资产优化传到每股价值；还是公司只是用更多土地、库存和负债，把低回报铁路集团变成一个更大的低回报资产集团？

01.2 | 第一季度已经给出一半答案，也暴露另一半问题

2027 年 3 月期第一季度收入同比增长 6.6%，营业利润增长 22.6%，表面看起来是明显加速。但拆开以后，运输收入增长 2.3%，营业利润却下降 28.1%，公司明确提到人工成本上升。真正拉动集团利润的是房地产：收入增长 54.0%，营业利润增长 92.4%，原因包括公寓交房和土地出售。

这说明公司设定的“铁路稳定、房地产增长”路径并不是空话，房地产确实能在集团层面迅速贡献利润；但同时也说明利润质量正在变得更依赖项目交付和资产处置时点。土地出售可以释放价值，却不是每个季度可重复的经营收入。

因此本轮不能把 Q1 营业利润增长直接当作结构改善完成。更准确的判断是：增长引擎已经切换，但新的资本回报模式仍在验证期。

01.3 | 当前结论：有资产、有路径，但还没有足够高的资本效率

2026 年 3 月期 ROE 为 6.8%。公司在资本成本说明中估计股权资本成本约 5%，意味着当前回报并非明显低于成本，但安全垫很薄。与此同时，2026—2028 三年计划投资额从前一周期的 234.58 亿日元提高到 360 亿日元，有利子负债/EBITDA 目标允许从 5.2 倍升到“6 倍台”。

这不是一套“收缩资产、快速提 ROE”的计划，而是一套边扩张、边优化、边提高股东回报的计划。它能否成功，取决于新增房地产资本的真实回报、政策持股释放速度、铁路成本控制和分红/回购纪律能否同时成立。

所以当前 Action 为 WATCHLIST。低 PBR 提供了观察价值，但尚不足以把“便宜”升级成高确信投资结论。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 铁路不是唯一生意，但仍是整个集团的物理底盘

山陽電気鉄道の铁路营业里程约 63.2 公里，连接神户西部、明石、加古川、姬路，并通过阪神地铁方向的直通运行进入神户三宫和大阪梅田。对沿线居民而言，铁路不是可随意复制的普通服务，而是嵌入通勤、城市开发和商业节点的长期基础设施。

铁路的经济特征也很清楚：需求相对稳定、固定资产重、安全投入刚性、票价调整受制度约束。它更像稳定现金流基础，而不是高增速业务。集团围绕这些车站和客流进一步发展巴士、百货、房地产和休闲业务，因此铁路还承担“把人、土地和商业节点连在一起”的平台作用。

02.2 | 真正的利润池已经转移到房地产

2026 年 3 月期房地产分部营业利润 23.24 亿日元，高于运输的 16.45 亿日元。公司计划继续扩大公寓开发、收益型不动产、物流设施、酒店和资产管理，并明确提出在传统沿线以外扩展到大阪、京都等关西地区以及其他主要城市。

这使集团从“私铁附带地产”逐步变成“双核心资产经营”：铁路提供稳定的区域入口和现金基础，房地产负责增量利润和资本回报。

但这也意味着研究不能只问“房地产利润有没有增长”，还必须问：开发库存需要多少资金、项目出售是否只是把资产升值一次性兑现、租赁资产的收益率能否超过融资和股权资本成本，以及资产周转以后现金是否真正回到普通股东。

02.3 | 百货和休闲更像区域生态，不是主要价值引擎

山陽百貨店、便利店、須磨浦山上游園等业务可以加强车站周边消费和区域品牌，但当前规模和利润贡献都明显低于运输与房地产。它们的战略意义更多在于提高沿线吸引力、补充客流和参与姬路站前区域再开发，而不是独立决定集团估值。

因此 9052 的长期股东价值，仍主要取决于三件事：铁路底盘是否稳定、房地产资本是否高效、资本配置是否把两者产生的现金合理分配。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 铁路需求分散，没有单一大客户，但面临长期人口约束

集团没有单一客户贡献超过合并收入 10%。运输业务面对的是大量通勤、上学、旅游和日常出行需求，因此不存在制造业常见的单一客户流失风险。

真正的需求风险来自人口结构。姬路市官方推计显示，2050 年人口相较 2020 年可能减少约 18.9%，劳动年龄人口下降更明显。对于一条长期覆盖姬路—明石—神户西部的私铁，这意味着“客流自然增长”不能成为长期基本假设。

另一方面，明石等区域人口韧性、神户机场与姬路旅游联动、阪神直通大阪，以及沿线开发仍可部分抵消人口下降。最合理的长期基线不是客流持续扩张，而是成熟需求 + 票价/服务优化 + 城市开发提高每位乘客的经济价值。

03.2 | 铁路最大的“供应依赖”其实是人工、能源和安全资本

2025 年票价调整的官方说明明确提到电费、材料价格和人工成本上升。2027 年第一季度运输利润下降也再次证明，人工成本并不是一次性问题。

铁路设备、车辆、变电站、无障碍设施和安全系统都需要持续投入。公司 2027 年计划中的重要设备投资包括车站无障碍化、车辆替换、变电设备更新等。这样的投资不能简单删掉，因为它们是维持特许经营和安全信誉的必要成本。

因此铁路的护城河与成本刚性来自同一个物理结构：别人难以复制一条铁路，但公司自己也不能低成本地停止维护它。

03.3 | 房地产的关键“供应链”是土地、资本和项目周期

房地产增长不是轻资产扩张。2027 年第一季度，分售土地和建筑库存由约 52.19 亿日元升到 71.74 亿日元；长期借款也从 307.30 亿日元升到 321.33 亿日元。这说明开发规模扩大已经在资产负债表留下痕迹。

如果未来交房顺利、项目毛利合理，库存增长是利润前置；如果需求、售价或融资环境转弱，同一批库存会同时压住现金、增加利息负担并降低资本回报。

所以研究房地产必须把利润、库存、负债、回款和项目回报率放在一条链上，而不能只看销售额。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 铁路网络壁垒真实，但不是没有替代品

山陽电铁拥有长期铺设的轨道、车站、运营牌照和与阪神体系直通的网络能力，这些基础设施难以复制。对沿线短中距离出行，这构成真实进入壁垒。

但壁垒不等于无竞争。沿线同时存在 JR、巴士、私家车等替代方式；人口减少时，交通运营商之间争夺的可能是一个不增长甚至缩小的总需求池。公司能否靠直通大阪、舒适性、票价和沿线开发保持吸引力，比“铁路天然垄断”更重要。

本轮公开资料没有提供足够细的沿线分区交通份额和票价弹性，因此不能把铁路护城河写成绝对定价权。这是保留的 Research Debt 之一。

04.2 | 阪神电铁既是产业伙伴，也是重要股东

阪神电气铁道持有 9052 约 17.4% 股份，是第一大股东。双方又存在直通运行关系。这种资本与运营联系增强了山陽网络接入神户、大阪核心区的价值，也使产业合作比普通铁路公司间的联运更深。

同时，关西电力系不动产等关系股东也存在于前十大股东中。这样的稳定股东结构有利于长期基础设施经营，但也意味着公司并不是一个高度分散、激进追求资本效率的股权结构。

04.3 | 房地产竞争优势更多来自资产与本地执行，而不是品牌垄断

房地产面对的竞争与铁路完全不同。公司拥有沿线土地、站前节点、区域行政合作和长期开发经验，这些在明石、姬路等地具有信息与执行优势；但一旦公司把增长范围扩大到大阪、京都和其他城市，它就会进入竞争更充分的房地产市场。

因此房地产的护城河不能从铁路护城河直接外推。真正需要验证的是拿地纪律、项目周转、租赁资产收益率和资本成本管理。公司已经开始把项目判断与资本成本挂钩，这是正确方向，但公开资料尚未披露足够的项目级 IRR/ROIC 来证明结果。

05 | 护城河判断

05.1 | 最强护城河是不可复制的网络，不是高利润率

铁路基础设施、历史运营权、车站位置和长期安全信誉，构成 9052 最清晰的结构优势。它能降低经营归零风险，并让公司拥有长期稳定的区域现金流入口。

但护城河的经济价值取决于“能够赚多少超过资本成本的回报”。如果安全投资、人工成本和人口下降长期吞掉大部分利润，网络仍然很重要，却不一定对应高 ROE。

所以 9052 属于生意稳定性强于资本回报强度的公司。这个区别解释了为什么公司可以长期存续、资产很厚，但市场仍只给约 0.7 倍 PBR。

05.2 | 房地产是修复回报的机会，也可能稀释铁路护城河的确定性

如果公司把沿线资产优势转成高回报开发，并把经验复制到更大区域，房地产能够成为提升集团 ROE 的第二层优势。

但越离开传统沿线，越不能依赖铁路网络本身作为护城河。新的竞争优势必须来自开发能力、资产选择和资本纪律。当前证据足以支持“有能力做”，还不足以证明“能长期做得比资本成本更好”。

因此护城河模块给出中上而非高分：底盘真实，增量回报仍待证明。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 五年现金流为正，但资本密度很高

2022—2026 财年营业现金流分别约 61.42 亿、51.58 亿、85.07 亿、58.98 亿和 80.20 亿日元，五年累计持续为正。这符合铁路和成熟服务集团应有的现金生成特征。

但投资现金流长期为负，2026 财年资本开支约 69.14 亿日元；2027 财年重要设备与项目投资计划进一步达到约 114.33 亿日元。未来三年集团投资总额计划为 360 亿日元，而三年营业现金流目标约 310 亿日元。缺口需要政策持股出售、房地产资产周转或新增负债来补。

因此这不是一只“赚到现金以后大部分可自由分配”的轻资产公司。营业现金流很重要，但大量现金要先维持铁路和支持房地产扩张。

06.2 | 资产负债表不脆弱，但杠杆方向正在上升

2026 年 3 月期权益约 622.28 亿日元，总资产 1,303.01 亿日元，权益比率 47.8%；第一季度升到 48.7%。这给公司提供了不错的资产负债表缓冲。

但有利子负债约 425.25 亿日元，中期计划允许有利子负债/EBITDA 从 5.2 倍上升到 6 倍台。第一季度长期借款也继续增加。管理层是在“有一定余力”的基础上主动加大投资，而不是去杠杆。

这对普通股东的含义很简单：如果新增房地产项目回报高于资金成本，杠杆能提升每股价值；如果项目回报接近或低于资本成本，厚资产会变成更厚的低回报资产。

06.3 | ROE 刚刚超过公司估计的股权资本成本，尚不构成强回报

2026 财年 ROE 为 6.8%。公司自己的资本成本说明估计股权资本成本约 5%，因此经营并非明显价值破坏，但两者差距有限。

用一个只作方向判断的粗略代理：权益 622.28 亿 + 有息负债 425.25 亿 - 现金 78.05 亿，得到约 969 亿日元资本基数；2026 财年营业利润 44.78 亿日元按约 30% 税率粗略转成税后营业利润，约 31 亿日元，对应约 3% 左右的税后经营资本回报。这个计算不是公司正式 ROIC，也没有处理土地重估、租赁和分部资本差异，只说明为什么市场不会仅因 PBR 低就自动给高估值。

真正值得跟踪的是：未来房地产扩张后，集团 ROE 和每股自由现金流能否明显高于今天，而不是总资产和营业收入先变大。

06.4 | 第一季度利润质量需要把土地出售单独看

2027 财年第一季度集团营业利润同比增长 22.6%，但运输利润下降，房地产利润几乎翻倍，且公司明确列出土地出售为贡献因素。

资产出售不是“假利润”。如果公司主动处置低回报资产并把资本重新配置到更高回报用途，它可以是真实价值创造的一部分。但如果集团需要持续卖地才能维持利润增长，那么正常化盈利能力就低于报表表面。

因此本轮把 Q1 看作资本周转能力的正面证据，同时保留其可重复性不足的限制。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 治理结构正在现代化，但资本效率改善更需要看行为

公司在 2025 年转为设审计等委员会公司，当前审计等委员会由三名董事组成，其中两名为外部董事。形式上看，监督结构比传统监事会模式更集中。

管理层也开始明确使用资本成本、ROE、PBR、政策持股缩减和股东回报语言。这说明低 PBR 已经进入董事会层面的经营问题，而不再只是市场结果。

但治理改善最终要用行为验证：是否真的减少不必要的交叉持股、是否在低估时回购、是否给房地产投资设足够严格的回报门槛，以及不符合资本成本的项目是否会被退出。

07.2 | 第一大股东阪神的 17.4%持股带来稳定，也降低治理的“压力型”特征

阪神电气铁道持股约 17.4%，加上银行、关系企业等稳定股东，股权结构具有长期关系资本色彩。这对需要几十年持续投资的铁路企业并非坏事。

但从少数普通股东视角看，关系资本越强，越需要管理层主动证明资本配置纪律，因为市场不应假设外部股东压力会自动推动激进资产释放。

因此治理评分保持中性偏正：制度和方向改善明确，真正的资本效率结果仍待执行。

08 | 资本政策

08.1 | 分红政策已经变好，但当前收益率并不特别高

每股分红从多年 30 日元提高到 35 日元，再提高到 2026 财年的 50 日元。新中期计划把合并分红率目标设为 35% 以上，并保留根据财务状态实施机动回购的选择。

以 2026 年 9 月 15 日收盘 2,005 日元计算，50 日元股息对应约 2.5% 收益率。它提供了一定持有回报，但并不足以单独补偿低资本效率和执行风险。

08.2 | 政策持股是最重要的可释放资本之一

2026 年 3 月末，公司持有 13 只上市政策性持股，合计账面/市值披露约 128.72 亿日元，约相当于期末权益的 21%。其中包括三井住友 FG、三菱 UFJ、瑞穗、阪急阪神等大型上市公司股票。

公司明确表示会按持有目的、收益风险和资本成本逐年验证，并缩减不再必要的持股。新中期计划也把政策持股出售列为资金来源。

这是 9052 最值得关注的资本政策杠杆之一：如果把低战略价值金融资产变成现金，并用于高回报项目、偿债或回购，可以同时改善资产效率和 PBR 逻辑。

但截至本轮资料截止，没有找到足够大的新增政策持股出售或回购执行证据。因此当前把它视为真实可行的改善路径，而不是已经兑现的价值释放。

08.3 | 最大的资本配置矛盾：一边释放资产，一边把投资额提高到 360 亿日元

公司未来三年计划投资 360 亿日元，其中约 200 亿用于安全、维持和更新，约 160 亿用于增长与人力资本。管理层同时希望通过政策持股出售、房地产资产轮换和适度负债筹措资金。

这个组合没有逻辑错误，但会产生最重要的股东问题：释放出来的资本，最终是回到股东手里，还是重新进入另一个回报一般的重资产项目？

所以资本政策评分不高不低。方向正确，执行结果还没有足够证据。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.69 倍 PBR 很低，但不是突然出现的异常

以 2026 年 9 月 15 日收盘 2,005 日元、公司/市场数据对应 BPS 约 2,901 日元计算，PBR 约 0.69 倍；公司 2027 财年 EPS 指引约 135.3 日元，对应预测 PE 约 14.8 倍；50 日元分红对应股息率约 2.5%。

PBR 看起来很便宜，PE 却并不极端便宜。这种组合通常意味着市场并非怀疑公司会亏损，而是怀疑厚资产能否赚到足够高的回报。

历史上 PBR 从 2017 年前后的高位持续压缩，近年长期在 1 倍以下附近运行，也说明低 PBR 不是一次性市场错价，而是伴随 ROE、资本密度和利润结构变化形成的长期折价。

09.2 | 政策持股提高账面资产，也让“低 PBR”更需要拆开来

第一季度投资有价证券从约 150.17 亿日元升到 173.67 亿日元，其他有价证券评价差额也随市场上涨增加。换句话说，账面净资产的一部分本身来自上市证券价格变化，而不是主营经营资本创造的高回报。

这不是坏资产，但它解释了一个重要现象：账面价值越厚，如果经营利润没有同比例增长，PBR 反而容易继续低。

因此不能简单用“0.69 倍 PBR × 回到 1 倍 = 45% 上涨空间”做估值。真正的重估条件必须是资本效率、现金分配和房地产回报改善。

09.3 | 当前安全边际来自资产稳定性，不来自高增长估值

约 448 亿日元市值对应一个有长期铁路资产、地产利润、政策持股和接近 50% 权益比率的集团，破产或永久资本损失风险并不高，这是估值的正面。

但 14.8 倍预测 PE 对一家公司指引营业利润基本不增长、ROE 只有 6%—7%、未来又要提高杠杆和投资额而言，并非明显错杀。

因此估值模块给 65/100：有折价、有资产保护，但重估需要实际资本效率改善才能成立。

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 | Technical Question：1,800—2,100 日元已经成为底部，还是只是长期下降后的停滞

9052 的完整月线首先给出一个很清楚的历史分界。2012 年前后价格位于长期低区，2013—2017 进入一轮持续扩张，2017 年高点约 3,105 日元；之后价格重新回落，2018 以后逐步回到约 1,800—2,200 日元区域。

2022—2023 出现过一次恢复，2023 年高点约 2,465 日元，但并没有回到 2017 高位，也没有把更高价格长期保留下来。2024、2025 以及 2026 年至今的低点大致都落在 1,800 日元附近，价格不再像 2018—2020 那样持续向下扩张，但上方 2,100—2,200 附近也多次限制恢复。

所以当前真正的问题不是“是不是创新低”，而是：

旧的向下过程已经明显减弱以后，价格有没有能力在 2,200 日元以上形成新的、可重复维持的更高运行区间？

10.2 | Chart Truth：低点稳定了，但高点没有同步抬高

从完整历史看，2017 高点 3,105 日元之后的主要反弹高度总体下降：2018 仍接近 3,000 日元，2023 只到约 2,465 日元，随后 2024—2026 主要运行区间进一步收缩到约 1,800—2,200 日元。

另一方面，最近三年的低点没有明显继续下移。2025 年低点约 1,819 日元，2026 年至 9 月 15 日前的年内低点约 1,850 日元。低点保持说明旧下跌过程对价格的推动力已经明显衰减；但高点没有出现相应的阶梯式抬升，说明新的上行状态也还没有建立。

这是一种典型的旧状态减弱、新状态未完成。它比持续下降健康，但不能把“跌不动”直接翻译成“马上要涨”。

10.3 | Return 与价格重心：2023 的向上离开没有留下足够高度

2023 年价格一度回到 2,465 日元附近。如果那是一次真正的长期迁移，后续回抽应该逐步在更高区域停住，并形成新的价格重心。

实际结果是，2024 以后价格重新回到 2,000 日元附近，2025 和 2026 仍多次测试 1,800 多日元。也就是说，2023 的向上扩张虽然打破了短期低位，却没有让旧的 1,800—2,100 日元区域失去吸收价格的能力。

这使 9052 当前更适合定义为低位稳定后的混合压缩，而不是完成右侧迁移。老的弱势价格规律已经失去一部分控制力，但价格还没有证明自己愿意长期待在更高区域。

10.4 | 月线传感器只支持“收缩”，尚未支持“确认”

Owner 月线图中，2026 年 8 月收盘约 2,040 日元，9 月当前 K 线仍未完成；9 月 15 日已结算收盘为 2,005 日元。当前价格接近月线布林带中部与短期月线均线附近，MACD 仍接近零轴下方，Kabugami Quantum Core 也没有形成足以替代价格事实的独立确认。

这些传感器与价格史表达的是同一件事：波动和动量已经明显压缩，但压缩本身不等于正向能量。真正需要的是价格先证明能离开旧运行区间，并在回抽后保住更高位置。

因此本轮不使用 9 月未完成月线作为任何确认条件。

10.5 | 事件响应：基本面改善尚未被价格结构完全接受

2025 年票价调整、2026 年 3 月期利润改善、2026 年 5 月新中期计划，以及 2027 年第一季度集团营业利润增长，都没有让价格持续突破 2023 年的 2,465 日元恢复高点。

这不是用基本面证明技术面，而是观察已形成价格状态以后，价格怎样响应公开事件。结果显示：市场没有重新把 9052 打回更低的旧弱势区，说明下方稳定性仍在；但正向经营事件也没有留下明显更高的长期价格状态。

因此 Price-Fundamental Timing 更接近基本面方向先行、技术接受尚未完成。当前改善故事已经存在，但价格仍要求资本效率和利润质量拿出更多证据。

10.6 | 当前 Technical State、确认与失效

当前纯价格 Technical State：

低位稳定 / 混合压缩；旧状态持续减弱，但新的更高状态尚未建立。

后续最有信息价值的确认不是某一天突破，而是：

- 月线能够反复运行在约 2,200 日元以上；
- 发生有意义的回抽以后，不再回到 1,800—2,100 日元主要区域；
- 更强的长期确认来自重新突破并保留 2023 年约 2,465 日元区域。

反过来，如果价格长期跌回并明显失守近几年反复守住的 1,800—1,850 日元低位区域，而且恢复速度继续减弱，本轮“旧状态衰减”判断会被显著下调。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险一：房地产把利润做大，却没有把 ROE 做高

公司未来三年的最大增长投入在房地产。如果收入和营业利润增长依赖更多土地、库存和负债，而项目回报只接近资本成本，集团规模会变大，PBR 折价却未必消失。

最应该盯的不是房地产收入，而是项目回款、分部资产回报、集团 ROE 和每股现金创造。

11.2 | 主要风险二：铁路利润被人工、安全和人口趋势持续挤压

第一季度运输利润下降 28.1%，说明成本压力已经进入利润表。长期人口下降又限制自然客流增长。

票价调整可以部分传导成本，但受制度、竞争和社会接受度约束。如果铁路利润持续下降，房地产就必须承担更高的利润增长责任。

11.3 | 主要风险三：资产负债表从“缓冲”变成“增长燃料”

当前接近 50% 的权益比率提供安全性，但中期计划允许债务/EBITDA 升到 6 倍台。若房地产周期、利率和交房节奏同时不利，资产负债表的缓冲会变成融资约束。

11.4 | 催化剂一：政策持股真实缩减并进入股东回报

真正高信息价值的事件不是“再次承诺缩减”，而是大额出售、资金用途明确、回购或分红实际增加。若这一步发生，市场会更容易相信资本成本治理已经从语言变成行为。

11.5 | 催化剂二：房地产高回报项目和资产轮换形成可重复证据

如果未来两三年房地产利润增长不依赖一次性土地出售，而是由高回报开发、租赁和资产管理共同驱动，同时库存和负债周转良好，集团盈利质量会明显提高。

11.6 | 催化剂三：铁路成本稳定或新一轮票价优化

如果人工成本上涨以后，运输利润能够通过票价、自动化、单人运转、客流结构和费用控制重新稳定，铁路作为“现金流底盘”的可信度会提高。

12 | 反常识发现

12.1 | 真正的低 PBR 问题不是“资产被市场忽略”，而是“资产太多、回报太薄”

9052 最容易产生的直觉是：铁路土地、房地产、政策持股都很厚，PBR 只有 0.69 倍，所以市场低估了资产。

深入拆开以后，真正的问题反而相反。公司并不缺资产，甚至政策持股就约占期末权益两成；市场也未必不知道这些资产存在。折价长期存在的核心，更可能是资产增长长期快于利润增长，资本效率没有足够高。公司自己的资本成本说明也承认，PBR 下降与权益积累快于利润增长有关。

这意味着最有价值的催化剂不是再发现一块“隐藏资产”，而是管理层证明资产可以被出售、周转、重配，并让每股利润与现金回报真正提高。

12.2 | 2026—2028 计划不是利润增长计划，而是资本结构重排计划

表面数字是收入从 401 亿增长到 480 亿，容易被理解成成长计划。但营业利润目标只从 44.78 亿升到 46 亿，ROE 仍只目标“6% 台”。

真正发生的是：运输利润主动让位，房地产利润上升；政策持股出售、房地产资产轮换、负债使用、360 亿投资和 35% 以上分红率被放在同一张资本配置图里。

所以这个计划的成败，不能用“收入达没达到 480 亿”判断。更关键的是：这些资本移动以后，每一日元股东资本究竟赚得更多还是更少。

这也是本轮 Research Dividend：9052 的故事不是单纯“私铁复苏 + 低 PBR”，而是一场正在进行、但尚未证明成功的资本结构重排。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 房地产项目级回报仍然是最大的 Research Debt

公司公开了房地产利润目标、投资方向和资本成本框架，但没有给出足够细的项目级 IRR、增量 ROIC 或各类资产收益率。

下一次最值得寻找的证据是：重大新项目的总投资、预期 NOI/利润、出售回报、回收期，以及房地产分部资产增长与利润增长之间的关系。如果分部资本回报明显提高，本轮核心疑问会得到最强正面验证。

13.2 | 政策持股缩减的速度和资金去向尚未量化

公司已经给出缩减原则，但尚缺一份足够明确的三年出售规模或年度资金用途表。

下一次 Review 应直接追踪：上市政策持股余额、大额出售、出售收益、回购、分红、偿债与增长投资之间的资金桥。只有这条桥清楚，才能判断“资产释放”最终是否属于普通股东。

13.3 | 铁路竞争与需求弹性的公开数据仍不足

本轮确认了人口压力、直通网络和票价调整，但公开资料没有给出足够细的区间客流份额、与 JR 等替代交通的价格/时间弹性，以及票价调整后的客流留存。

如果未来披露分区客流、定期/非定期乘客量和票价调整后的量价变化，应优先补上。这会直接影响铁路长期现金流底盘的稳定性判断。

13.4 | 技术面最重要的是回抽位置，而不是一次突破

下一次技术更新优先观察：价格是否真正离开 2,200 日元附近的长期上沿；如果离开，第一次有意义回抽停在哪里。比单日涨幅、金叉或成交量更重要的是旧的 1,800—2,100 日元区域还剩多少重新吸收价格的能力。

14 | Kabugami Score 评分卡

Score Version：V3.2

模块	权重	内部判断	加权得分	主要理由
财务韧性与下行防御	13	70/100	9.10	权益比率接近 50%、铁路现金流和资产基础提供缓冲；但有息负债较高，未来杠杆和投资额上升。
竞争优势与结构耐久性	14	65/100	9.10	铁路网络、运营权、直通体系和区域资产难复制；但人口下降、替代交通和受监管定价限制超额回报。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	55/100	9.35	五年营业现金流持续为正，房地产利润强；但 ROE 仅 6.8%、铁路利润承压，Q1 增长含土地出售，资本效

				率仍偏低。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	65/100	7.15	客户分散、铁路需求稳定、业务组合多元；但房地产依赖土地/融资/项目周期，铁路依赖人工、能源和高额安全资本。
估值与安全边际	15	65/100	9.75	PBR 约 0.69 倍、资产基础厚，提供一定下行保护；但预测 PE 约 14.8 倍并不极低，低 PBR 有低 ROE 的经济解释。
资本配置与股东回报	10	60/100	6.00	分红提高、目标分红率 35% 以上，并承诺政策持股缩减和机动回购；但实际大额缩减/回购证据仍不足，360 亿投资提高执行要求。
治理、所有权与管理层	7	60/100	4.20	审计等委员会和资本成本治理方向改善；关系型大股东与交叉持股仍要求用实际资本配置行为验证。
Kabugami 技术结构	13	55/100	7.15	近三年低点稳定、旧下行过程减弱；但 2023 高位未被保留，2024—2026 仍主要运行于 1,800—2,200 日元，未形成新高位状态。
合计	100		61.80	Rating：B

评分只压缩已经完成的 Research Truth，不代表研究量，也不替代估值、Action 或 Research Confidence。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告用于 Kabugami 独立研究与信息整理，不构成任何证券的买入、卖出或持有建议，不构成投资招揽、适合性判断、目标价、收益保证或个别投资者的受托建议。市场价格、公司业绩、房地产项目、利率、人口趋势与监管环境均可能变化；读者应独立核验原始资料并自行承担投资决定。

本 Review 的资料截止日为 2026-09-16。涉及市场价格的已结算观察以 2026-09-15 收盘 为主要锚点；2026 年 9 月月线仍未完成，不作为已确认技术状态。Owner 提供的月线图用于公开技术展示，但 Technical Research 结论来自完整价格史，不由单一图片或指标决定。

本 Review 为 GPT Research Lane 的 FIRST_COMPLETE。Research 启动时固定使用 shared Research Authority：

bcef4bc9c3fa695aa69e13a90cebcd5d4bb8be8a

同一 Review 的 Open Discovery、Coverage35 Structured Deep Research、Technical Research、Synthesis 与 Score 均保持该 Research authority，不因其后 main 变化而改变研究方法。Public Delivery 在 Research 完成后另行读取当时最新 delivery contract。

15.1 | 主要公司与法定资料

1. 山陽電気鉄道株式会社 | 企业・IR 信息

<https://www.sanyo-railway.co.jp/company/>

2. 山陽電気鉄道株式会社 | 第 137 期有価証券報告書 (2026 年 3 月期)

<https://www.sanyo-railway.co.jp/company/yuhou.html>

3. 山陽電気鉄道株式会社 | 2026 年 3 月期 決算短信・补足资料

https://www.sanyo-railway.co.jp/company/kessan.html?back_number=1&year=2025

4. 山陽電気鉄道株式会社 | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 (2026-08-07)

<https://www.sanyo-railway.co.jp/company/kessan.html>

5. 山陽電気鉄道株式会社 | 山陽電鉄グループ长期间愿景改定・中期经营计划 (2026 年度～2028 年度)

https://www.sanyo-railway.co.jp/company/pdf/sanyo_plan_2026_2028.pdf

6. 山陽電気鉄道株式会社 | 中期经营计划页面

<https://www.sanyo-railway.co.jp/company/plan.html>

7. 山陽電気鉄道株式会社 | 铁路旅客运费 (实施运费) 变更申报 (2024-08-28)

<https://www.sanyo-railway.co.jp/media/1724821276.pdf>

15.2 | 外部现实与人口资料

8. 姫路市 | 姫路市の将来推計人口

<https://www.city.himeji.lg.jp/shisei/0000025479.html>

9. 姫路市 | 姫路市版「地域の未来予測」

<https://www.city.himeji.lg.jp/shisei/0000026748.html>

15.3 | 市场与长期价格资料

10. Kabutan | 9052 月足・年足等市场历史 (用于交叉核对历史高低点与已结算价格)

<https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=9052>

11. Yahoo!ファイナンス | 9052 山陽電気鉄道 (用于 2026-09-15 价格、PER/PBR 等市场快照交叉核对)

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9052.T>

12. IR BANK | 9052 山陽電気鉄道 历史财务/估值/股价资料 (长期 PBR 与价格历史交叉核对)

<https://irbank.net/9052>

15.4 | 研究边界

本报告对房地产项目级 IRR/ROIC、政策持股未来具体出售规模、沿线分区交通份额与票价弹性保留 Research Debt；没有用公司未披露的信息制造确定答案。

Q1 土地出售收益被视为真实经济结果，但不自动当作可重复经常性利润；政策持股市值提升会增加账面净资产，但不自动等于主营经营能力改善。文中的粗略资本回报计算只用于方向性理解，未作为公司正式 ROIC 指标。

Kabugami Research | 9052 山陽電気鉄道株式会社 | Review date 2026-09-16 | Score Version V3.2

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。