

9505 北陸電力株式会社 (Hokuriku Electric Power Company)

Kabugami V3.2 68.86/100 · B+

这家公司是做什么的

北陸电力是北陆三县历史区域综合电力公司，以约247.8亿kWh年度零售电量为主要终端入口，背后由约194.3万kW水力、456.5万kW火力、长期停运的志贺核电资产、区域送配电网络和集团能源服务共同支撑。

最近亮点

2026年度Q1销售1,990.19亿日元、营业利润265.95亿、经常利润291.51亿、归母净利润221.98亿；经常利润同比下降18.8%，主要受燃调期差恶化、水力发受电减少和七尾大田火力2号机停机影响。Q1自己资…

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	22be531de21cc6cadee534ef6dbc9c5b0b3475a1
评分版本	V3.2
发布源 SHA	bf7da72aadebf07803c7ec2f488acdd7ce7c2caf
交付代码版本 SHA	bf7da72aadebf07803c7ec2f488acdd7ce7c2caf
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 247.8 亿 kWh、区域客户基盘真实；水力装机约 194.3 万 kW，是公司相对于纯火力零售商的重要低变动成本电源；2025 年度经营现金流 1,174.59 亿日元、自己资本比率 24.4%，财务修复明显。公司把 2025—2027 年度累计经常利润目标提高至 1,800 亿日元以上、自己资本比率 25%以上、ROE 8%以上，资本纪律比过去清晰。
最需要担心什么	2026 年度公司预计经常利润仅 350 亿日元，较 2025 年度 850.13 亿显著下降；七尾大田火力 2 号机因主变压器大损伤预计到 2027 年春才复旧，全年影响约 200 亿日元。志贺 1、2 号机自 2011 年以来持续停运，2 号机截至 2026 年 8 月仍为 0 发电，审查尚未完成。2026 年敦贺火力又发生 7 处上水道 cross-connection（水道法违反），反映设备与法令管理仍存在执行风险。
Kabugami 现在怎么看	北陸电力当前的价值矛盾非常清楚：公司拥有日本电力公司中较有特色的高水力资源、区域客户和电网资产，财务基盘也已明显从能源危机后的低位修复；但短期盈利仍高度受大型发电机组可用率与燃料/市场采购影响，长期最具重估弹性的志贺核电又仍停留在监管审查阶段。Power44 专项确认，零售不是附属渠道，而是公司把水力、火力、市场采购、燃调与未来核电成本优势传导给客户并形成利润的主战场。当前 0.51 倍 PBR 有折价，但股价已经从 6 月 782.2 日元快速升至 9 月 1,179.5 日元年内高位，市场已经提前交易相当一部分修复预期；因此 B+ 来自“资产质量和财务修复真实、估值仍低”，而不是“盈利修复已经完成”。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：低成本电源优势能否从“水力底盘 + 核电期权”变成持续零售利润

北陸电力很容易被简化成“PBR 0.5 倍、核电重启有弹性的地方电力股”。这种说法遗漏了最重要的经营机制。

公司的终端经济系统是：

水力/火力/未来核电等自有电源 → 燃料与 JEPX 采购 → 零售/批发销售 → 燃调与市场价格调整 → 经营现金流 → 发电与电网投资 → 债务与股东回报。

其中任何一环发生大幅变化，都会穿过整条链条。

2025 年 12 月 30 日，70 万 kW 的七尾大田火力 2 号机因主变压器内部绝缘破坏造成大损伤而停止。公司预计 2027 年春左右才恢复，并把 2026 年度全年收支恶化影响估计为约 200 亿日元。

一个 700MW 机组的停机就能吃掉相当大比例的年度经常利润，这说明北陆电力当前不是稳定、平滑的“公用事业债券替代品”。电源可用率就是盈利变量。

01.2 | Power44 起始问题：零售业务究竟是不是价值创造核心

答案是：高度 material。

2025 年度小售电量约 247.8 亿 kWh，占总销售 331.6 亿 kWh 的大部分。2026 年度 Q1 小售仍有 54.55 亿 kWh，而批发 26.59 亿 kWh。

这意味着发电成本、市场采购、燃调和电源组合最终都要通过零售客户合同与电价体系兑现。

北陆电力的零售优势来自区域客户关系、品牌、供电经验以及自有水力等电源；但零售本身并不是自然垄断。客户可以切换到其他新电力或全国性能源公司，企业客户还可以通过自家发电、PPA 等方式部分替代。

因此真正的问题不是“有没有零售业务”，而是：

北陆电力能否把相对低成本的水力、未来可能恢复的核电以及区域能源服务，转化为比市场采购型零售商更有韧性的客户经济性。

01.3 | 当前答案：底盘在变强，盈利桥仍未走完

财务底盘已经明显修复。合并自己资本比率从 2025 年 3 月末 20.5% 升到 2026 年 3 月末 24.4%，2026 年 6 月末进一步到 25.1%。2025 年度 ROE 达到 13.1%。

但 2026 年度公司仍预计经常利润从 850 亿日元下降至 350 亿，说明当前利润并没有稳定在高位。

所以本轮应定义为：

资产和财务修复已经发生；七尾大田 2 号机复旧后的正常化盈利尚待验证；志贺 2 号机仍是远期高价值期权，不进入当前底线盈利。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 发电·销售是集团主要利润池

2025 年度发电·销售事业内部抵销前销售约 7,219 亿日元、经常利润约 663 亿；送配电事业销售约 2,217 亿、经常利润约 196 亿，其他事业约 1,272 亿销售、经常利润约 39 亿。

因此集团利润中心仍然是发电和销售，而不是网络单独承担全部价值。

这也解释了为什么单一大型火力停机对集团利润影响如此显著。

02.2 | 水力是被低估的结构资产

截至 2026 年 3 月，公司拥有 132 座水力发电所、约 194.3 万 kW 装机；集团公司另有约 21.1 万 kW 水力。

2025 年度公司水力发电约 61.1 亿 kWh，而火力约 190.6 亿 kWh。

水力的经济价值有三层：

1. 不直接暴露于进口化石燃料价格；
2. 在燃料和市场电价高企时提供低变动成本电源；
3. 在脱碳电力需求增加时，本身具有非化石价值。

但水力依赖降水与出水率。2026 年度 Q1 出水率只有 91.8%，经常利润同比影响约-20 亿日元。因此它不是完全稳定的固定收益资产。

02.3 | 火力仍是当前主力，设备年龄和可用率风险很真实

公司拥有约 456.5 万 kW 火力发电能力。部分机组投运时间很早：富山火力 4 号机 1971 年、富山新港部分机组 1971—1981 年；七尾大田 1、2 号机则分别于 1995、1998 年投运。

当前七尾大田 2 号机因主变压器损伤长期停机，就是资产年龄、复杂性与单机规模共同造成的盈利风险实例。

公司正在推进富山新港 LNG2 号机，目标 2033 年度投入运行，以更高效率和较低碳强度的 LNG 替换部分老旧火力。这能改善长期成本和碳排，但也意味着持续资本投入。

02.4 | 志贺核电是高价值但不可提前兑现的资产期权

志贺 1、2 号机都长期停运。2 号机 2026 年 4—8 月设备利用率仍为 0，自 2011 年度以来也持续为 0。

监管审查仍在推进。2026 年 4 月海域断层评价得到“概ね妥当”的评价并结束该部分审查，6 月又进行第 55 次新規制基准审查，继续讨论津波评价；但整体审查、安全工程、地方理解与复运时间仍未完成。

因此本轮不会把志贺核电的潜在利润塞进当前正常化盈利。

它的正确处理方式是：巨大的正向期权，但时间、资本投入和监管成功率仍为 UNKNOWN。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 家庭零售：价格、品牌与数字服务竞争

北陸电力通过不同家庭电价菜单、会员平台“ほくリンク”和积分合作等方式维持家庭客户关系。

家庭客户最终买的是可靠供电和总电费，并不会因为电的物理属性而天然锁定在历史区域电力公司。

因此家庭客户基盘有获客成本优势，却不能视为永久垄断。

03.2 | 企业零售：负荷扩大与脱碳服务比单纯卖电更有价值

公司 2026 年度 Action Plan 明确把数据中心等带来的电力需求扩大视为机会，并推进能源解决方案、脱碳、电源开发和集团业务扩张。

对企业客户而言，北陆电力如果只能和新电力比每 kWh 价格，零售护城河有限；如果能把稳定供电、PPA、非化石价值、电气设备、能源管理和集团服务组合起来，客户关系的经济价值会提高。

9月16日公司参与北陆首个 ZEB 门店项目，提供 ZEB 化支持和太阳光 PPA，也说明其方向正在从单纯售电向客户能源系统延伸。

03.3 | 燃料供应结构比“中东风险”三个字更具体

公司称其发电电源构成中石油火力约 1%，石炭约四成；石炭主要来自澳大利亚、印度尼西亚，LNG 主要来自马来西亚。

因此霍尔木兹海峡风险对物理燃料供应的直接影响相对有限，但全球燃料涨价仍会提高采购成本并通过 JEPX 传导。

公司与马来西亚 Petronas 就 2028 年度起 10 年 LNG 长期合同更新达成基本协议，这降低一部分供应连续性风险，但价格风险仍存在。

03.4 | 燃调保护长期经济，却制造短期利润噪声

燃料费调整制度让燃料价格最终能部分传导至客户电价，但适用价格与实际采购燃料之间存在时间差。

2026 年度 Q1，公司燃调期差由上年同期约+50 亿日元差益变成约-20 亿日元差损，同比恶化约 70 亿。

因此一个季度的利润不能简单解释成“零售竞争力突然下降”。需要把燃调期差、销量、电源可用率、水力出水率和市场价格拆开。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 网络壁垒强，零售壁垒中等

北陆电力送配电拥有区域输配电网，这部分具有典型自然垄断特征和极高复制成本。

但北陆电力本体的电力零售处于自由竞争环境。客户可以选择其他电力公司，新电力也可以使用同一网络向客户售电。

所以不能把“拥有区域电网”和“零售客户不会流失”混成一个护城河。

04.2 | 真正的零售差异化来自发电组合

北陆电力相较没有大型自有电源的新电力，拥有水力、火力和未来核电期权。

这使公司在电力市场价格高企时有机会通过自有低成本电源减少采购暴露。

但同样的垂直一体化也会放大大型机组停机损失。七尾大田 2 号机停机导致全年约 200 亿日元影响，就是这枚硬币的反面。

04.3 | 数据中心负荷是机会，也会逼迫电源与网络投资

管理层把数据中心等电力需求增加列为 2026 年度的重要环境变化。

新增稳定负荷可以提高发电和网络资产利用率，但如果负荷增长快于低成本电源建设，就可能增加市场采购、网络扩容和资本支出。

所以“AI/数据中心用电需求增长”不能自动翻译成利润增长；必须同时看供给成本与增量资本回报。

05 | 护城河判断

北陸电力拥有真实、资产型、但受可用率约束的护城河。

最强部分是区域送配电网络，以及长期形成的北陆客户关系和运维能力。

第二层是约 194.3 万 kW 水力。它在化石燃料价格高时具有真实成本价值，而且很难快速复制。

第三层是大型发电组合、燃料采购和需求预测能力。它们能形成规模优势，但设备停机也会把规模变成风险集中。

志贺核电若最终复运，可能把成本优势进一步扩大；但在审查未完成前不能把未来护城河当成现有护城河。

因此更准确的判断是：

网络和水力是已存在的护城河；核电是潜在护城河增量；零售客户本身仍需要用价格、服务和电源成本去守。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2025 年度盈利仍强，但 2026 年度预计大幅回落

2025 年度合并销售 7,865.52 亿日元、营业利润 874.59 亿、经常利润 850.13 亿、归母净利润 544.66 亿，ROE 13.1%。

公司 2026 年度预测则是：销售约 7,600 亿、营业利润 400 亿、经常利润 350 亿、归母净利润 250 亿。

经常利润预计同比下降约 58.8%。主要变化包括：

- 销售电量减少约-70 亿日元；
- 水力发电量减少约-40 亿；
- 设备相关费用增加约-70 亿；
- 燃调期差同比约-120 亿；
- 七尾大田火力 2 号机全年停止约-200 亿。

这说明正常化利润判断必须把一次性电源停机和燃调期差剥离。

06.2 | Q1 利润进度很高，但不能机械年化

2026 年度 Q1 销售 1,990.19 亿日元、营业利润 265.95 亿、经常利润 291.51 亿、归母净利润 221.98 亿。

经常利润已经相当于全年公司预测 350 亿的约 83%，但公司 7 月仍维持全年预测不变。

这不是直接的“上调预告”。Q1 仍受季节性、燃调期差、水力、市场价格和后续高需求期影响，公司也明确指出七尾大田 2 号机将全年停机、中东燃料价格仍有不确定性。

但这一进度差值得持续观察：如果后续季度没有出现计划中的成本恶化，全年预测可能存在上修空间；反之，Q1 不能直接外推。

06.3 | 财务基盘的修复是真实的

合并自己资本比率：

- 2025 年 3 月末：20.5%；
- 2026 年 3 月末：24.4%；
- 2026 年 6 月末：25.1%。

这已经达到公司强化后的 25%以上目标线。

Q1 末总资产约 1.874 万亿日元、自己资本约 4,710 亿。以社债、长期借款、短期借款、CP 及一年内到期固定负债等债务科目粗略合计，有息资金仍超过 1 万亿日元，因此它仍是高杠杆公用事业，但资本缓冲比两年前明显更厚。

06.4 | 2025 年度现金流比利润更让人放心，但仍需看资本开支周期

2025 年度经营现金流约 1,174.59 亿日元、投资现金流约-485.68 亿，简单差额约+688.91 亿日元。

相较 2024 年度投资现金流约-2,340.65 亿，年度波动极大，所以不能用单一年份的 FCF 证明已经进入轻资本阶段。

电源更新、核安全、送配电复旧、LNG2 号机和未来志贺安全工程都可能把投资现金重新推高。

现金流的真正质量要看多个年度周期，而不是 2025 年度一个好年份。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 管理层把财务修复目标上调，是积极信号

新中期计划最初目标包括自己资本比率 20%以上。公司在能登半岛地震造成约 650 亿日元损害后仍提前达到，随后于 2025 年 10 月把目标上调。

当前 2025—2027 年目标为：

- 累计经常利润 1,800 亿日元以上；
- 自己资本比率 25%以上；
- ROE 8%以上。

这比单纯用销售额或发电量评价经营更接近普通股东利益。

07.2 | 敦贺火力 2026 年的水道法事件是治理硬反证

2026 年 7—8 月，敦贺火力发现海水电解装置等与上水道之间的 cross-connection。公司在扩大检查后最终确认共 7 处，并受到敦贺市改善指示/严厉注意。

公司自己的原因总结包括：

- 对水道法的经验和知识不足；
- 法令检查、管理体制不充分；
- 操作错误。

这是重要反证，因为它不是宏观不可控风险，而是内部设备与法令管理能力问题。

07.3 | 内部统制“有效”与现场事件可以同时成立

公司 2026 年 6 月提交内部控制报告，自评财务报告相关内部统制有效。

但两个月后敦贺火力仍出现水道法违反事件。

两者并不矛盾：财务报告内部控制有效，不代表所有现场工程、法令和设备管理都没有缺陷。

因此本轮治理分数不因内部控制报告而自动给高分；需要看再发防止措施能否在其他发电所真正复制。

07.4 | 能登地震后的复旧经验构成运营能力，也暴露资本韧性需求

能登半岛地震和奥能登豪雨造成大量配电、输电设备损伤。公司称约 5,300 根受灾电柱中约 3,300 根需要更换，截至 2025 年度末约 2,200 根已完成，2026 年度继续推进剩余复旧。

这说明区域网络运营能力具备真实灾害经验，同时也提醒投资者：北陆地区的灾害风险会持续要求资本投入和资产韧性建设。

08 | 资本政策

08.1 | 25%自己资本比率目标已经接近/达到，但不代表可以放松

Q1 末 25.1%已经越过公司中期目标线。

但公司同时面临：七尾大田修复、老旧火力更新、富山新港 LNG2 号机、志贺核电安全工程、电网复旧与脱碳投资。

因此 25%更像最低安全缓冲，而不是“多余资本可以全部返还股东”的信号。

08.2 | 利润目标隐含 2027 年度仍需要进一步修复

2025 年度经常利润约 850 亿。公司 2025—2027 三年累计目标为 1,800 亿以上。

若 2026 年度公司预测 350 亿完全实现，两年累计约 1,200 亿，那么 2027 年度为了达到三年目标，算术上仍需要约 600 亿日元经常利润。

这不是公司单独发布的 2027 年度预测，而是目标和当前预测之间的数学推导。

七尾大田 2 号机预计 2027 年春复旧，因此它正好是这条利润修复桥的重要组成部分。

08.3 | 分红稳定，但当前不是高股息逻辑

2025 年度每股分红 25 日元，2026 年度公司即使预计大幅减益，仍计划维持 25 日元。

这表现出管理层希望在财务基盘修复后提高股东回报稳定性。

但以 9 月 18 日股价 1,148.5 日元计算，股息率约 2.18%，并不是仅凭股息就足以支撑投资逻辑的水平。

价值核心仍是资本效率和未来盈利正常化。

08.4 | 志贺核电不能以“沉没成本”自动合理化继续投资

志贺核电长期停运，却仍在持续审查和安全工程准备。

从资本配置角度，未来每一笔新增投入都应比较：

- 复运后燃料成本节省；

- 预期运行年限；
- 新增安全资本支出；
- 审查/地方同意时间；
- 替代的 LNG、再生能源和市场采购成本。

“已经花了很多钱”不是继续投入的资本回报理由。

09 | 估值与安全边际

09.1 | PBR 约 0.51 倍仍然是明显折价

2026 年 9 月 18 日收盘 1,148.5 日元，Yahoo! Finance 显示 PBR 约 0.51 倍。

低于账面价值一半左右，看起来很便宜，但折价对应真实风险：

- 核电长期停运；
- 火力单机故障影响巨大；
- 高有息负债；
- 资本开支周期长；
- 燃料/市场价格波动；
- 零售竞争；
- 现场治理和法令执行风险。

因此 0.51 倍 PBR 是安全边际候选，不是自动的价值结论。

09.2 | 预测 PER 约 9.6 倍比 PBR 更能反映当前修复预期

公司 2026 年度预计 EPS 约 119.67 日元；以 1,148.5 日元计算，预测 PER 约 9.6 倍。

这个倍数不昂贵，但也说明市场并没有完全按“当前年度利润塌陷”定价。

股价已经从 6 月低点 782.2 日元上涨到 9 月 18 日盘中 1,179.5 日元，约三个月完成大幅重估。

所以今天的买入安全边际明显小于 6 月低点时。

09.3 | 真正的价值释放有三个层次

第一层：七尾大田 2 号机 2027 年春按计划复旧，消除约 200 亿日元年度成本拖累。

第二层：水力、LNG 和零售组合持续产生经营现金，自己资本比率稳定在 25% 以上。

第三层：志贺 2 号机审查完成并形成可信复运路径，使目前为 0 的核电输出转化为低燃料成本电源。

市场已经部分交易第一层，但第三层仍高度不确定。

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 3913。图像通过现有 Review-specific Owner Media 路径绑定，用于公开视觉；以下 Technical Research 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：二十年下行后，1,180—1,220 日元是否还是“反弹天花板”

北陸电力 2007 年曾达到约 3,250 日元，2008—2011 年仍主要运行在 1,400—2,700 日元区间。

2011 年以后价格重心持续下移：2015 年虽曾反弹到约 1,970 日元，但 2017 年已降到约 907 日元收盘；2019—2022 年进一步进入 400—900 日元区域，2022 年最低约 433 日元。

2023 年以来价格开始明显修复，但 2024 年曾经冲到 1,189.5 日元后又失败，2025 年最低重新回到 673.5 日元。

因此当前最重要的问题不是“股价创新年内高点”，而是：

2025—2026 这轮回升是否真的把长期价格重心从 600—900 日元迁移到 1,000 日元以上，还是再次在 2018/2024 都曾出现的 1,180—1,220 日元旧供应区结束。

10.2 | 长期低点正在抬高，这是本轮与旧反弹不同的地方

年度低点显示：

- 2022：433 日元；
- 2023：498 日元；
- 2024：675.7 日元；
- 2025：673.5 日元；
- 2026 截至 9 月：782.2 日元。

虽然 2024—2025 低点几乎横向，没有形成完美单调上升，但整个低位中心已经明显离开 2022 年的 400—500 日元区域。

更重要的是，2026 年 4—6 月经历从 1,100 日元上方快速回撤后，6 月低点 782.2 日元并未重新跌回 2025 年的 673.5，更没有回到 2022 年的 433。

这说明旧低位的吸引力在衰减。

10.3 | 2026 年 6 月以后出现连续重心上移

月线记录显示：

- 6 月：最低 782.2，收 869.1；
- 7 月：收 961.5，+10.6%；
- 8 月：收 1,019，+6.0%；
- 9 月截至 18 日：最低 1,015.5，高 1,179.5，收 1,148.5。

这不是单日脉冲，而是低点、月收盘和运行区间连续抬升。

尤其 9 月低点仍在 1,015.5 日元，意味着 1,000 日元附近第一次开始从上方阻力转化为潜在支撑。

10.4 | 但 1,180—1,220 日元是必须尊重的旧记忆

2018 年高点约 1,217 日元，2024 年高点 1,189.5 日元，而 2026 年 9 月 18 日高点再次来到 1,179.5 日元。

三个不同时期都在同一区域形成供应记忆。

2024 年的案例尤其重要：当年突破到 1,189.5 后并没有建立新状态，随后一年内最低又回到 673.5。

所以本轮即使触及 1,179.5，也不能先宣布长期突破。

真正有信息量的是下一次回抽：

- 如果 1,000—1,050 附近能够反复承接，新状态可信度显著提高；
- 如果重新快速跌穿 900 甚至 850，则本轮仍可能只是又一次大幅反弹。

10.5 | Return Topology 比“有没有创新高”更重要

2024 年的问题不是没涨，而是涨完以后完整失守。

2026 年的优势是：6 月 782.2 低点后，7—9 月连续抬高，且 9 月已回到 2024 高位区域。

因此本轮最值得观察的不是再多涨几十日元，而是突破/回抽后的保留率。

如果未来突破 1,190—1,220 后回抽仍能守住 1,000 以上，价格结构才真正从“旧区间反弹”升级成“新价格状态”。

10.6 | Price-Fundamental Timing：价格明显跑在 2026 年度利润之前

公司 4 月 28 日已经给出 2026 年度经常利润 350 亿日元、同比约-59%的低预期，并明确七尾大田 2 号机全年停机约-200 亿影响。

随后股价在 6 月 2 日见 782.2 日元低点，却在公司没有上调全年业绩预测、七尾大田仍未复旧的情况下，到 9 月 18 日涨至 1,179.5 日元年内高点。

这意味着价格修复领先于已经兑现的年度盈利修复。

可能被市场交易的变量包括七尾大田 2027 年春复旧、财务基盘改善、电力需求增长和志贺核电长期期权；但价格本身不能告诉我们哪一个原因占主导。

因此这是一个 Price-led / expectation-heavy 结构：基本面后续必须跟上，否则价格会失去支撑。

10.7 | 当前 Technical State 与证伪条件

当前纯价格状态：

长期下行状态明显衰减，2022 年以来低点整体抬高，2026 年 6 月后形成连续月线重心上移；但 1,180—1,220 日元仍是过去多轮失败的关键供应带，所以新状态尚处于确认边缘。

确认条件：

- 1,190—1,220 区域被突破后能够停留，而非单日刺穿；
- 回抽仍守住 1,000—1,050 附近；
- 月线低点继续高于 2026 年 6 月 782.2，并逐步把 850—900 变成深回撤下沿。

降级条件：

- 1,180 附近再次形成快速反转；
- 月线重新长期跌破 900；
- 进一步回到 780 以下，说明本轮重心迁移失败。

本轮 Technical 内部判断为 74/100，对应 V3.2 技术贡献 9.62/13。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

大型电源故障风险。七尾大田 2 号机单机 700MW，当前停机已经证明单一资产失效可造成约 200 亿日元年度利润影响。

志贺核电不确定性。审查仍在地震、津波等阶段推进，复运时间、追加安全投资和地理解均不能确定。

燃料/市场价格风险。燃调最终可部分传导，但时间差会让利润剧烈波动；市场采购在大型机组停机时尤其昂贵。

水文风险。水力是优势，但出水率下降会直接减少低成本电量。

零售竞争风险。247 亿 kWh 客户基盘很大，却不是不可迁移资产。

资本开支与利率风险。LNG2、电网、灾后复旧、核电安全和脱碳都需要资本；高有息负债意味着利率上升会增加资本成本。

现场治理风险。敦贺火力 2026 年发现 7 处 cross-connection 并被认定违反水道法，暴露法令知识、管理与操作问题。

11.2 | 主要催化剂

七尾大田火力 2 号机复旧。2027 年春若按计划恢复，约 200 亿日元年度成本拖累有望明显缓解。

2026 年度业绩上修。Q1 经常利润已达到全年预测的大部分，如果后续燃料和设备成本低于公司保守假设，存在上修可能，但当前未确认。

志贺 2 号机审查里程碑。任何从地震/津波审查进入更后段、并能提高复运时间可见度的进展，都可能改变长期正常化盈利预期。

数据中心和企业电气化负荷。若新增需求能由自有低成本电源承接，将提高资产利用率和零售价值。

LNG2 与老旧火力替换。2033 计划较远，但可降低煤炭依赖和设备老化风险。

12 | 反常识发现

12.1 | 北陆电力现在最重要的低成本电源不是核电，而是已经在工作的水力

市场讨论容易把价值集中到志贺核电。

但志贺两机 2026 年仍是 0 发电，而公司已经拥有约 194.3 万 kW 水力，2025 年度实际发电约 61.1 亿 kWh。

因此今天真正支撑零售成本结构的非化石底盘是水力；核电是潜在增量。

这一区分可以防止把未来期权误当当前盈利。

12.2 | 七尾大田事故给了一个天然的“电源价值反事实”

一个 700MW 机组主变压器受损，公司估计全年影响约 200 亿日元。

这比抽象讨论“自有电源很重要”更有信息量：它直接展示了缺少一个大型自有电源时，需要通过替代电源和市场采购付出多少经济代价。

因此 Power44 的真正零售护城河并不是用户数量，而是用户背后的供给组合成本。

12.3 | 中期目标对 2027 年利润提出了隐含要求

公司目标 2025—2027 累计经常利润 $\geq 1,800$ 亿。

2025 实际 850 亿，2026 公司预测 350 亿。

如果两者都成立，2027 年需要约 600 亿日元才能达到累计目标。

而七尾大田 2 号机预计 2027 年春复旧。

这让 2027 年成为很清晰的验证年：机组复旧如果不能把经常利润重新推向 600 亿附近，中期目标本身就会承压。

12.4 | 股价已经在交易“未来恢复”，不是当前利润

2026 年度公司明确预计经常利润下降约 59%，但股价仍从 6 月低点上涨至 9 月年内高点。

这说明当前估值不能只用“9.6 倍预测 PER 很便宜”解释。

市场价格已经给了未来修复一定信用，因此下一步风险不是“大家还没发现”，而是“恢复是否真的按价格暗示的速度发生”。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 第一优先：七尾大田 2 号机修复进度

当前最具体、最接近现金流的变量就是 2027 年春复旧是否按计划推进。

需要跟踪：

- 主变压器修理进度；
- 是否出现新的设备问题；
- 实际再启动时间；
- 恢复后替代采购成本下降幅度。

13.2 | 第二优先：Q2/Q3 是否迫使公司上修全年业绩

Q1 经常利润 291.5 亿，而全年预测 350 亿。

下一次决算要拆：

- 燃调期差；
- 水力出水率；
- JEPX 价格；
- 七尾大田替代采购；
- 零售/批发销量；
- 设备相关费用。

只有剥离这些因素，才能判断盈利质量。

13.3 | 第三优先：志贺 2 号机审查是否真正跨阶段

不能只统计“又开了一次审查会”。最有价值的信息是：

- 地震/津波主要议题是否陆续结束；
- 是否进入设计基准、重大事故、安全工程等更后段审查；
- 安全投资规模是否可估；
- 地方沟通是否出现可验证进展；
- 管理层是否给出更可信的复运时间框架。

13.4 | 第四优先：自己资本比率 25%能否守住

Q1 已经 25.1%。下一步不是继续庆祝数字，而是观察大型资本开支、债务和分红之后是否仍能维持。

如果权益比率在新投资周期重新明显下滑，财务修复质量要降级。

13.5 | 第五优先：敦贺火力再发防止是否外溢到集团

需要看 cross-connection 事件之后，是否对其他发电所和工程项目执行统一的法令检查与设备审查，以及是否再发生同类问题。

如果同类事件重复，治理评分需要进一步下调。

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	13	62/100	8.06	自己资本比率已从

御				20.5%升至25.1%，2025 经营现金流恢复；但债务仍高、资产重，单一大型机组停机就能造成显著利润冲击。
竞争优势与结构耐久性	14	78/100	10.92	区域网络、约194.3 万 kW 水力、长期客户和发电采购能力构成真实资产壁垒；零售本身仍竞争，核电优势尚未兑现。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	61/100	10.37	2025 现金流和 ROE 很好，但 2026 经常利润预计下降约 59%，燃调期差与电源可用率仍使盈利波动较大。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	75/100	8.25	247.8 亿 kWh 零售入口、发电—采购—零售一体化清晰；主要依赖水力出水、火力可用率、燃料/JEPX、志贺审查和区域需求。
估值与安全边际	15	76/100	11.40	PBR 约 0.51 倍、预测 PER 约 9.6 倍仍有折价；但股价已从 6 月低点快速重估至历史阻力附近，安全边际小于三个月前。
资本配置与股东回报	10	66/100	6.60	自己资本/ROE/累计利润目标明确，减益年仍维持 25 日元分红；但 LNG、核电、电网与复旧资本需求大，长期项目回报仍待验证。
治理、所有权与管理层	7	52/100	3.64	中期财务纪律和内部控制框架改善，但 2026 年敦贺火力 7 处水道法 cross-connection 说明现场法令/设备管理仍有明显缺口。
Kabugami 技术结构	13	74/100	9.62	2022 以来低点整体抬高，2026 年

				6 月后月线连续上移并回到年内高位；但 1,180—1,220 是多轮历史失败区，新状态仍需回抽确认。
合计	100		68.86	B+

14.1 | 评分解释

68.86 / B+ 来自四个同时存在的事实：

1. 区域网络、水力和客户是真资产；
2. 财务基盘比能源危机时期明显修复；
3. 估值仍低于账面价值很多；
4. 盈利仍被大型电源停机、燃调和核电长期停运严重牵制。

因此当前比“普通低 PBR 电力股”更有改善逻辑，但离稳定高 ROIC、低波动的 A 档资产仍有距离。

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。市场价格采用最近一个完整东证交易日 2026-09-18 的 settled 收盘数据，不把周末、PTS 或未完成交易时段作为正式技术确认。

志贺核电复运属于重大但高度不确定的未来事项。本报告没有假定其复运时间、利润贡献或安全投资金额；在监管审查和商业运行路径未明确前，它只作为期权分析。

2027 年经常利润约 600 亿日元的表述仅是“2025—2027 累计目标 1,800 亿 - 2025 实际 850 亿 - 2026 公司预测 350 亿”的算术推导，不是公司正式 2027 年度业绩预测。

Owner 原始月线图 attachment 3913 仅作为本 Review 指定公开视觉权威；Technical Research 独立基于真实长期市场价格历史。

本报告不构成证券买卖建议、投资招揽、目标价或收益保证。

15.2 | 主要公司与监管一手来源

1. 北陸電力 | 会社概要

<https://www.rikuden.co.jp/company/>

2. 北陸電力 | 発電設備概要

<https://www.rikuden.co.jp/setsubi/>

3. 北陸電力 | 火力発電所設備

https://www.rikuden.co.jp/thermal_power/

4. 北陸電力 | 2025 年度決算・決算短信 (2026-04-28、6/5 訂正)

<https://www.rikuden.co.jp/press/attach/26042811.pdf>

5. 北陸電力 | 2025 年度決算 松田社長会見要旨

<https://www.rikuden.co.jp/press/kaiken0048.html>

6. 北陸電力 | 2026 年度第 1 四半期決算短信

<https://www.rikuden.co.jp/press/attach/26072911.pdf>

7. 北陸電力 | 2026 年度第 1 四半期決算 松田社長会見要旨

<https://www.rikuden.co.jp/press/kaiken0049.html>

8. 北陸電力 | 新中期経営計画 2026 年度アクションプラン

<https://www.rikuden.co.jp/press/attach/26042802.pdf>

9. 北陸電力 | 七尾大田火力発電所 2 号機の復旧見通し (2026-04-28)

<https://www.rikuden.co.jp/press/attach/26042809.pdf>

10. 北陸電力 | 志賀原子力発電所 運転実績

<https://www.rikuden.co.jp/outline2/index.html>

11. 北陸電力 | 志賀 2 号機 新規制基準審査状況

<https://www.rikuden.co.jp/shinsa/>

12. 北陸電力 | 志賀原子力発電所マンスリーレポート

<https://www.rikuden.co.jp/mreport/index.html>

13. 北陸電力 | 敦賀火力 上水道 cross-connection 原因・再発防止報告 (2026-08-28)

<https://www.rikuden.co.jp/press/attach/26082802.pdf>

14. 北陸電力 | コーポレート・ガバナンス

<https://www.rikuden.co.jp/management/governance.html>

15. 北陸電力 | 燃料費調整制度

<https://www.rikuden.co.jp/nencho/>

16. 北陸電力 | 2026 年 9 月 16 日 ZEB/PPA 項目新聞

<https://www.rikuden.co.jp/press/>

15.3 | 市場と技術歴史来源

17. Yahoo! ファイナンス | 9505 北陸電力 株価時系列 (2026-09-18 参照)

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9505.T/history>

18. 株探 | 9505 北陸電力 年次株価履歴

https://s.kabutan.jp/stocks/9505/historical_prices/yearly/

19. 株探 | 9505 北陸電力 月次株価履歴

https://s.kabutan.jp/stocks/9505/historical_prices/monthly/

20. トレーダーズ・ウェブ | 9505 北陸電力 2026-09-18 株価・基本指標

https://www.traders.co.jp/stocks/61_9505/

21. Owner 提供の 9505 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3913。

15.4 | Research Debt / 仍待验证的问题

- 七尾大田火力 2 号机能否在 2027 年春按计划复旧，以及复旧后替代采购成本实际减少多少；
- 2026 年度 Q1 高进度利润能否持续，全年 350 亿日元经常利润预测是否需要上修；
- 志贺 2 号机完成地震/津波等审查、进入后续审查阶段的时间，以及新增安全投资总额；
- 志贺复运若实现，零售电力边际成本和集团经常利润可改善多少，目前缺乏可可靠年化的最新公司数字；
- 富山新港 LNG2 号机 2033 运行计划的最终投资额和项目 ROIC；
- 敦贺火力 cross-connection 再发防止是否已横向部署至其他发电所，尚需后续运行记录验证；
- 数据中心等新增负荷的具体合同量、价格、所需网络/电源资本支出和增量回报仍未充分公开。

Publication continuity：本轮形成 9505 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；Owner Media attachment 3913 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。