

9504 中国電力株式会社 (The Chugoku Electric Power Company, Incorporated)

Kabugami V3.2 62.81/100 · B

这家公司是做什么的

中国电力主营发电与电力零售，在中国地方拥有火力、水力、岛根核电等电源并向家庭和企业售电；集团同时通过中国电力网络经营区域送配电，并开展燃气、能源解决方案和信息通信等业务。

最近亮点

2026年度Q1销售3,439.44亿日元、同比+4.4%，但营业亏损53.93亿、经常亏损32.91亿、归母净亏损37.72亿；主要受燃料费调整制度期差损失与岛根2号机定检停机导致的原料费增加影响。岛根2号机8月19日…

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	188d0fa2a90fe5945f04f04315e039e3b60928d3
评分版本	V3.2
发布源 SHA	22be531de21cc6cadee534ef6dbc9c5b0b3475a1
交付代码版本 SHA	22be531de21cc6cadee534ef6dbc9c5b0b3475a1
交付运行时指纹	284a4a73b8f492383f94a8da81b67689c4fe98ad6cc469812ec7aceabf59358c

先看研究要点

为什么值得研究	2025 年度小售电量约 454.2 亿 kWh、总销售量 568.1 亿 kWh，区域客户与电源组合具有真实规模；岛根 2 号机商业运行后可降低火力燃料与市场采购暴露；Action Plan 2030 自 2026 年导入 ROIC 经营，2030 目标 ROE≥8%、ROIC≥3%、自己资本比率≥20%，同时导入 DOE 思路并推进低回报资产/政策持股瘦身。
最需要担心什么	2025 年度经营现金流 2,372 亿日元、投资现金流-2,362 亿，FCF 只有约 10 亿；有息负债约 3.33 万亿日元、自己资本比率 16.8%，财务缓冲仍弱。2026—2030 计划约 1.7 万亿投资，岛根 3 号机又存在监管、安全工程、进度与追加投资不确定性。电力零售面对同行和客户自备电源替代，且历史上发生反垄断、客户信息使用等治理问题，2026 年仍出现合同书面未适当交付等操作缺陷。
Kabugami 现在怎么看	中国电力当前不是单纯“0.5 倍 PBR 的便宜电力股”，而是一家正在把核电复归、零售/批发重构、ROIC 经营和巨大更新投资同时压在资产负债表上的综合公用事业。岛根 2 号机在 Q1 停机时，公司从上年同期营业盈利 395.86 亿转为亏损 53.93 亿，直接证明低燃料成本电源对正常化利润的决定性；9 月 16 日恢复商业运行因此是当前最重要的盈利修复触发点。Power44 专项也确认电力零售高度 material：2025 年度小售 454.2 亿 kWh，是核电、火力、市场采购和燃料成本最终变成终端毛利的主要入口；但中国地区工业客户自家发电占区域总需求约 25.9%，既构成替代竞争，也构成未来转网与 GX 需求机会。当前 B 不是因为资产差，而是因为低估值与核电修复尚未抵消低资本充足度、巨额投资、竞争和治理执行风险。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：核电修复能否穿过零售竞争和巨额资本开支，变成可分配现金

中国电力的投资问题不能只问岛根 2 号机是否重启，因为重启本身已经发生。真正决定普通股东回报的是一条更长的链条：

核电可用率 → 火力/市场采购成本 → 零售与批发毛利 → 经营现金流 → 安全与增长投资 → 负债/利息 → 剩余可分配现金。

2025 年度岛根 2 号机运行曾帮助改善综合能源业务，但 2026 年度 Q1 其定检停机后，集团营业利润由前年同期约 395.86 亿日元转为亏损 53.93 亿。这个巨大变化说明核电不是附属资产，而是当前盈利弹性的核心变量。

与此同时，公司未来五年要建设岛根 3 号机、柳井新 2 号机和下一代送配电网络，计划投资约 1.7 万亿日元。因此即使岛根 2 号机把利润修回来，只要资本开支、利息和财务杠杆持续吞噬经营现金，股东自由现金流仍可能很薄。

所以本轮核心问题是：

岛根 2 号机恢复稳定运行以后，中国电力能否让低燃料成本电源优势穿过零售竞争、燃调期差、输配电费变化与高资本开支，形成持续高于资本成本的 ROIC 和可分配现金。

01.2 | Power44 起始问题：454 亿 kWh 零售业务不是渠道，而是利润传导器

2025 年度公司小售电量约 454.2 亿 kWh，其中电灯约 149.1 亿 kWh、电力约 305.2 亿 kWh；连同他社销售，总销售电量约 568.1 亿 kWh。

这意味着零售不是边缘业务，而是集团把自有电源、燃料采购、市场交易与客户关系变成收入和毛利的主要终点。

2026 年 6 月的组织改编进一步把发电批发和电力零售分别作为“利润最大化”的经营单元，同时成立 Power Trading 总部，把火力、燃料采购、需给运用与交易整合。这个动作表明公司自己也承认：未来收益不是只靠发电量，而要靠电源组合、采购、交易和零售之间的组合管理。

01.3 | 当前答案：盈利修复条件已经改善，但“修复完成”还没有被证明

岛根 2 号机 8 月 19 日恢复发电，9 月 16 日正式结束定检并恢复商业运行。与 Q1 相比，最重要的不利变量已经发生方向变化。

但从“恢复运行”到“正常化资本回报”还隔着至少四层验证：

1. 核电必须保持较高可用率，而不是反复因设备或监管问题停机；
2. 燃料费调整制度的期差影响需要回归正常，不能掩盖真实盈利；
3. 零售竞争与输配电费上调要能通过价格、客户结构和采购优化消化；
4. 经营现金必须在巨额投资和利息支出后仍能留给股东。

因此本轮定义为：盈利修复触发已经发生，资本回报闭环尚待验证。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 综合能源业务把发电、采购、交易和零售连成一个利润池

中国电力拥有水力约 291 万 kW、火力约 662.3 万 kW、原子力 82 万 kW 等发电能力，同时从市场和其他发电方采购电力，再向终端客户和其他电力公司销售。

这个模式的核心不是“电价×电量”这么简单，而是不同电源边际成本和市场价之间的组合管理。

核电和水力提供低燃料成本的底盘；火力提供供给弹性；市场采购与交易负责平衡时段与区域差异；零售端负责把组合成本转化成客户价格。

当低成本自有电源稳定运行时，公司可以减少昂贵火力燃料或市场采购，零售毛利变厚；当核电停机或市场采购价格上升，客户合同价格又不能同步调整时，利润就会迅速收缩。

02.2 | 送配电是高壁垒资产，但不是无风险现金机器

中国电力网络经营区域输配电资产，具有典型自然垄断特征。复制同一套区域电网在经济上不合理，监管又允许在一定规则下回收必要成本和资本投入，因此它构成集团最稳定的基础设施壁垒之一。

但收益并不固定。物价、人工和金利上升已经推动 2026 年输配电费调整；监管收入上限、效率要求、灾害韧性和电网升级投资都影响资本回报。

因此“有电网”是护城河，不等于“电网利润不会波动”。

02.3 | 信息通信提供小而稳定的非电力利润池

集团通过エネコム等经营通信网络、企业 IT、云和数据中心服务。Action Plan 2030 还明确利用电力集团的客户基盘和自有光纤扩大通信业务，并推动电气与通信组合优惠。

这部分规模远小于能源业务，但其资本回报率明显高于送配电和综合能源业务：2025 年度信息通信 ROIC 约 6.1%，而综合能源约 1.9%、送配电约 0.8%。

因此信息通信不是第二个公司主体，却提供了一个重要参照：集团并非所有资本都只能获得低回报，管理层真正需要做的是把新增资本更多投向能提高全集团 ROIC 的资产。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 家庭客户买的是电价、可靠性与组合服务

家庭客户可以选择规制/自由料金菜单、非化石电源相关菜单以及通信等组合服务。对个人客户来说，差异主要来自价格、套餐、品牌、缴费体验和附加服务，而不是“电本身”具有独特属性。

这意味着传统区域客户基盘很有价值，但自由化以后并不是不可迁移资产。客户仍可转向其他零售商。

03.2 | 工业客户既是最大机会，也是最强替代品来源

中国地区的结构很特殊。公司在 Action Plan 中引用的 2024 年度数据表明，区域工业等客户自家发电自消费约 189 亿 kWh，占包括电力公司购电在内区域总需求的 25.9%，明显高于全国平均 7.2%。

这对中国电力同时意味着两件相反的事：

- 自备电源是终端电力需求的真实替代品，削弱传统区域电力公司天然份额；

- 如果客户因脱碳、设备老化或成本考虑从自备电源转向系统受电，中国电力可以获得新增售电，并叠加天然气、PPA、节能、EV 和非化石电力服务。

因此 Power44 专项的关键不是“公司有没有卖电”，而是能否把区域工业脱碳转型变成高质量新增负荷，而不是只靠价格竞争抢存量客户。

03.3 | 燃料供应和设备可靠性是核心依赖

火力电源依赖 LNG、煤炭、石油等燃料，价格和汇率变化会通过燃料费调整制度传递，但存在时间差，因此会形成阶段性“期差利益/损失”。

核电减少燃料价格暴露，却换来另一组依赖：监管审查、定检、安全设备、核燃料循环、使用后燃料管理与设备可靠性。

这不是“核电无燃料风险”，而是把风险从国际燃料价格部分转移到高固定成本、高监管复杂度的资产可用率。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 零售已经是竞争市场，区域垄断只存在于电网

中国电力在中国地区拥有历史客户关系，但零售业务面对其他大型电力、燃气公司、新电力和客户自备电源。

2025 年度公司自己将“批发·零售业务竞争进展”列为营业利润下降原因之一，说明竞争已经真实进入利润表，而不是政策层面的抽象风险。

因此集团的经济壁垒应拆成两层：

- 送配电网：物理自然垄断，壁垒很强；
- 电力零售：客户基盘大，但客户可迁移，壁垒中等，必须依靠采购成本、套餐、服务和品牌维护。

04.2 | 垂直组合是优势，也提高复杂度

中国电力同时拥有电源、燃料采购、市场交易、零售客户和集团能源服务能力。

这种组合能把不同环节的波动部分互相对冲。例如自有低成本电源增加，可以降低零售采购成本；批发市场价格高时，自有电源也可能获得更高价值。

但它也增加管理复杂度。发电、批发、零售之间的内部经济边界必须清楚，否则容易产生不透明的内部补贴、市场行为和风险归属问题。2026 年的组织改编就是在修正这一点。

04.3 | 监管者不是背景角色，而是商业模式的一部分

电力公司的收入、网络费率、核电运行、市场交易和客户信息使用都受到监管。

对中国电力而言，监管既能提供电网成本回收和长期脱碳电源投资回收框架，也能因为竞争法、信息隔离或核安全问题直接约束经营。

所以监管能力不是“合规部门的小事”，而是决定资产能否正常变现的核心运营能力。

05 | 护城河判断

中国电力拥有真实但分层的护城河。

最强的是区域送配电网。它具有极高复制成本和监管进入壁垒，是长期基础设施资产。

第二层是电源组合。岛根 2 号机、水力和大型火力如果稳定运行，可以形成规模与成本优势；未来岛根 3 号机和柳井新 2 号机若按计划投入，会进一步扩大这类资产优势。

第三层是区域客户与集团服务关系。454 亿 kWh 小售规模、燃气/能源解决方案和通信套餐有助于降低获客成本并增加交叉销售。

但零售客户并没有不可逆切换成本，工业客户甚至有大规模自备电源作为替代品。历史结果也已经证明竞争会侵蚀毛利。

因此本轮护城河判断是：

电网壁垒强，电源成本优势取决于资产可用率，零售客户壁垒中等；整体优势是真实资产型护城河，不是高议价软件式护城河。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2025 年度仍盈利，但正常化质量低于表面数字

2025 年度集团销售约 1.4423 万亿日元，营业利润 902.16 亿、经常利润 802.25 亿、归母净利润 685.39 亿。

与前一年相比利润均明显下降。公司解释中既有岛根 2 号机运行和需求获取的正面，也有批发/零售竞争、送配电利润下降和利息成本等负面。

更重要的是，燃料费调整制度会产生时间差。某些季度利润包含期差收益或期差损失，因此当期营业利润不能直接代表正常化盈利。

06.2 | Q1 赤字是最有信息量的压力测试

2026 年度 Q1 销售 3,439.44 亿日元、同比+4.4%，但营业亏损 53.93 亿、经常亏损 32.91 亿、归母净亏损 37.72 亿。

销售增加却转为亏损，说明问题不是需求消失，而是成本结构。

公司明确指出两项关键原因：

- 燃料费调整制度产生期差损失；
- 岛根 2 号机定检停机导致原料费增加。

这给出了非常清楚的经济机制：核电停机 → 火力/采购增加 → 成本上升 → 零售收入无法同步覆盖 → 利润塌缩。

06.3 | 现金流几乎被投资全部吸收

2025 年度经营现金流约 2,372 亿日元，投资现金流约-2,362 亿，自由现金流只约+10 亿日元。剔除公司便宜算的燃调期差影响后，FCF 甚至约-90 亿。

这说明中国电力不是“利润变好就有大量自由现金”的企业。

电网更新、核安全、火电更新和新电源建设都属于持续资本需求。未来五年约 1.7 万亿日元投资意味着，经营现金改善必须非常明显，才会真正传导到股东。

06.4 | 财务韧性仍是核心弱项

2025 年度末总资产约 4.62 万亿日元，有息负债约 3.33 万亿，自己资本比率 16.8%。2026 年 6 月底自己资本比率约 17.0%，只有轻微改善。

公司为大型投资使用转型债、贷款、GX 机构担保和混合债/贷款，其中总额约 2,000 亿日元混合融资获得评级机构 50%资本性认定。

这些工具能扩大融资容量，却不会消除真实利息和现金偿付。

随着日本利率上行，资本成本和债务成本上升已成为比过去更重要的投资变量。

06.5 | ROIC 已经暴露资本效率问题

2025 年度集团 ROIC 约 1.7%，综合能源约 1.9%，送配电约 0.8%，而当年公司估算 WACC 约 1.2%。虽然尚为正利差，但缓冲很薄。

公司 2030 目标把集团 ROIC 提高到 3%以上，假设 WACC 约 2.6%。这实际上意味着管理层自己承认：未来利率更高、资本更贵，旧有低回报资产组合不足以支撑企业价值提升。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 治理折价有真实历史根源

2023 年前后，中国电力及相关集团公司因电力零售竞争中的独占禁止法问题、非公开客户信息使用等接受公取委和经济产业省处置/改善要求。

这些不是抽象 ESG 事件，而直接涉及零售竞争、信息隔离和市场规则——也就是 Power44 最关键的业务边界。

因此治理问题必须计入资本成本和估值折价，而不能只视为一次历史罚款。

07.2 | 整改机制已经建立，但 2026 年仍出现运营控制缺口

公司 2023 年设立内部统制强化委员会，由三名外部专家及公司合规/风险管理负责人组成，2026 年仍持续召开会议。

这表明整改并非一次性文书。

但 2026 年 3 月，公司又确认部分电力客户未收到法定合同通知书面，部分线上显示和说明也不完整，需要对仍在合同中的客户补发并调整流程。

这个事件规模远小于反垄断案件，却有很强的信息含量：制度已经加强，不代表前线操作控制已经完全成熟。

07.3 | 治理判断需要“运行记录”，不是更多制度文本

对大型电力公司来说，最关键的治理成果应该体现在：市场交易行为、客户信息隔离、核电安全文化、工程投资决策和零售合规持续几年不再出现重大重复问题。

当前可以确认治理方向改善，但不能确认问题已经毕业。

因此本轮治理评分保留明显折扣。

08 | 资本政策

08.1 | 从利润目标转向 ROIC，是正确方向

公司从 2026 年度起正式采用 ROIC 管理，并设定 2030 年集团 ROIC $\geq$ 3%、ROE $\geq$ 8%、自己资本比率 $\geq$ 20%的目标。

这比单纯追求“利润总额”更适合中国电力当前阶段，因为公司面对的真正矛盾不是缺投资机会，而是投资机会太多、资产太重。

如果资本不按回报率分配，1.7 万亿日元投资完全可能扩大资产却不提高每股价值。

08.2 | 1.7 万亿投资既是价值来源，也是最大风险

2026—2030 的约 1.7 万亿投资主要用于岛根 3 号机、柳井新 2 号机和送配电网。

公司同时计划出售政策持股和低回报资产，并研究项目融资降低资产负担。

这形成一个合理的资本组合：

高战略价值大型电源/电网投资 + 低回报资产退出 + 融资结构优化。

但结果必须看 ROIC，而不能用“脱碳投资”本身证明价值。

08.3 | 岛根 3 号机是一项巨大期权，但不能全部提前计价

Action Plan 估算岛根 3 号机若以约 70%利用率运行，可带来约 300 亿日元/年的经常利润改善、约 1,000 亿日元/年的经营现金流增加以及约 0.5 个百分点 ROIC 改善。

这个潜在影响很大。

但公司也明确承认可能发生额外安全工程等不确定因素，并以 2028 年度左右完成安全工程、2030 年度前商业运行作为目标。

因此本轮把岛根 3 号机视为有价值但未完成的资本回报期权，而不是当前盈利底座。

08.4 | DOE 提高可预测性，但当前股东回报仍受财务基盘约束

公司自 2026 年度起导入 DOE 思路，在岛根 3 号机商业运行前以 DOE 2%为目标；2026 年度当前计划每股 30 日元，其中期 15 日元、期末 15 日元，约为 DOE 1.5%。

这是比单纯按当年利润波动分红更稳定的政策。

但自己资本比率仍只有约 17%，又处于大型投资期，所以当前分红政策的意义主要是提高可预测性，不是宣告进入高回报成熟期。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.50 倍 PBR 是明显折价，但并非无条件便宜

9 月 18 日收盘 1,083.5 日元，公开市场 PBR 约 0.50 倍，明显低于账面净资产。

这个折价有现实原因：

- 资产高度资本密集；
- 有息负债规模大；
- 自己资本比率低；
- 核电可用率能显著改变盈利；
- 燃料费调整期差造成利润波动；
- 零售竞争真实存在；
- 历史治理事件增加资本成本；
- 未来五年资本开支巨大。

因此不能把 0.5 倍 PBR 简单翻译成“市场少算了一半资产”。

09.2 | 预测 PER 约 12.6 倍并不极端便宜

公司预计 2027 年 3 月期营业利润 520 亿、经常利润 400 亿、归母净利润 310 亿，EPS 约 86.21 日元。以 1,083.5 日元计算预测 PER 约 12.57 倍。

这说明市场并不是只按低 PBR 交易，已经在部分计入岛根 2 号机后续盈利修复。

真正的安全边际来自：如果岛根 2 号机持续运行、Q1 赤字被证明是停机与期差造成的阶段性谷底，而资本效率又改善，那么账面折价与盈利修复可以同时收敛。

反过来，如果核电再次停机或现金流被投资吞噬，0.5 倍 PBR 可以长期停留，甚至不是便宜而是合理折价。

09.3 | 重估的真正门槛是 ROIC，不是 PBR 目标本身

公司希望 2035 年前尽早把 PBR 提高到 1 倍以上，并在 2040 年前实现持续 1 倍以上。

但 PBR 不是管理动作，ROIC 与资本成本才是原因。

如果 2030 年 ROIC 能从 2025 年的 1.7% 提高到 3% 以上，同时自己资本比率提高到 20% 以上，市场才有充分理由减少资产折价。

如果只扩大资产而没有提高回报率，PBR 目标不会因为写入计划而自动实现。

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。

本 Review 指定的 Owner 原始月线图为 WordPress Owner Media attachment 3912。图像通过现有 Review-specific Owner Media 路径绑定，用于公开视觉；以下技术判断独立来自真实长期市场价格历史，Owner 图不是唯一技术证据。

10.1 | Technical Question：2007 年高点后的长期下移，是否终于从“反弹”变成新的价格重心

中国电力在 2007 年曾达到约 3,010 日元，此后长期价格结构持续下移。2008 年仍曾到约 2,495 日元，2015 年高点约 1,955 日元，但随后多年没有重新建立接近旧高位的稳定运行区间。

真正的低位阶段出现在 2022—2025 年：2022 年最低约 621 日元，2023 年最低约 645 日元，2024 年最低约 838.5 日元，2025 年又一度回到约 677.2 日元。

所以当前技术问题不是“1,000 日元是不是突破”，而是：

持续近二十年的价格重心下移，是否已经在 600—900 日元区域完成主要衰减，并开始建立一个可以反复保留在更高位置的新状态；还是 1,100—1,250 日元附近仍会像过去一样把每次修复重新压回旧低位。

10.2 | 旧状态正在变弱，但 2025 年的 677 日元说明它并没有完全死掉

如果只看 2022 低点 621、2023 低点 645、2024 低点 838.5，会很容易判断低点已经连续抬高。

但 2025 年股价又回到 677.2 日元附近，说明旧的低位吸引力仍然存在，不能把 2024 年的上移当成完成的相变。

真正更有信息的是 2025 年夏季以后：价格从 677 附近修复，11 月月收盘超过 1,020 日元，12 月仍约 995 日元；2026 年上半年回撤虽然很深，6 月最低约 828 日元，但没有重新回到 600—700 日元旧核心低位。

这代表旧状态的重新吸收能力已经减弱。

10.3 | Return Topology 比第一次上破更好：深回抽后没有完全回到旧低位

2024 年股价最高约 1,258 日元，但随后重新下滑，证明那一轮高位并没有建立成可重复的新状态。

2025 年底再次上到 1,000 日元以上后，2026 年经历从 2 月高点 1,145 日元到 6 月约 828 日元的深回抽。

这轮回抽很关键：幅度依旧不小，但最低点明显高于 2025 年的 677 和 2022 年的 621。随后 7 月、8 月、9 月月度价格重心又依次回到约 941、1,009、1,083 日元。

换句话说，价格离开旧低位后，虽然仍会被拉回，却越来越难完整回到过去的 600—700 日元区域。

这符合“旧状态弱化”的证据，但还不足以证明“新状态已经完全建立”。

10.4 | 1,100—1,250 日元仍是最重要的上方记忆区

2024 年高点约 1,258 日元，2026 年 2 月高点约 1,145 日元，9 月 17 日股价又到 1,123.5 日元附近。

9 月 18 日开盘 1,133 日元后回落，收于 1,083.5 日元、单日跌约 3.56%，说明 1,100 日元以上仍存在明显供应与获利了结压力。

因此当前不能把“重新站上 1,000”直接升级成新的长期稳定区间。

后续最有信息的确认不是再冲一次 1,150，而是：

- 1,000 日元附近回抽后是否能反复守住；
- 850—900 日元是否逐渐从深回撤终点变成更坚实的下沿；
- 1,150—1,250 日元区域是否能从一次性高点变成反复可停留的价格带。

10.5 | Price-Fundamental Timing：价格领先于岛根 2 号机正式复运

2026 年 Q1 营业赤字在 7 月 31 日公布，而当时岛根 2 号机仍处于定检停机状态。

价格在 6 月约 828 日元见低后已经开始回升，7 月月收盘约 941 日元、8 月约 1,009 日元；岛根 2 号机直到 8 月 19 日才恢复发电，并在 9 月 16 日正式恢复商业运行。

这说明本轮价格修复具有明显的 Price-led 成分：市场在经营数据真正恢复前，已经提前交易核电复运与盈利正常化预期。

这同时构成反证。既然市场已经提前给了信用，后续如果 Q2/Q3 没有体现燃料成本与利润修复，价格就可能回吐预期溢价。

9 月 18 日在正式复运后出现较大回落，也提示“复运”本身可能已有相当部分被计价。

10.6 | 当前 Technical State 与证伪条件

当前纯价格状态可概括为：

长期旧下行状态明显弱化，价格重心已从 2022—2025 年的极低区域向 900—1,100 日元迁移；但 1,100—1,250 日元历史阻力仍强，新状态处于建立中而非完成态。

确认条件：

- 深回抽继续在更高位置结束；
- 1,000 日元附近从突破位转为可重复稳定运行区间；
- 1,150—1,250 日元被突破后，回抽仍不重新跌入旧区间中心。

失效/降级条件：

- 重新长期跌回 850 日元以下并继续向 2025 年的 677 区域移动；
- 多次上破 1,100—1,150 后都完整回吐；
- 核电复运后的基本面修复没有被价格保留，形成明显 Event-failed 结构。

因此 Technical 内部判断为 72/100，对应 V3.2 技术贡献 9.36/13。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

核电可用率风险。岛根 2 号机能够显著改变燃料成本，但核电任何定检延长、设备异常或监管要求都可能重新增加火力/市场采购。

大型投资与杠杆风险。未来五年约 1.7 万亿日元投资叠加约 3.33 万亿有息负债，使项目延期、成本超支或利率上升能够直接侵蚀股东现金。

零售竞争风险。传统区域客户基盘很大，但自由化后并非不可迁移。中国地区工业自备电源又是比其他零售商更直接的替代品。

输配电费传导风险。2026 年 11 月输配电费调整后，公司计划研究向所有签约客户电价反映。若完全转嫁，可能增加客户流失压力；若不能转嫁，零售毛利承压。

燃调期差与商品价格风险。燃料价格和汇率变化会通过制度传导，但时间差可以让季度利润剧烈波动。

治理与合规风险。过去反垄断和客户信息事件表明，零售/网络隔离和市场规则曾真实失败；2026 年的合同书面问题说明执行控制仍需长期验证。

11.2 | 主要催化剂

岛根 2 号机商业运行后的 Q2/Q3 利润修复。这是离现金流最近、信息价值最高的催化剂。

输配电费及终端电价调整落地。可以验证公司在竞争市场中的成本转嫁能力。

ROIC 经营与资产瘦身。政策持股、低回报资产退出以及项目融资使用若真实发生，会改善资本效率和资产负债表。

岛根 3 号机监管与安全工程进展。若监管路径和 2028/2030 时间表可信度提高，其长期利润与现金流期权价值会增加。

客户从自备电源转向电网/GX 解决方案。如果区域工业客户的脱碳投资真正转化为新增电力、燃气和服务收入，零售平台会获得结构性增量。

12 | 反常识发现

12.1 | 最大的“核电利好”证据其实来自核电停机时的亏损

最能证明岛根 2 号机经济价值的，不是公司对核电优势的宣传，而是 Q1 停机时利润发生了什么。

销售额同比增加 4.4%，集团却从营业盈利 395.86 亿日元变成亏损 53.93 亿日元。公司明确把核电停机导致的原料费增加列为主要原因。

这比“核电成本低”更有信息量，因为它给出了真实反事实：没有该低成本电源时，利润结构会迅速恶化。

12.2 | 中国地区高自备电源比例既是护城河反证，也是增长池

中国地区自家发电自消费占区域需求 25.9%，远高于全国 7.2%。

从传统公用事业视角，这意味着客户有替代品，削弱区域零售天然垄断。

但从脱碳视角，自备火力设备退出反而可能把需求重新送回电网。

所以同一个事实同时解释了：

- 为什么中国电力零售竞争比想象中更激烈；
- 为什么未来工业电气化/GX 可能成为比抢同行客户更有价值的增长来源。

12.3 | 0.5 倍 PBR 真正要赌的是资本纪律，不是核电重启

岛根 2 号机已经复运，市场可以很快看到利润修复。

更难的问题是未来 1.7 万亿日元投资能不能让 ROIC 从 1.7% 提高到 3% 以上，同时自己资本比率从 16.8% 提高到 20% 以上。

如果做不到，核电带来的现金会再次被低回报投资吸收，0.5 倍 PBR 可能长期合理。

因此本轮最大的长期 Research Dividend 是：中国电力的重估钥匙不在“更多核电”四个字，而在“核电现金流 + ROIC 约束 + 资产瘦身”是否同时成立。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 第一优先：岛根 2 号机复运后的真实季度利润

下一次 Q2/Q3 最值得拆的是：

- 原料费和市场采购是否明显下降；
- 燃调期差是否回归正常；
- 综合能源事业利润率是否恢复；
- 经营现金流是否改善。

如果核电已经稳定运行而利润仍然弱，说明竞争、采购或其他成本问题比当前判断更严重。

13.2 | 第二优先：11 月输配电费调整后的客户反应

跟踪终端电价实际如何调整、客户流失/获取、自由料金菜单竞争和大客户续约。

这会直接验证 Power44 最重要的零售问题：公司是否拥有足够的价格转嫁能力。

13.3 | 第三优先：FCF 和负债，而不是只看净利润

未来五年资本开支巨大，应持续观察：

- 经营现金流；
- 投资现金流；

- 有息负债；
- 自己资本比率；
- 利息支出；
- ROIC-WACC 利差。

如果利润上升但自由现金流和负债没有改善，投资逻辑不能升级。

13.4 | 第四优先：岛根 3 号机的监管与工程路径

当前最关键未知不是管理层给出的 300 亿日元利润改善估算，而是：

- 安全审查时间；
- 是否新增重大安全工程；
- 2028 年度工程目标是否仍可信；
- 2030 年度商业运行是否仍可实现；
- 总投资与融资成本是否继续上升。

13.5 | 第五优先：治理整改是否真的进入日常运营

继续跟踪独占禁止法/信息隔离整改、内部统制强化委员会结论、零售合同流程和核安全文化。

如果又出现与过去同类的重大违规，治理判断应重新显著下调。

14 | Kabugami Score 评分卡

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	45/100	5.85	现金流规模大，但有息负债约 3.33 万亿、自己资本比率仅 16.8%，且处于巨额投资期；混合融资和评级提供一定缓冲。
竞争优势与结构耐久性	14	75/100	10.50	区域电网自然垄断、核电/水力/火力电源组合和 454 亿 kWh 小售客户基盘形成真实资产壁垒；但零售和自备电源替代削弱终端护城河。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	50/100	8.50	2025 经营现金流 2,372 亿但 FCF 仅约 10 亿，ROIC 仅 1.7%；核电复运可修利润，但资本开支与燃调期差令现金质量仍待证明。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	70/100	7.70	发电—采购—交易—零售—网络链完整，客户与电源规

				模大；核心依赖是核电可用率、燃料、市场采购、监管和区域工业需求。
估值与安全边际	15	75/100	11.25	PBR 约 0.50 倍提供明显账面折价，预测 PER 约 12.6 倍并非极低；安全边际取决于岛根 2 号机复运后正常化盈利与 ROIC 改善是否兑现。
资本配置与股东回报	10	65/100	6.50	导入 ROIC 和 DOE、推进低回报资产瘦身方向正确；但 1.7 万亿投资规模巨大，岛根 3 号机等项目回报尚未验证。
治理、所有权与管理层	7	45/100	3.15	外部专家内部统制机制持续运行，但历史反垄断/信息使用事件严重，2026 年仍出现零售合同流程缺陷，整改需要更长运行记录。
Kabugami 技术结构	13	72/100	9.36	600—700 日元旧低位吸引力正在减弱，2025—2026 回抽低点 and 价格重心提高；但 1,100—1,250 日元仍有明显旧记忆，新状态尚未完全建立。
合计	100		62.81	B

14.1 | 评分解释

62.81 / B 的核心不是“公司一般”，而是强资产与弱资本效率并存。

网络、电源、客户和核电复运提供了真实价值；低 PBR 也给出估值余地。

但自由现金流薄、杠杆高、投资巨大、治理折价和核电运行风险，使当前不能把这些资产直接折算成更高等级的普通股质量。

如果后续出现“岛根 2 号机稳定运行 + 经营现金流改善 + ROIC 升高 + 自己资本比率上升 + 治理持续清洁”的组合，分数上移空间真实存在。

15 | 来源与合规

15.1 | Compliance / 风险披露

本报告依据截至 2026-09-19 可合理获得的公开资料进行研究。市场价格的 settled 观察点采用最近一个完整东证交易日 2026-09-18，不把周末、PTS 或未完成交易时段当作正式价格确认。

报告中的岛根 3 号机利润、现金流和 ROIC 改善幅度属于公司在特定假设下的估算，并非已经发生的盈利。核电监管、工程进度、追加安全投资、燃料价格、利率、市场竞争和电价制度均可能使实际结果显著不同。

Owner 原始月线图 attachment 3912 仅作为本 Review 的公开视觉权威，Technical Research 仍以真实长期市场价格历史为基础；图表不存在“因为画出来就证明结论”的地位。

本报告不构成任何证券买卖建议、投资招揽、目标价、收益保证或适合性判断。

15.2 | 主要公司与监管一手来源

1. 中国電力 | 会社概要

<https://www.energia.co.jp/corp/company/outline.html>

2. 中国電力 | 2025 年度決算について (2026-04-28)

<https://www.energia.co.jp/press/2026/16439.html>

3. 中国電力 | 2026 年度第 1 四半期決算について (2026-07-31)

<https://www.energia.co.jp/press/2026/16599.html>

4. 中国電力 | 中期経営計画 / Action Plan 2030

<https://www.energia.co.jp/ir/irkeiei/gaiyou.html>

5. 中国電力 | Action Plan 2030 本体

https://www.energia.co.jp/ir/pdf/gaiyou/keiei_bunkatsu_02.pdf

6. 中国電力 | Action Plan 2030 経営データ集

https://www.energia.co.jp/ir/pdf/gaiyou/keiei_bunkatsu_03.pdf

7. 中国電力 | 島根原子力発電所 2 号機 第 18 回定期事業者検査の状況

https://www.energia.co.jp/atom/teiken_2_18/index.html

8. 中国電力 | 島根原子力発電所 2 号機 発電再開 (2026-08-19)

https://www.energia.co.jp/atom_info/press/2026/16627.html

9. 中国電力 | 電気料金メニューの見直し（託送料金見直しの反映）の検討開始 (2026-08-25)

<https://www.energia.co.jp/press/2026/16586.html>

10. 中国電力ネットワーク | 託送供給等約款の変更届出 (2026-08-24)

<https://www.energia.co.jp/nw/press/2026/16638.html>

11. 中国電力 | 社内組織の改編 (2026-04-28)

<https://www.energia.co.jp/press/2026/16440.html>

12. 中国電力 | 株主還元・配当情報

<https://www.energia.co.jp/ir/irkabushiki/kangen.html>

13. 中国電力 | 内部統制強化委員会

https://www.energia.co.jp/corp/active/preventive/control_index.html

14. 中国電力 | ご契約内容等のお知らせ書面の不交付等について (2026-03-24)

<https://www.energia.co.jp/press/2026/16391.html>

15. 公正取引委員会 | 電力販売に関する排除措置命令・課徴金納付命令 (2023-03-30)

https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2023/mar/230330_daisan.html

16. 経済産業省 | 一般送配電事業者の情報漏えい事案に関する業務改善勧告 (2023-04-17)

<https://www.meti.go.jp/press/2023/04/20230417007/20230417007.html>

17. 経済産業省 | 中国電力ネットワーク等への業務改善命令 (2023-04-17)

<https://www.meti.go.jp/press/2023/04/20230417005/20230417005.html>

15.3 | 市場与技术历史来源

18. Yahoo!ファイナンス | 9504 中国電力 株価時系列

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9504.T/history>

19. Yahoo!ファイナンス | 9504 中国電力 決算情報

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9504.T/financials>

20. 株探 | 9504 中国電力 長期年次価格履歴

https://s.kabutan.jp/stocks/9504/historical_prices/yearly/

21. 株探 | 9504 中国電力 月次価格履歴

https://s.kabutan.jp/stocks/9504/historical_prices/monthly/

22. Owner 提供の 9504 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3912。

15.4 | Research Debt / 仍待验证的问题

- 岛根 2 号机恢复商业运行后，2026 年度 Q2/Q3 实际核电利用率与燃料成本下降幅度尚未披露；
- 11 月输配电费调整的终端转嫁、客户流失与零售毛利影响尚未形成实际数据；
- 岛根 3 号机安全审查、总投资与 2030 商业运行时间表仍存在重大工程和监管不确定性；
- 未来 1.7 万亿投资中各项目的逐项 ROIC、项目融资比例与股东自由现金流路径仍需后续披露验证；
- 治理整改是否已经形成数年稳定运行记录，目前仍不能确认。

Publication continuity：本轮形成 9504 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；Owner Media attachment 3912 通过现有 Review-specific INBOX assignment 控制进入同一 Single Report 路径。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。

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。