

9502 中部電力株式会社 (Chubu Electric Power Company, Incorporated)

Kabugami V3.2 69.62/100 · B+

这家公司是做什么的

中部電力集团以中部地区能源业务为基础，由中部電力パワーグリッド经营送配电网络、中部電力ミライズ销售电力和燃气，并通过50%持股JERA参与燃料和火力业务；母公司还经营浜岡核电、再生能源、海…

最近亮点

2026财年Q1销售8,258亿日元、经常利润271亿日元、归母净利润352亿日元；公司7月29日给出全年销售3.9万亿、经常利润1,850亿、归母净利润1,600亿日元预测。9月14日，公司因浜岡3/4号机基准地震动…

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	f3280a6ad4f23a05d64b7048a78d0b2098a67ad9
评分版本	V3.2
发布源 SHA	7d19aaa02c93b7b708accf15e4eb784ab5613096
交付代码版本 SHA	7d19aaa02c93b7b708accf15e4eb784ab5613096
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	2025 财年销售 3.546 万亿、经常利润 2,910 亿、归母净利润 2,277 亿日元；经营现金流 3,344 亿日元、投资现金流-3,508 亿日元，简单自由现金流约-163 亿。自己资本比率 41.0%、ROE 约 7.7%；JERA 2026 财年 Q1 归母净利润 1,231 亿日元并预计全年 2,800 亿。新中期骨子明确以约 5 年 ROE 8%以上、事业务 ROIC 管理、资产替换和 70 日元配当下限方向推进资本效率。
最需要担心什么	浜岡 3/4 号机原申请撤回意味着核电正常化不能继续按旧时间表计入基础情景；2026 财年 Q1 经常利润同比大幅下降，Miraiz 受采购成本与销量拖累、Power Grid 受设备和诸费用上升影响；2025 财年末有息负债约 3.23 万亿日元，且能源转型、电网、核电安全和再生能源仍需高额资本。新增长投资过去部分项目资本效率有限，Miraiz Enechange 民事再生也提醒新业务并非天然高回报。
Kabugami 现在怎么看	中部电力当前最大的价值并不是“浜岡重启期权”，而是已存在的 JERA 利润、电网受监管现金流、Miraiz 客户与销售能力、再生能源/水力资产以及较稳的分红政策。浜岡一旦未来恢复可信审查并重启会显著改善电源组合，但 2026 年 9 月撤回 3/4 号机申请后，核电应从基础盈利假设降为需要重新证明的长期选项。公司 2025 财年 ROIC4.4%、ROE7.5%（期ズレ除き）已经高于旧中期目标，新计划又把 ROE 8%以上写成药五年方向，说明资本效率改善不是空白；最大的反证是治理事故本身触及核电安全审查可信度，而且 Q1 显示 JERA 改善可以同时被 Miraiz 和 Power Grid 的成本恶化部分抵消。当前 B+ 来自多元而真实的盈利底盘、较健康资产负债表和已经发生的价格中心迁移，但还不足以把核电重启或高位股价当成已完成的新常态。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：不依赖浜岡重启，中部电力能否稳定跨过资本成本

中部电力很容易被市场简化成两种故事：

- “JERA 受益的能源股”；
- “浜岡重启的核电期权股”。

两种都只解释了一部分。

2025 财年，公司期ズレ除き经常利润约 2,840 亿日元、ROIC 4.4%、ROE 7.5%；

JERA、Miraiz、Power Grid 都已经是可量化利润来源。换言之，集团在没有浜岡核电发电量的情况下也能产生较大规模利润。

因此本轮最重要的问题是：

公司能否以 JERA、电网、Miraiz、再生能源和资本替换为基础，在浜岡重启时间表被重置的情况下仍稳定产生高于资本成本的回报，并把 ROE 推到 8% 以上。

如果答案是“可以”，浜岡重启是上行期权；如果答案是“不可以”，当前估值实际上仍然高度依赖一个治理和监管都尚未恢复的核电选项。

01.2 | 2026 年 9 月把投资问题从“何时重启”改成“何时恢复可信度”

9 月 14 日，公司宣布撤回浜岡 3 号机、4 号机的新規制基准相关申请。

原因不是经济性下降，而是基准地震动评估的不適切事案使申请资料及审查应对的可信性出现重大疑义。

这个变化很关键。

重启进度的第一约束已经从设备投资/审查时间转为：

1. 调查结论和原因修复；
2. 组织文化、业务流程和内部异议处理机制；
3. 监管机构对新资料的可信接受；
4. 地方社会信任；
5. 再申请和重新审查。

因此本报告不把浜岡重启纳入 2026—2027 基础利润预测。

01.3 | 当前答案：核心业务足以支撑价值，但高估值重评需要治理修复

公司 2026 财年全年预测经常利润 1,850 亿日元，比 2025 财年 2,910 亿明显下降。

下降并不等于结构破坏：JERA 预计改善，Power Grid 未来收入上限上调提供成本回收机制，但 Miraiz 采购成本、销量下降和电网设备费用正在压低利润。

所以当前更准确的状态是：

盈利底盘仍在，利润正常化低于 2025 高点；核电期权后移；资本效率方向改善；治理成为当前最重要的折价变量。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 2020 年拆分后，中部电力已经不是一体化单体电力公司

2020 年 4 月，公司把送配电业务分拆到中部電力パワーグリッド，把零售业务分拆到中部電力ミライズ；此前火力和燃料已整合进 JERA。

因此集团经济结构至少包含：

- Power Grid：受监管送配电；
- Miraiz：竞争性电力/燃气零售及能源服务；
- JERA：全球燃料、火力、海外与再生能源；
- 中部電力本体：浜岡核电、水力和再生能源、海外、社区基础设施、不动产等。

不同业务的资本回报和风险完全不同，必须分开判断。

02.2 | Power Grid 提供最稳定的结构性壁垒

中部地区输配电网络具有极高复制成本和法定区域运营责任。

监管采用收入上限制度：企业在满足效率、安定供给和投资要求的前提下，通过核准收入回收合理成本。

2026 年 9 月，第一监管期收入上限调整获批，2023—2027 五年收入预期提高 1,374 亿日元；2026 年 11 月至 2028 年 3 月适用期间年均增加影响约 970 亿日元。

这不是“免费利润”，而是物价、施工力、设备和安定供给成本能够进入制度化回收机制的证据。

02.3 | Miraiz 是巨大客户平台，也是最直接的竞争性利润池

Miraiz 销售电力、燃气，并提供设备、能源管理、法人解决方案和其他服务。

2025 财年 Miraiz 销售约 2.8592 万亿日元、经常利润 1,379 亿日元，是集团非常重要的盈利单元。

但 2026 财年 Q1，采购成本上升、期ズレ从差益转差损、销售电力量下降使集团利润显著减少。

因此零售的核心能力不是“客户很多”，而是：

采购组合 + 定价机制 + 销量/客户留存 + 风险对冲 + 交叉销售。

02.4 | JERA 是全球能源平台，不是普通持股收益

中部电力与东京电力 Fuel & Power 各持 JERA 50%。

JERA 覆盖 LNG 采购、国内火力、交易、海外发电和再生能源。

2026 财年 Q1 JERA 销售 9,043 亿日元、营业利润 1,744 亿、归母利润 1,231 亿；全年归母利润预测 2,800 亿。

中部电力 2025 财年持分法投资收益约 947 亿日元，说明 JERA 已经是集团利润质量的核心部分。

但 JERA 仍需要巨大资本投资，且燃料价格、汇率、商品交易和海外项目会造成波动；50%共同控制也意味着资本配置不是中部电力单方面决定。

02.5 | 本体的水力/再生能源和浜岡形成不同性质的发电资产

2026年3月末，中部电力本体拥有约5,486MW水力和3,617MW核电设备，以及风力、太阳能和生物质。

水力长期运行、燃料成本低，是真实的低碳资产。

浜岡则处于完全不同状态：资产存在、资本持续投入，但目前无发电量，且3/4号机审查申请撤回。

因此本轮把浜岡视为高价值但低可见度的长期期权，不把潜在发电量提前写进正常化利润。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 集团卖的不是一种电，而是一整套能源组合

Miraiz 面对家庭、商业和工业客户提供：

- 低压、高压、特高压电力；
- 城市燃气；
- 电力+燃气组合；
- 法人能源采购与优化；
- EMS、电化、设备与维护；
- 脱碳、电源/PPA 相关服务。

同一客户的利润取决于采购电源、合同价格和服务附加值。

03.2 | 中部地区工业客户是机会也是周期暴露

中部区域包含汽车、机械、电子和制造业集群。

大工业负荷有利于形成长期客户关系和大规模电力需求，但也会让销量对工业生产、出口和制造周期敏感。

公司 Q1 和全年预测都提到 Miraiz 销售电力量下降，这提醒投资者：区域产业强并不代表电量永远增长。

03.3 | 供应端从自有发电变成跨主体组合

Miraiz 实际采购端包括：

- JERA/长期合同；
- 水力和再生能源；
- 市场采购；
- 其他电源合同；
- 未来可能的浜岡核电。

这能提高弹性，却让采购优化成为盈利核心技术。

在燃料或 JEPX 价格快速变化时，如果零售合同不能同步调整，利润会出现显著波动。

03.4 | 数据中心等大负荷增加，使电网投资的“需求质量”更重要

2026年 Power Grid 调整特高压接入规则，针对数据中心等大规模申请要求更快缴纳工程负担金，避免占用电网容量却不实际用电。

这说明中部区域未来的增长机会不只是“更多 kWh”，而是如何把高质量新增负荷与网络资本形成匹配。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | Power Grid 和 Miraiz 是两种完全不同的竞争结构

Power Grid 具有自然垄断和监管回报属性。

Miraiz 则面对：

- 其他旧一般电气事业者；
- 都市燃气公司；
- 商社系新电力；
- 通信/零售生态；
- 企业自建/PPA；
- 需求侧能源管理。

所以中部电力的“护城河”不能从电网直接复制到零售。

04.2 | JERA 把燃料规模优势放大，也把全球商品风险引入集团

JERA 巨大的 LNG 采购和火力组合提供成本与供给稳定优势。

但国际燃料、汇率、长期合同、交易以及海外电厂都会使利润周期化。

因此 JERA 不是单向“利润加速器”，而是更专业、更全球化的能源风险平台。

04.3 | 浜岡的竞争问题不是电价，而是社会许可

核电的单位燃料成本、长期供给能力和脱碳价值很强。

但没有监管和地方信任，这些经济性无法兑现。

2026 年 9 月撤回 3/4 号机申请意味着：

“低成本电源”必须先经过“可信安全运营者”这个更高层的资格门槛。

05 | 护城河判断

05.1 | 受监管电网：强护城河

Power Grid 的物理资产、调度能力、运维组织、灾害应对和法定角色难以复制。

收入上限制度还提供了成本回收机制。

这部分是集团最稳定的结构性价值。

05.2 | Miraiz：规模优势中等，强锁定不存在

品牌、渠道、客户数据、燃气交叉销售和采购规模都是真实优势。

但客户可切换、价格透明、采购成本波动强，因此零售不能获得像电网一样的高确定性经济租金。

05.3 | JERA：能力型壁垒较强

全球燃料组合、火力运营、交易和资本规模需要长期积累。

这类能力比单一发电资产更难复制，却仍受商品周期和能源转型投资影响。

05.4 | 综合判断

中部电力拥有强基础设施护城河和大型能源平台能力。

当前最重要的价值漏损并不是竞争者“抢走电网”，而是：

- 零售采购与销量波动；
- 高资本开支；
- 浜岡不发电；
- 新增长投资 ROIC 不足；
- 治理事件降低核电选项可信度。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2025 财年盈利强，但 2026 正在回落

2025 财年：

- 销售 3.5460 万亿日元；
- 营业利润 2,300 亿；
- 经常利润 2,910 亿；
- 归母净利润 2,277.95 亿。

2026 财年 Q1 经常利润只有 271 亿，同比减少 776 亿；归母净利润 352 亿，同比减少 501 亿。

公司全年预测经常利润 1,850 亿、归母净利润 1,600 亿。

因此 2025 财年不应被直接当成新的永久盈利底座。

06.2 | 盈利波动有三个主要来源

第一，燃料费调整的期ズレ会跨期移动利润。

第二，Miraiz 采购成本和销量会快速改变零售利润。

第三，JERA 受燃料和全球市场变化影响。

公司自己同时披露“期ズレ除き”指标，就是为了避免会计时间差掩盖经营趋势。

06.3 | 现金流接近盈亏平衡，比会计利润更能暴露资本强度

2025 财年：

- 经营现金流+3,344 亿日元；
- 投资现金流-3,508 亿日元；
- 简单自由现金流约-163 亿日元。

公司仍需要大量网络、能源和增长投资。

因此高会计利润尚未自动变成同规模可分配现金。

06.4 | 资产负债表比过去强，但债务仍大

2026 年 3 月末：

- 总资产约 7.653 万亿日元；
- 自己资本约 3.138 万亿；
- 自己资本比率 41.0%；
- 有息负债约 3.233 万亿日元。

自己资本比率已经高于旧中期目标的“30%中后段”。

这为投资和分红提供缓冲，但 3 万亿日元级债务仍使利率和资本纪律重要。

06.5 | 资本效率改善是真的，但还有提升空间

2025 财年期ズレ除き：

- ROIC 4.4%；
- ROE 7.5%。

旧中期目标为 ROIC 3.2%以上、ROE 约 7%，均已达到。

新中期骨子把约 5 年 ROE 目标提高到 8%以上，并强调事业 ROIC 和资产替换。

这说明下一阶段不是“先活下来”，而是证明资本能被放到更高回报的位置。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 浜岡事件是本轮最重要的治理硬反证

公司承认在 3/4 号机新规制基准审查的基准地震动评估中存在不确切事案。

外部调查委员会于 9 月 11 日提交报告，公司 9 月 14 日公开报告、提出再发防止方向，并决定撤回相关申请。

这不是一般的文件错误。

核电安全审查的核心就是：数据、方法、内部异议和对监管机构的说明必须可信。

因此该事件直接影响：

- 管理层可信度；
- 安全文化；
- 监管关系；
- 地方许可；
- 浜岡重启时间；
- 已投入核电资本的回报。

07.2 | 主动撤回申请是正确止损，但不是治理修复完成

公司没有继续维护已出现重大可信疑义的申请，而是主动撤回，并提出组织文化、业务流程和再发防止改革。

这比淡化问题更有利于长期修复。

但治理验收不能看“有没有道歉/计划”，而要看：

1. 根因是否完整公开并被监管接受；
2. 内部异议能否阻止错误继续；
3. 人员和责任机制是否改变；
4. 新申请能否经受外部审查；
5. 地方社会是否重新给予信任。

07.3 | 事件不是孤立的“原子力部门小问题”

2025—2026 公司还披露了浜岡安全性提升工事长期未清算、部分管理报告迟延等事项。

因此本轮治理评分显著下降，不以集团其他业务表现冲销核电治理问题。

07.4 | 新中期计划被治理调查延后，说明治理已经影响资本配置节奏

公司 2026 年 4 月只先公布新中期“骨子”，正式计划要在调查结果等影响明确后发布。

治理问题因此已经从合规层进入资本市场与战略层。

08 | 资本政策

08.1 | 70 日元已从“今年分红”变成未来方向的下限候选

2025 财年每股分红 70 日元，2026 财年也预计 70 日元。

新中期骨子提出：以现行 70 日元为下限，短期业绩波动不轻易改变，并随利润增长阶段性增配；同时讨论中期配当水平和股份回购空间。

这比单纯 30% 派息率更有长期可读性。

08.2 | 股份回购尚不是确定承诺

公司表示，在保持必要资本和信用评级、安全/稳定供给投资的前提下，将整理股份回购实施余地、时机和规模。

因此本轮不把未来回购写成已确定催化剂。

08.3 | 资产替换比继续扩张更重要

新中期骨子明确提出，对 ROIC 改善和协同不足的业务/案件推进资产替换，并把资金重新配置到能源核心及能改善资本效率的领域。

这是对过去“战略投资增长了但部分利润/ROIC 贡献有限”的直接回应。

08.4 | Miraiz Enechange 民事再生是资本纪律的现实反证

2026 年 5 月，Miraiz Enechange 及其子公司申请民事再生。

这说明新增长业务可能失败，不能因为带有“能源数字化/EV”标签就自动获得高估值。

未来资本政策必须更重视现金回报和退出纪律。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.69 倍 PBR 具有折价，但不是“深坑式”低估

9月18日收盘 2,913 日元，PBR 约 0.69 倍。

与 1 倍账面价值相比仍有明显折价。

但市场已经给予公司：

- JERA 盈利；
- 电网稳定性；
- 70 日元配当；
- ROE 改善；
- 核电长期期权；
- 2025—2026 股价大幅重估。

所以当前不是“市场完全没看到资产”的状态。

09.2 | 约 13.8 倍预测 PER 对应的是下降后的 2026 盈利

公司预计全年归母净利润 1,600 亿日元，对应 EPS 约 211.81 日元，2,913 日元约 13.75 倍预测 PER。

这个估值不高，但也不是明显危机价。

如果 JERA 改善和 Power Grid 价格调整能抵消 Miraiz 成本，盈利可能获得支撑；如果全年 1,850 亿经常利润无法兑现，PER 会被动上升。

09.3 | 核电不应作为当前估值的基础现金流

浜岡 3/4 号机申请撤回后，不应给出具体重启年份并纳入正常化 EPS。

更稳健的估值方法是：

现有业务价值 + JERA/受监管电网/零售现金流 + 现有水力/再生能源 - 净债务/资本需求 + 浜岡经风险折价的长期期权。

这能避免把治理风险藏进一个过于乐观的核电 DCF。

09.4 | 安全边际正在从“价格很低”转成“盈利是否能跟上价格”

2025 年股价上涨 45.7%，2026 年一度到 3,286 日元。

9月18日 2,913 日元，已经明显高于 2024 年末 1,655.5。

因此当前安全边际不再主要来自低价格位置，而来自：

- PBR 仍低于 1 倍；
- JERA/电网的真实盈利；
- 资产负债表改善；
- 分红下限方向。

这些必须用未来盈利和现金流继续验证。

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 原始月线图：本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3910。该图为 Section 10 公开视觉权威；Technical 判断同时使用 2000 年代以来长期真实年次价格、2026-09-18 完整交易日和 9 月浜岡治理事件后的价格响应，不以单张 Owner 图替代真实市场研究。

10.1 | Technical Question：2025—2026 突破是真正价格中心迁移，还是浜岡/JERA 预期的高位脉冲

中部电力的长周期价格结构有两个非常清楚的时代。

2006—2008 年前后曾在 2,700—4,500 日元高位活动；2011 以后价格长期下移，2012 低到 804 日元，此后十多年主要在 1,100—2,100 日元反复运行。

2025 年收盘 2,412，2026 年高 3,286，首次明显离开后福岛时代长期价格中心。

因此本轮技术问题是：

这次上涨是否已经把长期价格系统迁移到 2,400—3,000 日元，还是只是对 JERA 盈利和浜岡重启期待形成的一轮脉冲。

10.2 | Chart Truth：2011—2022 先完成长期低位再组织

历史年次价格：

- 2007 高 4,510、收 2,915；
- 2011 高 2,223、低 1,061、收 1,437；
- 2012 低 804、收 1,150；

- 2013 收 1,359 ；
- 2015 高 2,105 、收 1,662.5 ；
- 2018 高 1,822 、收 1,562.5 ；
- 2020 收 1,243 ；
- 2021 收 1,212 ；
- 2022 收 1,362 。

事故后并没有快速回到旧高位，而是用十多年构造了新的 1,100—1,800 主运行区。

10.3 | 2023 是第一次真正把年末中心推到 1,800 以上

2023 年开盘 1,367 、高 2,128 、低 1,252 、收 1,821.5 。

这不只是盘中突破，年末价格也留在更高区域。

2024 虽然回撤，最低 1,535 、收 1,655.5 ，仍明显高于 2020—2022 低中心。

因此 2023—2024 属于第一次迁移—回抽测试。

10.4 | 2025 把回抽后的价格中心再次上移

2025 年开 1,680 、高 2,485 、低 1,444 、收 2,412 ，全年上涨 45.7% 。

关键不只是涨幅，而是年末收盘已经高于 2013—2024 多数年度高点。

这说明旧 1,200—1,800 中心的吸引力显著减弱。

10.5 | 2026 Return Topology ：冲到 3,286 后没有重新掉回旧中心

2026 年迄今开 2,425.5 、高 3,286 、低 2,141 ；9 月 18 日收 2,913 。

从 3,286 回落后，年内最低仍在 2,141 ，接近 2023 以前很多年度的高位而不是旧中心。

这代表新的 2,400—3,000 区域已经出现明显“停留/回抽再组织”证据。

旧状态并没有完全死亡，但恢复约束已经显著减弱。

10.6 | 9 月浜岡坏消息是一个高信息量压力测试

9 月 14 日，公司宣布撤回浜岡 3/4 号机相关申请。

这属于长期核电预期的明显负面信息。

截至 9 月 18 日，价格仍收 2,913 ，位于 2026 新高区间内部，并没有回到 2024 年 1,600 左右旧中心。

Technical 不把事件当作价格原因，只记录响应：

坏消息出现后，新高位中心目前仍有时间保留。

但四个交易日太短，不能据此宣布治理事件已被完全吸收。

10.7 | Historical Memory ：2,000 日元正在从长期上方压力变成下方记忆区

2011 后很长时间，2,000 附近是难以持续突破的高位。

2023 高点 2,128 、2025 收 2,412 、2026 低点 2,141 ，说明 2,000 已经逐步从“上方边界”转成“回撤时的历史记忆区”。

新的长期中心更接近 2,400—3,000 。

10.8 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State：

2011—2022 在约 1,100—1,800 形成长期后福岛价格系统；2023 首次抬升到 1,800 以上，2024 回抽未破坏结构，2025 再突破并年末收 2,412，2026 最高 3,286、最低 2,141 且 9 月仍在 2,900 附近。旧低位价格吸引区已明显弱化，2,400—3,000 正在形成新的长期运行中心；但 3,286 以上尚未获得足够时间保留，当前属于新中心建立后的高位压力测试，而不是低位启动阶段。

Technical Confidence：HIGH。

10.9 | Price-Fundamental Timing

当前判断：Price-led → Fundamental confirmation mixed。

价格在 2025—2026 已经明显重估，JERA 盈利、资本效率改善和分红政策提供部分基本面支撑。

但浜岡重启预期在 9 月被治理事件打断，2026 全年利润预测又低于 2025。

所以价格领先了基本面的一部分改善，也提前资本化了一部分尚未兑现的选项。

10.10 | 下一次最有信息价值的价格证据

重点观察：

- 2,800—3,000 坏消息后能否继续形成稳定中心；
- 2,563 附近 7 月回撤区域是否仍能保留；
- 2,412 的 2025 年末位置能否成为更深回撤下限之一；
- 若再测试 3,200—3,286，是否获得时间保留；
- 若浜岡治理修复继续延迟，价格是否仍明显高于 2,000；
- 若 2026 全年经常利润 1,850 亿兑现，价格和盈利是否重新同步。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 浜岡治理与再申请

当前第一风险不是“核电有没有经济性”，而是审查资料和组织可信度。

再申请、监管接受和地方信任的时间完全不确定。

11.2 | Miraiz 采购成本与销量

Q1 采购成本上升、销售电力量下降已经显著压低利润。

燃料、JEPX、合同结构和客户切换都可能继续影响盈利。

11.3 | JERA 能源市场风险

JERA 本季盈利强，但全球 LNG、煤炭、汇率、交易和海外发电都会波动。

11.4 | Power Grid 资本开支与制度执行

收入上限调整改善成本回收，但安定供给、施工力、数据中心接入、再生能源和系统灵活性仍需要大量投资。

11.5 | 新增长业务资本纪律

过去战略投资部分项目利润与 ROIC 贡献有限。

Miraiz Enechange 民事再生、部分再生能源项目撤退都说明增长投资需要严格筛选。

11.6 | 债务与利率

约 3.23 万亿日元有息负债使利率、信用评级和资本结构持续重要。

11.7 | 主要催化剂

正面催化剂包括：

- 全年经常利润 1,850 亿日元按计划兑现；
- JERA 继续高利润并提高现金回流；
- Power Grid 2026 年 11 月起收入上限调整执行；
- Miraiz 采购/销量恢复；
- 正式新中期计划给出更具体 ROE/资本政策；
- 低 ROIC 资产出售；
- 70 日元以上阶段性增配或明确回购框架；
- 浜岡治理修复获得监管可验证认可；
- 2,800—3,000 新价格中心保持。

12 | 反常识发现

12.1 | 浜岡申请撤回反而迫使投资逻辑变得更干净

如果投资者过去把中部电力主要看作“核电重启股”，9 月事件是明显负面。

但剥离核电后，公司仍有 JERA、Power Grid、Miraiz、水力/再生能源和 70 日元分红。

因此未来最有价值的验证，是这些现有业务能否独立支撑 8% 以上 ROE。

如果可以，核电将从“必须成功”变成“额外上行”。

12.2 | Q1 最重要的不是利润下降，而是利润来源彼此不同步

JERA 受益于国内火力/燃气环境改善，Miraiz 却被采购成本拖累，Power Grid 又被设备和费用上涨压制。

这说明集团的多元化是真实的，但也意味着单一能源价格方向无法解释集团利润。

12.3 | Power Grid 的 970 亿年均收入增加不是普通涨价故事

收入上限调整反映的是电网建设、施工力、物价和安定供给成本被监管机制重新吸收。

这强化了电网资产的“可回收资本”属性，但不代表 970 亿全部转化成净利润。

12.4 | Power44 之外的零售研究仍然 material，因为 Miraiz 本身就是集团核心利润池

本批临时电力零售 VOI 只对 Collection B 强制作为起点，9502 属于 utility-only 块，因此没有人为把研究重心推向电力零售。

但公司自身证据仍把 Miraiz 推到高 VOI：2025 财年经常利润 1,379 亿、Q1 又出现明显采购成本压力。

这证明研究方向是证据自然选择，而不是专题模板在起作用。

12.5 | 价格对 9 月治理冲击的韧性比核电故事本身更值得跟踪

浜岡申请撤回后，9 月 18 日股价仍在 2,900 附近，远高于 2024 年末 1,655.5。

若未来数月仍能保持新中心，说明市场定价已经不完全依赖核电；若快速回到 2,400 以下，则说明核电/治理预期仍是重估的重要组成。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 浜岡与治理

- 调查报告后的具体再发防止措施；
- 监管机构评价；
- 3/4 号机重新申请的前置条件；
- 地方政府和社区信任恢复；
- 核电资本开支；
- 是否出现新的类似事项。

13.2 | JERA

- 2026 全年 2,800 亿归母利润预测；
- 中部电力持分法收益与现金分红；
- LNG/煤炭采购竞争力；
- 商品交易与海外项目波动；
- 大型脱碳投资 ROIC。

13.3 | Miraiz

- 销售电力量；
- 采购成本；
- 低压/高压/法人客户结构；
- 电力+燃气交叉销售；
- 期ズレ除き利润；
- 新服务业务的真实资本回报。

13.4 | Power Grid

- 2026 年 11 月收入上限调整后的实际利润/现金；
- 设备相关费用；
- 数据中心等大负荷接入；
- 再生能源/调节力成本；
- ROIC 能否高于 2025 年的 2.5%。

13.5 | 资本配置

- ROE 8%以上具体路径；
- 低 ROIC 资产退出；
- 70 日元分红下限正式化；
- 股份回购政策；
- 战略投资退出纪律；
- 自由现金流和有息负债。

13.6 | Technical

- 2,800—3,000 新价格中心；
- 2,563 与 2,412 两层回撤区域；
- 2,141 年内低点；
- 3,286 高点的再测试与时间保留；
- 坏消息后的 Return Topology。

14 | Kabugami Score 评分卡

模块	权重	判断分	加权贡献	当前判断
财务韧性与下行防御	13	76	9.88	自己资本比率 41%、经营现金流 3,344 亿、JERA/电网提供多元利润缓冲；但有息负债约 3.23 万亿、高资本开支和能源市场波动仍压缩财务自由度。
竞争优势与结构耐久性	14	78	10.92	中部电网复制成本极高，JERA 采购/发电规模和 Miraiz 客户平台构成真实能力；零售可切换，核电资产当前不能贡献稳定经济租金。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	62	10.54	2025 ROIC4.4%、ROE 约 7.5%并超过旧目标；但 OCF 与投资 CF 合计仍约-163 亿、Q1 利润大降，盈利/现金仍有明显周期与资本强度。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	78	8.58	电网、零售、JERA、再生能源和海外/不动产降低单一业务依赖；燃料、JEPX、工业需求、监管和浜岡治理形成多重关键依赖。
估值与安全边际	15	72	10.80	PBR 约 0.69 倍、预测 PER 约 13.8 倍，现有盈利和资产支持折价价值；但 2025—2026

				价格已经大幅重估，核电期权后移减少纯估值安全边际。
资本配置与股东回报	10	68	6.80	70 日元稳定分红、未来下限/增配方向、ROIC 资产替换和回购讨论正面；过去部分战略投资回报有限，回购和新政策尚未成为确定承诺。
治理、所有权与管理层	7	28	1.96	浜岡基准地震动不适切事案直接接触及核安全审查可信度并导致 3/4 号机申请撤回；主动调查/撤回是正确修复动作，但真实治理恢复仍需外部验证。
Kabugami 技术结构	13	78	10.14	2023—2026 完成由 1,200—1,800 旧中心向 2,400—3,000 明显迁移，坏消息后仍保持高位；3,286 以上尚未形成足够时间保留，当前是新中心压力测试。
总分	100		69.62	B+

14.1 | 为什么是 B+

中部电力已有足够多真实资产和现金流来源支撑 B+：JERA、电网、Miraiz、水力/再生能源、较健康自己资本和稳定分红都不是故事。

没有到 A 的主要原因不是核电暂时不发电，而是治理可信度突然成为公司级硬约束，同时 2026 利润正常化回落、高资本开支和战略投资 ROIC 仍需改善。

如果未来不依赖浜岡也能稳定把 ROE 推到 8% 以上，同时治理修复完成，评分可以上升；如果 JERA 回落、Miraiz 继续受采购压制、浜岡治理再出现问题，当前价格重估会失去部分基础。

15 | 来源与合规

15.1 | Compliance / 风险声明

本报告仅用于研究、信息整理和历史 Review 记录，不构成投资建议、投资招揽、买卖推荐、目标价、收益保证或针对任何特定投资者的个别意见。

本 Review 资料截止为 2026-09-19。最新完整财务资料为 2026-07-29 发布的 2027 年 3 月期 Q1；已纳入 2026-09-14 浜岡 3/4 号机申请撤回、调查报告/再发防止方向以及 2026-09-04 Power Grid 收入

上限調整批准。Technical settled 观察使用 2026-09-18 完整东证交易日收盘 2,913 日元，不把 9 月 19 日周末或夜间 PTS 当作新确认。

9502 属于 Power44 的 utility-only 块，不属于临时 Collection B 电力零售起始 VOI 强制范围。本轮仍研究 Miraiz，是因为公司自身利润结构和 Q1 变化把零售自然推成高信息价值问题；没有引入电力专项 Score 权重、章节模板或固定结论。

Owner 月线图 attachment 3910 为本 Review 指定 Section 10 公开视觉权威。正式 HANDOFF 携带现有 Single Report Owner Media 控制，由既有 /owner-media/assign 同轮绑定；该图不是 Technical 唯一证据。

15.2 | 主要来源

1. 中部電力 | IR・投資家向け情報

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

2. 中部電力 | 2026 年度第 1 四半期決算発表記者会見 (2026-07-29)

https://www.chuden.co.jp/publicity/teirei/1218138_3510.html

3. 中部電力 | 2026 年 3 月期 決算短信 (2026-04-28)

https://www.chuden.co.jp/ir/ir_kaiji/_icsFiles/afieldfile/2026/04/28/1.pdf

4. 中部電力 | 2025 年度決算説明会資料

https://www.chuden.co.jp/ir/ir_siryokessan/_icsFiles/afieldfile/2026/04/28/2025setsumeikaishiryoku_4qua_1.pdf

5. 中部電力 | 2025 年度決算発表記者会見 (2026-04-28)

https://www.chuden.co.jp/publicity/teirei/1217712_3510.html

6. 中部電力 | 新中期経営計画の骨子

https://www.chuden.co.jp/publicity/press/_icsFiles/afieldfile/2026/04/28/20260428_keypillars_midium_team_manegement_plan.pdf

7. 中部電力 | 中期経営計画

https://www.chuden.co.jp/corporate/cor_policy/management/

8. 中部電力 | 配当の推移・株主還元

https://www.chuden.co.jp/ir/ir_kabushiki/haito/

9. 中部電力 | 会社概要

https://www.chuden.co.jp/corporate/company/com_outline/

10. 中部電力 | 浜岡基準地震動不適切事案 調査報告書公表 (2026-09-14)

https://www.chuden.co.jp/publicity/press/1218316_3273.html

11. 中部電力 | 浜岡 3/4 号機 設置変更許可申請等の取り下げ (2026-09-14)

https://www.chuden.co.jp/publicity/press/1218334_3273.html

12. 中部電力 | 浜岡不適切事案 再発防止策の方向性 (2026-09-14)

https://www.chuden.co.jp/publicity/press/1218327_3273.html

13. 中部電力 | 浜岡 275kV 開閉所制御盤出火 (2026-09-15)

https://www.chuden.co.jp/publicity/press/1218350_3273.html

14. 中部電力パワーグリッド | 収入上限の期中調整承認 (2026-09-04)

https://powergrid.chuden.co.jp/news/press/1218275_3281.html

15. 中部電力パワーグリッド | 託送供給等約款変更届出 (2026-09-11)

https://powergrid.chuden.co.jp/news/press/1218277_3281.html

16. 中部電力パワーグリッド | 会社概要

<https://powergrid.chuden.co.jp/english/corporate/profile/>

17. 中部電力ミライズ | 会社概要

<https://miraiz.chuden.co.jp/company/about/>

18. 中部電力・中部電力ミライズ | ミライズエネチェンジ等 民事再生申立て (2026-05-19)

https://www.chuden.co.jp/publicity/press/1217810_3273.html

19. JERA | 2026 年度第 1 四半期連結決算 (2026-07-31)

https://www.jera.co.jp/news/information/20260731_2482

20. JERA | 2025 年度連結決算 (2026-04-27)

https://www.jera.co.jp/en/news/information/20260427_2404

21. 中部電力 | 岩手県 3 地点太陽光開発・2030 年頃 320 万 kW 拡大目標

<https://www.chuden.co.jp/energy/renew/topics/hanamakishimohei.html>

22. 株探 | 9502 年次株価履歴

https://s.kabutan.jp/stocks/9502/historical_prices/yearly/

23. Yahoo! ファイナンス | 9502 株価・配当 (2026-09-18 参照)

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9502.T>

24. Owner 提供 9502 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3910。

Publication continuity：本轮形成 9502 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；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。

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。