

9503 関西電力株式会社 (The Kansai Electric Power Company, Incorporated)

Kabugami V3.2 76.13/100 · A

这家公司是做什么的

関西電力以关西区域综合能源为核心，经营电力与燃气销售，并通过关西电力送配电运营区域电网；同时拥有美浜、高浜、大飯等原子力机组，并发展eo等信息通信、不动产、再生能源、海外与能源服务业务。

最近亮点

2026财年Q1销售10,079.62亿日元、营业利润203.71亿、经常利润528.22亿、归母净利润1,370.61亿；营业和经常利润大幅下降，归母净利润则受关系会社株式出售特别利益约1,050.77亿日元显著抬高。公司维…

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	7d19aaa02c93b7b708accf15e4eb784ab5613096
评分版本	V3.2
发布源 SHA	188d0fa2a90fe5945f04f04315e039e3b60928d3
交付代码版本 SHA	188d0fa2a90fe5945f04f04315e039e3b60928d3
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	2025 财年经营现金流 6,523.81 亿日元、投资现金流-5,719.21 亿，自由现金流约+804.59 亿日元；自己资本比率 2026 年 6 月底 36.3%。2025 财年小售电力量 116,273GWh、同比+0.7%；经营计划 2026 提出 2026—2028 年平均归母净利润 2,700 亿以上、ROIC 3.3%以上、ROE 8%以上，并计划累计 2,700 亿以上股东回报。七基原子力机组已经重启体系化运营，为燃料成本和碳强度提供结构优势。
最需要担心什么	Q1 能源事业经常利润由 1,142 亿降至 365.64 亿，送配电由亏 22.45 亿扩大至亏 104.97 亿，说明核电利用率、采购电力、燃料、修缮和网络成本可以迅速压缩利润。2025 财年总资产约 9.85 万亿日元，电力固定资产和债务规模巨大。2023 年曾因新电力客户信息不当处理、独禁法等接受业务改善命令；2026 年 9 月又确认规制电价原价算定错误，金额虽小但治理可靠性仍需持续验证。
Kabugami 现在怎么看	关西电力的核心价值来自“低燃料成本原子力 + 受监管网络 + 大规模零售客户 + 多元基础设施利润”四层组合，而不是单一核电股逻辑。Power44 专项确认零售高度 material：2025 财年小售 116.3TWh，本身就是集团核心现金流入口；但大阪ガス等竞争者用燃气、电力和生活服务持续抢占家庭关系，Q1 也证明采购成本和销量变化可让能源分部利润急剧收缩。核电提高采购端竞争力，但同时把设备可靠性、长期运转、使用済燃料和社会许可变成关键依赖。当前 A 来自强资产、正自由现金流、资本回报政策、核电体系和价格中心迁移；不是因为风险已经消失。真正的反证是：若核电可用率下降、零售毛利转弱或资本开支吞噬现金，接近 1 倍 PBR 的重估可能停止。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：核电成本优势能否稳定转化成可分配现金流

关西电力过去十年的最大变化，是原子力从停运资产重新变成主要发电力量。

截至 2025 年度，公司已建立七基重启机组体系，美浜 3 号、高浜 1—4 号、大飯 3—4 号构成日本最完整的 PWR 运营组合之一。

这使关西电力拥有同行中较强的低燃料成本电源底盘。

但股票价值并不由“核电重启数量”直接决定，而由以下链条决定：

核电可用率 → 自有低成本发电量 → 外购/火力燃料成本 → 零售毛利与批发利润 → 经营现金流 → 必要安全/更新投资 → 可分配现金。

所以本轮核心问题是：

关西电力能否在保持高核电安全与利用率的同时，让核电成本优势穿过零售竞争和高资本开支，形成可持续 ROIC-WACC 正利差与股东现金回报。

01.2 | Power44 起始问题：116TWh 零售平台究竟创造什么经济优势

2025 财年关西电力小售电力量 116,273GWh，同比+0.7%。

这是巨大的客户与合同平台，不是附属销售渠道。

它可以带来三类经济价值：

1. 把自有核电、火力/市场采购和长期合同转化成终端毛利；
2. 向同一客户交叉销售燃气、设备、PPA、需求响应和能源管理；
3. 通过长期负荷数据提高采购、对冲和电源投资质量。

但竞争也很真实。大阪ガス公开以“关西电力従量電灯 A”为直接比较基准，并用燃气客户关系、积分/生活服务以及约 345 万 kW 发电组合争夺同一家庭客户。

因此零售规模只有在客户留存、单位毛利、采购组合和服务附加值同时成立时才构成护城河。

01.3 | Q1 是最重要的反证：大客户池并不能自动稳定利润

2026 财年 Q1 能源事业经常利润约 365.64 亿日元，同比从 1,142.17 亿大幅下降。

集团整体营业利润只有 203.71 亿，同比-84.2%。

公司解释的主要压力包括原子力利用率、购电和燃料/诸经费变化。

这说明 Power44 不能把“客户很多”直接翻译成“零售高质量”。

当前更准确的结论是：关西电力拥有非常强的零售变现平台，但利润稳定性依赖采购与自有电源执行。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 能源事业是发电与零售结合的综合利润池

关西电力的能源事业把发电、电力/燃气销售、法人解决方案等经济活动连接起来。

自有核电、水力、火力和市场采购共同构成供给端，终端小售和批发构成收入端。

对普通电力零售商而言，批发价格上涨通常只是风险；对拥有大量低燃料成本核电的关西电力，发电端可以形成天然对冲。

这种垂直组合是商业模式的重要优势。

02.2 | 送配电具有自然垄断属性，但受监管资本回报并非固定利润

关西电力送配电拥有区域电网、变电与配电资产。

复制同一套区域网络在经济上不合理，因此形成极强物理壁垒。

但收益由监管框架、收入上限、效率要求、系统成本和资本开支共同决定。

Q1 送配电亏损扩大到 104.97 亿日元，说明网络优势不能消除所有季度成本波动。

02.3 | 信息通信与不动产已经是可见的非电力利润来源

Q1 信息通信经常利润 108.74 亿日元，房地产 148.63 亿日元。

公司经营计划 2026 把信息通信和不动产明确列为 2040 成长支柱，并将数据中心从能源事业转入信息通信、将不动产独立成报告分部。

这两部分提供两个好处：

- 降低纯能源利润周期；
- 为区域基础设施和客户资产提供新的资本回报路径。

但它们也会消耗成长资本，因此必须用 ROIC 检验，不能只看收入增长。

02.4 | 原子力是成本优势，同时也是最高复杂度资产

关西电力核电优势来自多机组、长期运营经验和已完成重启。

2025 年度核电发电量约 46TWh，规模足以改变整个能源事业的燃料成本结构。

但 2026 年 8 月大飯 3 号机自动停堆、9 月美浜 3 号机手动停堆再次说明：

一台机组的设备问题会直接改变当期电源组合和采购成本。

长期运转、设备老化、蒸汽发生器、配管、应急电源和使用済燃料都必须持续投资。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 零售端客户买的是价格、可靠性和组合服务

家庭客户可购买普通电力、燃气组合、全电化套餐和相关服务；法人客户可购买高压/特高压电力、PPA、脱碳方案、能源管理和设备服务。

在自由化市场中，电本身没有品牌差异，差异主要来自：

- 合同价格；
- 客服与账单；
- 燃气/电气交叉销售；
- 环境价值；
- 法人能源优化；

- 供应和采购能力。

03.2 | 核电降低平均供给成本，但不能完全锁定客户

自有核电可降低对 LNG、煤炭和 JEPX 的边际依赖。

这是采购端结构优势。

但客户仍可转向大阪ガス、新电力或其他综合服务商。

大阪ガス公开提供以关西电力従量電灯 A 为基准的折扣套餐，并将燃气、生活服务和电力绑定。

所以关西电力必须把采购优势真正让渡一部分给客户，同时保留足够毛利。

03.3 | 燃料与外购电仍然是重要供应风险

核电并没有消除火力和市场采购。

极端天气、机组检修、突发停机、燃料价格和汇率仍会改变外购电力和火力成本。

电力合同价格调整存在时间差，形成“先涨采购、后调售价”的利润挤压。

03.4 | 使用済燃料是长期核电资产可用性的供应链约束

2026 年 8 月，公司获得美浜和高浜第一期干式储存设施地方事前了解，并向规制委员会提交设计/工事计划申请。

这类设施不直接增加当年利润，却决定燃料循环和核电长期运转空间。

因此使用済燃料管理是核电经济性的真实资本约束，而不是外围 ESG 话题。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 关西零售市场的主要竞争来自燃气公司 and 多生态玩家

大阪ガス是最直接的结构性竞争者之一。

它拥有天然气客户、火力与再生能源电源、家庭服务和成熟品牌，并公开以关西电力标准电价作为价格竞争基准。

其他新电力、通信、石油、商社、可再生能源和 PPA 服务商也能切走客户。

关西电力不能依靠历史区域身份自动留住零售份额。

04.2 | 送配电与零售必须严格隔离

2023 年新电力客户信息不当处理暴露过竞争中立性与访问权限治理问题，监管机构曾要求业务改善。

对于同时存在区域电网关联公司和大型零售业务的集团，信息隔离不是行政细节，而是自由化市场能否可信运行的核心制度条件。

04.3 | 原子力优势使竞争从“买电卖电”升级为电源组合竞争

没有低成本自有电源的零售商更容易受到批发价格冲击。

关西电力的多核电机组在正常运行时提供采购缓冲。

但这项优势同时使公司承担核安全、长期运转和巨额资本开支。

因此竞争优势来自风险承担能力和运营能力，不是免费套利。

05 | 护城河判断

05.1 | 送配电：极强物理与制度壁垒

区域电网、调度、维护、灾害恢复和连接体系难以复制。

这部分是集团最确定的结构性护城河。

05.2 | 原子力运营：强能力壁垒，但有尾部风险

七基运行体系、维护经验和安全组织具有稀缺性。

新进入者几乎不可能短期复制同等核电组合。

但核电壁垒只有在安全、设备可靠性和社会许可成立时才有经济价值。

05.3 | 零售：规模与供给组合优势，中等客户锁定

116TWh 零售规模、品牌、客户服务和自有电源构成优势。

但合同可切换，竞争者可以用燃气、积分、通信和服务补贴客户。

因此零售护城河主要来自成本与运营规模，不是强切换成本。

05.4 | 综合判断

关西电力属于强基础设施+强电源能力+中等零售锁定的复合护城河。

这比单一零售商更强，也比纯受监管网络更波动。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2025 财年是高盈利年，但 2026 进入正常化回落

2025 财年集团：

- 销售 4.0566 万亿日元；
- 营业利润 4,375.56 亿；
- 经常利润 5,185.30 亿；
- 归母净利润 3,800.51 亿。

2026 财年全年预测：

- 销售 4.5 万亿；
- 营业利润 2,500 亿；
- 经常利润 2,900 亿；
- 归母净利润 3,100 亿。

因此不能把 2025 年 5,185 亿经常利润机械当作长期正常水平。

06.2 | Q1 底层盈利大幅下降，净利润被资产出售抬高

Q1 营业利润 203.71 亿、经常利润 528.22 亿，同比大幅下降。

归母净利润 1,370.61 亿反而同比增加，是因为关系会社株式出售形成约 1,050.77 亿日元特别利益。

所以 Q1“净利润增长”不是主营改善。

本轮评分优先看营业/经常利润和现金，而不是一次性净利润。

06.3 | 2025 财年自由现金流已经转正

财务摘要显示：

- 经营现金流+6,523.81 亿；
- 投资现金流-5,719.21 亿；
- 自由现金流+804.59 亿。

这比许多高资本强度电力公司更有质量。

但经营计划 2026 同时安排 2026—2028 年 1.5 万亿维持投资和 1 万亿成长投资，未来现金流仍会被大规模资本开支占用。

06.4 | 资本结构已恢复，但不能忽视债务

2026 年 6 月底：

- 总资产 9.819 万亿日元；
- 纯资产 3.616 万亿；
- 自己资本比率 36.3%。

2010 年代事故/停核后资本承压的阶段已经显著改善。

但电力固定资产规模巨大，长期借款和公司债仍是主要融资来源。

利率上升会提高资本成本，也提高 ROIC 改进门槛。

06.5 | 经营计划把 ROIC-WACC 正利差正式变成资本纪律

计划 2026 提出：

- 2026—2028 年平均归母净利润 2,700 亿以上；
- ROIC 3.3%以上；
- ROE 8%以上；
- 到 2040 年 ROIC-WACC 利差 100—150bp。

这比单纯规模增长更接近股东价值逻辑。

真正要观察的是成长投资项目能否逐项达到这一资本纪律，而不是总投资额是否完成。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 2023 年的竞争治理事件仍是重要历史反证

关西电力及送配电子公司曾因新电力客户信息不当处理、独禁法相关行为等接受监管措施和业务改善要求。

经营计划 2026 明确把这些事项列为过去五年内部控制和组织风土改革的重点。

这说明治理问题不是外界想象，而是公司自己承认并持续修复的历史事实。

07.2 | 2026 年规制电价算定错误金额很小，但流程信号不能忽略

9 月 17 日，公司确认 2024 年规制电价原价算定中，对发电侧课金折扣适用判断有误。

影响约三年 1,400 万日元、单年 500 万日元，客户每契约种别每月最大约 1 日元。

金额对财务几乎不重要。

但治理意义在于：在高度监管的电价制度中，技术口径、标准电压/公称电压和审核流程必须可重复无误。

因此本轮把它视为小金额、真实流程反证，不夸大成财务危机，也不忽略。

07.3 | 核电停机处理显示“主动停机优先于短期利用率”

美浜 3 号机 9 月 17 日发现二次系高压给水加热器配管附近滴水，虽然不立即影响运行，公司仍决定降负荷并停堆检查。

这是短期利润负面，却符合核电安全优先原则。

对长期股东而言，正确停机比为了季度利用率延迟维修更重要。

07.4 | 治理仍需用持续运行证明

公司已经建立更多内部控制、合规委员会和审查机制。

真正的验收不是制度数量，而是未来几年是否持续减少：

- 竞争信息隔离问题；
- 规制电价/技术算定错误；
- 核电维护与数据问题；
- 重大采购和资本投资偏差。

08 | 资本政策

08.1 | 股东回报政策已经从“稳定配当”升级为明确比例与三年总额

2026 年 4 月，公司将股东回报方针明确为：

连结配当性向 25—35% 为目标，努力维持或增加配当。

2027 年 3 月期计划每股 80 日元。

经营计划同时提出 2026—2028 年累计股东回报 2,700 亿日元以上。

这给普通股股东一个比过去更清晰的现金分配框架。

08.2 | 投资与回报被放在同一资本预算里

未来三年计划：

- 维持/安定供给投资 1.5 万亿日元；
- 成长投资 1 万亿日元；
- 股东回报 2,700 亿以上。

投资巨大意味着分红增长不能脱离经营现金流。

若成长投资 ROIC 低于资本成本，2.5 万亿投资规模反而会降低股东价值。

08.3 | 资产替换正在成为重要现金来源

计划提出约 5,500 亿日元以上资产替换/不动产资产回转，以及 3,800 亿日元以上持有株式等出售。

Q1 关系会社株式出售带来的特别利益已经体现了这条路径。

但一次性出售收益不能替代主营利润，资本政策的质量取决于售出资金最终进入何处。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 约 10.4 倍预测 PER 具有吸引力，但 2026 盈利本身在下降

2,905.5 日元对应公司预测 EPS278.23 日元，约 10.4 倍 PER。

如果全年 3,100 亿归母净利润兑现，这个倍数不高。

但营业/经常利润分别预计同比下降 42.9%/44.1%，说明 2025 高利润正在正常化。

因此低 PER 不能脱离利润周期看。

09.2 | PBR 接近 1 倍，资产折价已经明显收窄

公开 PBR 约 0.93 倍。

这仍低于账面价值，但不再像部分电力股那样处在 0.3—0.5 倍深折价。

市场已经认可：

- 核电体系；
- 现金流改善；
- 股东回报；
- 多元业务；
- 盈利恢复。

未来再评级需要 ROE/ROIC 持续，而不是单纯“回到 1 倍 PBR”。

09.3 | 核电资产应该按可用率和剩余寿命折现，而不是按装机容量加总

美浜、高浜部分机组进入长期运行阶段。

它们的价值取决于：

- 安全投资；
- 定检和计划外停机；

- 剩余运营年限；
- 使用济燃料管理；
- 发电量与替代燃料成本。

因此装机容量大不等于资产价值无限。

09.4 | 当前安全边际来自盈利+现金+分红，而不是低位股价

股价从 2022 年 1,000 日元附近修复到 2,900 日元附近。

当前安全边际主要来自：

- 约 10 倍预测 PER；
- 80 日元分红；
- 正自由现金流；
- 核电/电网真实资产；
- 2,700 亿股东回报框架。

价格位置本身已经不便宜。

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 3911。该图为 Section 10 公开视觉权威；Technical 判断同时使用 2004 年以来长期真实年次价格、2026-09-18 完整交易日，以及 9 月 17—18 日电价算定错误/美浜 3 号机停堆后的真实价格响应，不以单张 Owner 图替代完整市场研究。

10.1 | Technical Question : 2023—2026 的高位迁移是否终于摆脱 2011 后的 1,000—1,800 长期系统

2006—2010 年，关西电力长期运行在约 2,000—3,900 日元。

2011 年开始价格体系明显下移，2012 最低 482 日元；随后十年大部分时间围绕 900—1,800 运行。

2023 年后价格重新上冲到 2,000 以上，2024 高达 2,929，2025 年末 2,455，2026 年 9 月仍在 2,905.5。

所以当前问题是：

这是旧高位历史的一次短暂回访，还是已经建立新的 2,400—3,000 长期运行中心。

10.2 | Chart Truth : 2011—2022 形成一个长达十年的新低位价格系统

关键年度：

- 2010：收 2,004；
- 2011：高 2,199、低 1,087、收 1,181；
- 2012：低 482、收 907；
- 2013：高 1,527、收 1,209；
- 2015：高 1,768、收 1,459.5；
- 2020：低 912、收 973.7；
- 2022：高 1,429、收 1,279。

事故后价格没有快速回到 2000 年代高位，而是建立了长期 1,000—1,500 附近的主要活动中心。

10.3 | 2023 首次突破，2024 又发生一次很深的高位失败测试

2023：开 1,279、高 2,390、低 1,181、收 1,872，全年+46.4%。

这是真正离开旧中心的一次大迁移。

但 2024 虽然冲到 2,929，年末却回到 1,753.5。

也就是说，2024 证明价格可以到达 3,000 附近，却没有证明能够长期停留。

10.4 | 2025 是更重要的一年：高位不是只到达，而是被年末保留

2025：开 1,765、高 2,696、低 1,513.5、收 2,455，全年+40.0%。

与 2024 不同，年末价格没有重新回到 1,700—1,800。

这意味着旧中心的回复约束明显减弱。

10.5 | 2026 Return Topology : 回撤低点 2,183.5 仍在旧历史高位之上

2026 截至 9 月 18 日：

- 开 2,477.5；
- 高 3,053；
- 低 2,183.5；
- 收 2,905.5。

即使从 3,053 回撤，年内低点仍高于 2011—2022 绝大多数年度高点。

这是非常强的价格中心迁移证据。

当前 2,400—3,000 已经不只是脉冲，而具有重复停留和回抽保留。

10.6 | 坏消息响应：9 月 17—18 日两项负面信息只造成有限回撤

9 月 17 日公司公布规制电价原价算定错误，9 月 18 日公布美浜 3 号机手动停堆。

9 月 11 日收盘 2,964.5，9 月 18 日 2,905.5，一周约下降 2%。

这不是“市场无视风险”，但也没有出现向旧 1,700—2,000 中心的快速再吸收。

目前价格对最新负面事件表现为高位消化而非结构破坏。

不过一周时间太短，后续仍需验证。

10.7 | Historical Memory：2,000 正在变成新的下方历史记忆

过去十年，2,000 日元大多是上方压力。

现在 2025 年末 2,455、2026 年低点 2,183.5，说明 2,000 已经从“难以到达”变成“深回撤参考区”。

新的长期价格吸引区更接近 2,400—2,900。

10.8 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State：

关西电力在 2011—2022 形成约 900—1,800 的长期后事故价格系统；2023 首次向上迁移，2024 曾冲高 2,929 但未保留，2025 则在深回撤后年末稳定于 2,455，2026 最低 2,183.5、最高 3,053、9 月仍在 2,900 附近。旧价格中心已经显著弱化，2,400—3,000 的新中心正在形成，并经历最新核电/电价坏消息压力测试。当前问题已从“能不能突破”转为“高位能不能长期停留”。

Technical Confidence：HIGH。

10.9 | Price-Fundamental Timing

当前判断：Synchronized / Price-led at the margin。

2023—2025 盈利、核电利用率和资本回报改善与价格迁移大体同步。

进入 2026，全年经常利润预测明显下降，但股价仍创新高并维持高位，说明价格开始提前定价更长期的核电/现金流和股东回报质量。

若 2026 利润低于 2,900 亿预测，价格领先会变成风险；若利润兑现，新中心获得基本面确认。

10.10 | 下一次最有信息价值的价格证据

重点观察：

- 2,700—2,900 坏消息后能否保持；
- 2,455 的 2025 年末价格是否成为下一轮深回撤的第一重要中心；
- 2,183.5 年内低点能否守住；
- 再次突破 3,053 后能否获得月度时间保留；
- 美浜 3 号机恢复运行后价格是否继续高位组织；
- 若全年利润下降但价格保持高位，市场是否真正完成盈利周期与长期资产价值的重新定价。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 核电设备可靠性与长期运行

美浜 3 号机当前手动停堆点检，大飯 3 号机 8 月也曾自动停堆。

任何较长停机都会提高替代采购和火力成本。

11.2 | 使用济燃料与长期运转资本

干式储存、机组延寿和安全升级都需要资本和地方/监管许可。

如果燃料搬出/储存受阻，会影响核电长期可用性。

11.3 | 零售采购和客户竞争

大阪ガス、新电力和其他综合服务商持续争夺客户。

若采购成本先升、零售价后调，零售利润会被压缩。

11.4 | 送配电监管与成本

电网需要大量老旧设备更新和新能源接入投资。

收入上限机制提供回收框架，但效率和成本超支仍影响 ROIC。

11.5 | 治理/合规

客户信息、独禁法历史事项与 2026 规制电价算定错误都要求持续整改。

11.6 | 高资本开支与成长投资回报

未来三年计划 2.5 万亿日元投资。

若信息通信、不动产、能源成长项目低于 WACC，规模增长会稀释价值。

11.7 | 主要催化剂

- 美浜 3 号机点检后安全恢复并维持高可用率；
- 全年经常利润 2,900 亿兑现；
- 核电整体利用率恢复；
- 零售小售电量与单位毛利改善；
- 2,700 亿以上股东回报实际执行；
- 低回报资产出售和 ROIC-WACC 利差扩大；
- 数据中心/信息通信与不动产实现高 ROIC；
- 股价 3,053 上方形成时间保留。

12 | 反常识发现

12.1 | Power44 最大结论：关西电力零售优势的核心不在客户，而在“电源—合同匹配”

116TWh 小售电量很大。

但客户可以切换，竞争对手也能提供同样可靠的电。

关西电力真正不同的是：有大量核电、区域采购能力和长期合同，可以把供给成本与销售合同动态匹配。

因此零售护城河的物理基础在采购端，而不是终端品牌本身。

12.2 | 核电停堆不一定否定核电价值，反而是衡量价值的现实单位

一台机组每停一天，就会暴露替代采购成本、检修质量和组合韧性。

所以“核电价值”不应该用装机容量衡量，而应看可用率×替代燃料成本×长期安全资本。

12.3 | 2026 Q1 归母利润增长是一个很好的“不要只看净利润”案例

主营营业利润同比下降 84%，归母净利润却增长 38%。

原因是关系会社株式出售约 1,050 亿日元特别利益。

如果只用 PER 或净利润增长率判断，会把资产出售误当成经营改善。

12.4 | 0.93 倍 PBR 已经说明市场正在把它从“危机电力股”重新分类

2020—2022 股价仍在约 1,000 日元，2026 接近 3,000。

市场已经认可核电复归、资产负债表和现金流修复。

未来重估空间更依赖 ROE 和现金回报，而不是“发现一个便宜资产”。

12.5 | 最新坏消息没有立刻打破新价格中心，是比单日涨跌更有价值的 Technical 证据

规制电价算定错误和美浜 3 号机停堆接连公布后，股价仍在 2,900 附近。

这不能证明问题不重要，但说明目前旧 1,500—1,800 中心没有立即重新取得控制。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 核电

- 美浜 3 号机停堆原因、修复和恢复时间；
- 大飯 3 号机后续可靠性；
- 七基综合设备利用率；
- 计划外停机天数；
- 使用済燃料干式储存审批/建设；
- 长期运行安全资本开支。

13.2 | Power44 零售专项

- 小售电量和客户数；
- 家庭/法人客户流失；
- 电力+燃气交叉销售；
- 单位 kWh 毛利；
- 核电自有电源覆盖率；
- JEPX 和外购电成本；
- 低压/高压产品价格调整速度；
- PPA、DR、设备/能源管理服务收入。

13.3 | 现金流与资本效率

- 2026 经营现金流；
- 2.5 万亿三年投资的 ROIC；
- 资产替换和持有株式出售；
- ROIC 3.3%、ROE8%目标；

- Net Debt/EBITDA ；
- 2,700 亿以上股东回报执行。

13.4 | 治理

- 规制电价算定错误返还和再发防止 ；
- 过去业务改善计划后续 ；
- 零售/送配电信息隔离 ；
- 核电安全事项的信息披露和整改。

13.5 | 多元业务

- 信息通信利润与数据中心 ；
- 不动产资产回转 ；
- 新成长投资的退出纪律 ；
- 海外/基础设施项目回报。

13.6 | Technical

- 2,700—2,900 高位组织 ；
- 2,455 长期中心 ；
- 2,183.5 年内低点 ；
- 3,053 突破后的保留时间 ；
- 坏消息后 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	2025 经营现金流 6,524 亿、自由现金流约 805 亿、自己资本比率 36.3%，缓冲明显修复；但高资本强度、债务和核电/电网持续投资仍限制财务自由度。
竞争优势与结构耐久性	14	85	11.90	区域电网天然垄断、七基原子力体系、116TWh 零售规模和信息通信/不动产形成强复合壁垒；零售客户可切换，核电优势依赖安全可用率。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	70	11.90	2025 高利润同时形成正 FCF，质量较好；但 2026Q1 营业利润骤降、净利润含巨额出售益，全年正

				常化明显回落，未来 2.5 万亿投资需验证 ROIC。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	84	9.24	核电、电网、零售、信息通信和不动产组合多元；燃料、JEPX、设备停机、监管、客户切换和使用济燃料形成重要依赖。
估值与安全边际	15	76	11.40	预测 PER 约 10.4 倍、PBR 约 0.93 倍，盈利/现金流/分红支持估值；但股价已完成大幅重估，接近历史高位区域，价格安全垫明显小于低位阶段。
资本配置与股东回报	10	80	8.00	25—35%配当性向、80 日元配当和三年 2,700 亿以上股东回报清晰，同时强调 ROIC-WACC 和资产替换；大规模成长投资仍需证明不稀释回报。
治理、所有权与管理层	7	45	3.15	过去客户信息和独禁法事项是硬反证，2026 又出现小额规制电价算定错误；内部控制改革持续，但需用更长无重大事故期间证明。
Kabugami 技术结构	13	82	10.66	2023—2026 已从长期 900—1,800 旧中心迁移到 2,400—3,000，新高位经深回撤和最新坏消息仍被保留；3,053 以上尚需时间确认。
总分	100		76.13	A

14.1 | 为什么是 A

关西电力的 A 不是因为核电叙事最强，而是因为资产、盈利、现金流、股东回报和价格结构同时改善。

它拥有真实的电网和核电壁垒，2025 又产生正自由现金流，资本政策开始明确把 ROIC 和股东回报放进同一预算。

A 的上限仍被三个问题压住：

- 核电可用率和老化资本开支；
- 2026 盈利明显正常化回落；
- 历史竞争治理问题和最新电价算定错误。

因此这是有条件的 A，不是低风险公用事业评级。

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 2026-07-31 发布的 2027 年 3 月期 Q1；已纳入 2026-09-17 规制电价原价算定错误、2026-09-18 美浜 3 号机手动停堆，以及 8 月/9 月使用済燃料、核电运行与送配电相关公开信息。Technical settled 观察使用 2026-09-18 完整东证交易日收盘 2,905.5 日元，不把 9 月 19 日周末或 PTS 当作完成日线。

Power44 临时电力方向只作为 Open Discovery 起始 VOI 假设。本轮证据确认小售 116.3TWh 和能源事业利润波动使零售属于 material domain，因此继续深挖；没有为电力增加 Score 权重，也没有改变 Coverage35、Technical、Synthesis、Routing 或 00—15 结构。

Owner 月线图 attachment 3911 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. 関西電力 | 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信 (2026-07-31)

https://www.kepco.co.jp/ir/brief/disclosure/pdf/kaiji20260731_1.pdf

2. 関西電力 | 2026 年度第 1 四半期決算説明資料

<https://www.kepco.co.jp/ir/brief/jobfair/>

3. 関西電力 | 2026 年 3 月期 決算短信

https://www.kepco.co.jp/ir/brief/disclosure/pdf/kaiji20260430_1.pdf

4. 関西電力 | 2025 年度财务摘要

<https://www.kepco.co.jp/ir/financial/summary/index.html>

5. 関西電力 | 2025 年度業績・販売電力量

<https://www.kepco.co.jp/ir/private/strength/>

6. 関西電力 | 関西電力グループ経営計画 2026 (2026-04-30)

https://www.kepco.co.jp/ir/brief/disclosure/pdf/kaiji20260430_3.pdf

7. 関西電力 | 株主還元方針の見直し (2026-04-30)

https://www.kepco.co.jp/ir/brief/disclosure/pdf/kaiji20260430_4.pdf

8. 関西電力 | 規制分野における電気料金の原価算定誤り (2026-09-17)

https://www.kepco.co.jp/ir/brief/disclosure/pdf/kaiji20260917_1.pdf

9. 関西電力 | 美浜発電所 3 号機の原子炉手動停止 (2026-09-18)

https://www.kepco.co.jp/ir/brief/disclosure/pdf/kaiji20260918_1.pdf

10. 関西電力 | 大飯発電所 3 号機の原子炉自動停止 (2026-08-10)

<https://www.kepco.co.jp/ir/brief/disclosure/>

11. 関西電力 | 美浜・高浜使用済燃料乾式貯蔵施設 事前了解/申請

https://www.kepco.co.jp/corporate/profile/community/wakasa/ew/sp/tanpou_s_57_1.html

12. 関西電力 | 原子力発電所公開情報

https://www.kepco.co.jp/energy_supply/energy/nuclear_power/info/

13. 関西電力 | 会社概要・販売電力量

<https://www.kepco.co.jp/corporate/profile/outline.html>

14. 大阪ガス | 大阪ガスの電気・関西電力従量電灯 A との比較

<https://home.osakagas.co.jp/energy/electricity/point/>

15. 大阪ガス | 2026 年度 Daigas グループ経営計画・電力販売量計画

https://www.osakagas.co.jp/company/press/pr2026/1798896_60968.html

16. 株探 | 9503 年次株価履歴 (2026-09-18 参照)

https://s.kabutan.jp/stocks/9503/historical_prices/yearly/

17. Yahoo!ファイナンス | 9503 株価・PBR/PER・時系列 (2026-09-18 参照)

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9503.T/>

18. Owner 提供 9503 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3911。

Publication continuity：本轮形成 9503 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。