

9506 東北電力株式会社 (Tohoku Electric Power Company, Incorporated)

Kabugami V3.2 67.16/100 · B+

这家公司是做什么的

东北电力以东北六县和新潟为历史业务基础，经营大型火力、水力、女川/东通核电资产和全国化电力零售，同时通过东电网络经营区域送配电，并向企业客户扩展脱碳、能源管理、蓄电和数据中心相关服务。

最近亮点

2026年度Q1销售7,853亿日元、同比+46.7%，但其中包含间接拍卖自己约定等对收支中性的域外交易增加；经常利润544亿、同比-5.4%，归母净利润361亿、同比-4.2%。剔除燃调期差和电力先渡时价评价…

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	bf7da72aadebf07803c7ec2f488acdd7ce7c2caf
评分版本	V3.2
发布源 SHA	ed526738a7e87dd6a5e38207c93c62725763685c
交付代码版本 SHA	ed526738a7e87dd6a5e38207c93c62725763685c
交付运行时指纹	284a4a73b8f492383f94a8da81b67689c4fe98ad6cc469812ec7aceabf59358c

先看研究要点

为什么值得研究	2025 年度总售电 788.58 亿 kWh，其中小售 582.19 亿 kWh，是大型真实终端平台；女川 2 号机 2025 年度复运效果约+300 亿日元，并在 2026 年 6 月 9 日恢复本轮定检后的商业运行。公司拥有 245 万 kW 水力、1,060 万 kW 火力和 275 万 kW 核电资产，供给组合完整；2026 年度计划将卸售、小售和需给最适化作为利润扩大核心，并发展数据中心、蓄电和再生能源聚合。
最需要担心什么	2025 年度经常利润同比下降 50.8%，Q1 经常利润仍同比下降；2025 年度末有息负债约 3.48 万亿日元，Q1 末进一步约 3.57 万亿，自己资本比率只有 20.0%。2021—2022 年度大额亏损令债务比震灾前高约 1 万亿日元。2026 年 2 月公司又披露东通核电防护设备部分试验未实施却制作已实施记录的根因与 19 项整改措施，说明原子力治理风险必须继续折价。
Kabugami 现在怎么看	东北电力当前最有信息量的变化不是“核电重启”这个标签，而是女川 2 号机已经给出真实利润反事实：2025 年度复运改善约 300 亿日元，而 2026 年度 Q1 定检导致稼动减少又带来约 100 亿日元同比恶化。Power44 专项同时发现，小售不是被动渠道：2026 年度 Q1 小售电量反而同比增长 8.7%，公司明确把新客户获得作为原因，说明区域外扩张和电源采购优化正在真实发生。但普通股价值能否持续上升仍取决于更深一层的现金闭环——核电和零售利润必须在巨额投资、利息和 3.5 万亿级债务之后留下自由现金。当前 B+来自强区域资产、核电已复运、低 PBR 和客户增长同时存在；分数没有更高，是因为财务底盘仍在修复、盈利受燃调/市价评价噪声显著、治理整改尚未经过足够长的运行验证，而且股价已提前重估到多年关键供应区。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：核电与零售改善能否真正修复资本结构

东北电力曾在 2021、2022 年度连续发生大额亏损，能源价格冲击令债务显著膨胀。到 2026 年度 Q1，公司仍明确表示，2021—2022 年的损失令有息负债增加约 1 万亿日元，余额大幅超过 3 万亿，财务基盘尚未恢复到东日本大震灾以前的水平。

因此这家公司当前最重要的问题不是单纯“利润会不会增长”，而是：

女川 2 号机稳定运行、新增零售客户和交易/采购优化带来的利润，能否在投资、利息和高债务之后真正沉淀为自己资本，使 20% 的自己资本比率向 2030 年 25% 以上目标持续靠近。

这比预测一个单年度 EPS 更接近普通股价值。

01.2 | Power44 问题：零售到底是竞争负担，还是核电价值的兑现出口

2025 年度东北电力小售 582.19 亿 kWh，明显大于卸售 206.39 亿 kWh。零售因此不是边缘渠道，而是集团把自有发电、市场采购和燃调机制最终转化为客户毛利的核心入口。

2025 年度公司曾因竞争进展和客户切换导致小售减少 4.4%，显示传统区域客户不是永久锁定。

但 2026 年度 Q1 出现反向变化：小售 143.68 亿 kWh，同比增加 11.54 亿 kWh、+8.7%，其中“电力”类别同比+14.6%；公司直接解释为新客户获得带来的增长。

这很重要，因为它说明零售业务当前不是单纯守存量，而是在尝试扩张。

真正要验证的是：新增售电是否带来正的增量毛利和资本回报，还是因为市场价格、采购策略或低价竞争只增加了销量。

01.3 | 当前答案：经营修复真实，但现金与资本结构仍没有毕业

女川 2 号机已经从“未来可能复运”变成实际运行资产；2025 年度复运效果约改善 300 亿日元，2026 年度 Q1 定检稼动减少又让利润同比恶化约 100 亿日元，经济价值已经被真实数据验证。

零售客户也出现重新增长。

但 2025 年度经营现金流 3,701.56 亿日元、投资现金流-3,756.94 亿，简单差额约-55 亿；Q1 有息负债又从约 3.479 万亿增加到约 3.567 万亿。

所以当前应定义为：

经营引擎已经修复一部分，资产负债表还在还旧账；股东价值能否进入持续复利阶段尚未被证明。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 这是一个“电源组合 + 交易采购 + 零售 + 电网”的大系统

东北电力截至 2026 年 4 月拥有水力约 245 万 kW、火力约 1,060 万 kW、原子力约 275 万 kW 等发电设备。

这些资产并不是各自独立赚钱。经济链条是：

低/高边际成本电源组合 → 燃料和市场采购 → 需给/交易优化 → 小售与卸售 → 燃调/市场价格传导 → 现金流。

当女川核电稳定运行时，公司可以减少一部分昂贵火力和市场采购；当核电定检或故障停机时，同一批零售客户仍要供电，替代成本马上进入利润表。

02.2 | 送配电拥有自然垄断壁垒，但盈利受监管与调节成本影响

东北电力网络负责区域输配电，这部分具有高复制成本和监管型自然垄断属性。

但 2025 年度送配电经常利润从 203 亿转为-10 亿，主要因为需给调整费用增加等因素；2026 年度 Q1 亏损幅度则从-112 亿缩到-85 亿，改善约 27 亿。

这说明电网是强壁垒资产，却不是不受成本和监管机制影响的固定收益资产。

02.3 | 发电·销售才是当前主要利润池

2025 年度发电·销售分部经常利润约 1,266 亿日元，而送配电约-10 亿、其他约 159 亿。

2026 年度 Q1 发电·销售经常利润 623 亿，仍远高于其他分部。

所以普通股盈利对女川 2 号机、火力燃料、市场交易和零售价格的敏感度非常高。

02.4 | 新业务的正确作用是提高现有客户和资产的回报

2026 年度经营计划强调再生能源聚合、系统用蓄电池、数据中心引进/事业化、能源管理和 DX。

这些项目最有价值的地方不是制造“第二增长曲线”故事，而是利用东北电力已经拥有的客户、电网、电源和土地/区域关系，提高既有资产利用率与客户单价。

如果新业务需要大量新增资本却不能提高 ROIC，它反而会加重当前高债务问题。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 家庭客户：区域关系是真资产，但切换成本不高

东北电力在东北六县和新潟拥有长期品牌和客户基盘，但电力自由化后，客户可以切换到其他零售商。

2025 年度小售减少就是直接证据。

因此家庭零售优势更多来自获客成本、品牌信任、套餐、缴费体验和供电/服务整合，而不是物理垄断。

03.2 | 企业客户是 2026 年零售反转的关键

2026 年度 Q1“电力”小售从 90.72 亿 kWh 增至 104.01 亿 kWh，增幅 14.6%，抵消了“电灯”类别的下降。

公司把整体小售增长归因于新客户获得。

这提示当前客户结构改善更偏企业/大口径电力需求，而不是家庭数量增长。

如果企业客户同时需要再生能源价值、储能、PPA、能源管理和数据中心供电，东北电力有机会把单纯售电关系升级为能源解决方案关系。

03.3 | 燃料与电力市场是利润输入端，不是背景变量

2026 年度 Q1 原油 CIF 从上年同期 75.1 美元/桶升至 112.7 美元，汇率从 145 日元/美元变成 160 日元/美元。

同季度燃料费调整时间差从+170 亿日元差益转为-130 亿日元差损，同比恶化约 300 亿。

这说明即使经营本体改善，利润表仍会被燃料和制度时间差显著扰动。

03.4 | 交易对冲能稳定未来现金，但会制造会计时价噪声

2025 年度末，公司为了 2026 年度售电锁定燃料和电力价格，使用交易子公司进行燃料/电力先渡等交易。

中东局势导致市场价格急升，部分先渡在 2025 年度产生约-565 亿日元时价评价影响；公司同时明确，这个评价损益在 2026 年度期初会振回，并不伴随当期现金流。

2026 年度 Q1 又确认了期初+565 亿振回与当季约-268 亿时价评价。

所以研究东北电力必须把现金经济、燃调期差和会计时价评价分开，否则很容易错判真实盈利。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 零售竞争已经真实进入销量和利润

2025 年度公司明确把“小售竞争激化”列为经营环境变化，并把小售减少归因于竞争和客户切换。

2026 年度经营计划也没有假装竞争消失，而是提出：

- 域内外扩大销售；
- 相对合同与市场采购组合；
- 多样化料金方案；
- 营销强化；
- 卸售与需给最适化共同提高利润。

这意味着零售护城河必须靠执行持续维护。

04.2 | 女川核电提高供给成本优势，但不能消除竞争

女川 2 号机复运让公司拥有一部分低燃料成本基础电源，对没有核电或高度依赖市场采购的新电力是结构性优势。

但终端客户看的是总价格和服务，不会因为公司拥有核电就自动留存。

所以核电真正的价值必须通过更有竞争力的零售采购成本、稳定毛利或批发价值体现。

04.3 | 区域电网、发电和客户的垂直组合是真优势，也是真风险集中

东北电力拥有发电、零售和集团网络能力，可以在同一经济系统中优化。

但这种垂直组合一旦发生大型发电设备停机、燃料价格冲击或网络调整费用上升，影响也会跨环节传导。

因此公司不能只追求“自给率高”，更需要资产可用率、采购纪律和交易风险管理。

04.4 | 数据中心需求不是免费增长

经营计划把 AI 扩张和电气化导致的电力需求增加视为机会，并推进东北/新潟数据中心诱致。

这可能提高售电量和网络利用率，但如果新增负荷需要同步建设大量电源、电网与储能，资本开支也会上升。

所以数据中心只有在增量毛利 增量资本成本时才是真增长。

05 | 护城河判断

东北电力的护城河属于强物理资产 + 中等零售粘性 + 高监管/执行要求。

最强的是区域送配电网络，具有自然垄断和高复制成本。

第二层是水力、火力、女川核电等大规模电源组合。它使公司可以在不同燃料与市场价格状态下调整供给来源，并在女川稳定运行时获得明显低燃料成本优势。

第三层是 582 亿 kWh 年度小售客户基盘和区域品牌。

但零售客户可切换、企业客户可比较价格，全国化新电力也能使用同一电网。因此客户本身不是不可攻破的护城河。

真正让这些资产变成长期价值的，是低成本电源可用率 + 需给/交易能力 + 客户留存/获客 + 资本纪律四者同时成立。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2025 年度仍盈利，但利润质量被时价评价与期差扰动

2025 年度集团销售 2.3724 万亿日元、营业利润 1,603.80 亿、经常利润 1,264.07 亿、归母净利润 849.75 亿。

相比 2024 年度，经常利润下降 50.8%。

其中女川 2 号机复运改善约+300 亿，但市场/销售环境约-420 亿、送配电约-214 亿，电力先渡时价评价等又带来巨大波动。

公司披露，剔除燃调期差与时价评价后，2025 年度经常利润约 1,659 亿日元，仍同比下降约 687 亿。

因此不能把全部利润下滑都解释成“会计噪声”。竞争和网络成本也是真实问题。

06.2 | 2026 年度 Q1 经营本体比标题数字更稳

Q1 销售 7,853 亿日元、同比+46.7%，但增收很大部分来自间接拍卖自己约定等同时计入收入和费用、对利润中性的交易。

经常利润 544 亿、同比-31 亿。

拆解后：

- 市场/销售环境改善约+297 亿；
- 送配电改善约+50 亿；
- 女川 2 号机稼动减少约-100 亿；
- 燃调期差同比约-300 亿；
- 其他约-5 亿。

剔除燃调期差和时价评价后，经常利润 377 亿，同比只减少约 28 亿。

这比单看“减益 5.4%”更接近经营真实。

06.3 | 经营现金流仍被高投资吞噬

2025 年度经营现金流 3,701.56 亿日元，投资现金流-3,756.94 亿，简单差额约-55.38 亿。

这与归母净利润 849.75 亿形成明显对比：会计盈利并没有自动变成自由现金。

未来又有电源更新、核电安全、电网增强、再生能源与数据中心相关投资，因此现金流转换仍是核心观察点。

06.4 | 资产负债表在恢复，但距离强韧仍远

2025 年度末总资产 5.7319 万亿日元、纯资产 1.1356 万亿，有息负债约 3.4791 万亿、自己资本比率 19.4%。

2026 年度 Q1 末有息负债进一步升至约 3.5672 万亿，自己资本比率改善到 20.0%。

公司自己明确表示，2021—2022 年度大额损失使有息负债增加约 1 万亿，目前财务基盘仍未恢复至震灾前水平。

这是当前普通股最大的结构性约束。

06.5 | 利润增长必须和债务下降同时发生才算高质量

如果未来女川稳定运行和零售扩张只是让利润增长，而有息负债继续上升、投资现金持续大于经营现金，那么每股价值改善会显著慢于利润表。

因此下一阶段不能只追踪经常利润，还必须一起看：

- 自己资本比率；
- 有息负债；
- 经营/投资现金流；
- 支付利息；
- ROIC。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 资本修复目标方向正确，但管理层仍处在“恢复信用”阶段

2026 年度经营计划给出内部财务目标：2026 年度经常利润 1,900 亿日元、自己资本比率 20%左右、ROIC 约 3.5%；2030 年度经常利润 2,000 亿日元以上、自己资本比率 25%以上、ROIC3.5%以上。

需要强调：2026 年度正式对外业绩预测因燃料价格和网络收入调整等不确定性仍是“未定”。经营计划目标不是已经承诺实现的财报预测。

这种差异本身说明外部环境的不确定性仍然很高。

07.2 | 2023 年客户信息问题证明网络/零售隔离曾真实失败

2023 年监管机构因一般送配电公司的新电力客户信息可被关系零售公司查看、实际也被查看，对东北电力网络和东北电力等作出业务改善警告。

这个问题直接触及电力自由化的公平竞争边界。

因此“集团拥有网络和零售”既是协同资产，也需要严格的信息墙和治理纪律。

07.3 | 2026 年东通核电不适当试验记录是更严重的治理反证

2026 年 2 月，公司披露东通核电防护设备部分性能试验/保守点检未实施，却制作成已实施记录等不适当处理。

根本原因分析指出：

- 对 PDCA 重新质疑的意识弱；
- 对核物质防护重要性认识不足；
- 本店和发电所干部对现场参与不足。

公司最终制定 19 项改善措施，并由外部律师等独立第三方验证。

这比一般操作错误更重要，因为它涉及未实施工作却形成完成记录。对核电运营商而言，记录可靠性就是安全与监管信用的一部分。

07.4 | 女川 2 号机复运后的设备事件提醒“运行安全不是一次性通过审查”

2026 年 5 月，女川 2 号机调试运行期间曾因排水系统阀门夹入金属片产生微量含放射性物质蒸汽，公司停堆检查修复；同月应急电源车柴油软管滴漏也短时触发运行限制偏离。

这些事件没有造成环境放射性影响，且按程序处理恢复。

它们的投资意义不是“核电不安全”的简单结论，而是：核电的经济价值只有在持续高可用率和强现场控制下才成立。

08 | 资本政策

08.1 | DOE 2%把分红从利润波动中部分解耦

公司 2025 年度全年分红 40 日元，2026 年度即使正式业绩预测未定，仍计划中间 20、期末 20、全年 40 日元。

公司自 2024 年度以后以 DOE 2%为回报参考，同时平衡财务基盘恢复。

这提高了股东回报可预测性，但不代表当前具有高股息安全垫。以 1,377 日元计算股息率约 2.90%。

08.2 | 战略投资 3000 亿日元需要在高债务环境下接受更严格回报门槛

2024—2030 年度，公司计划累计约 3,000 亿日元战略投资，截至 2025 年度末约已执行 800 亿。

重点包括东新潟火力 6 号机替换、水力/地热/风力、系统蓄电池和 DX/IT 基础。

这些投资逻辑本身合理，但公司有息负债仍超过 3.5 万亿日元。因此每一笔增长资本都必须证明能提高 ROIC，而不是因为“脱碳/数字化”就自动正确。

08.3 | 2030 资本目标真正重要的是 25% 自己资本比率

公司 2030 目标自己资本比率 25% 以上。

从 Q1 的 20.0% 到 25%，意味着未来不能只依赖资产价值重估，而需要持续留存利润、控制投资和债务。

这个目标比 PBR 目标更能检验资本政策是否成功。

08.4 | 女川核电已经从期权变成现金资产，东通仍是期权

女川 2 号机已实际运行，可以纳入当前正常化盈利讨论。

东通 1 号机仍处定检/长期停止状态，且 2026 年又出现核物质防护记录问题。其未来复运需要监管、工程与治理多重验证。

所以不能把两个核电资产用同一个估值方式处理。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.61 倍 PBR 仍有折价，但折价有充分原因

9 月 18 日收盘 1,377 日元，PBR 约 0.61 倍。

低于账面价值的主要现实原因包括：

- 有息负债 3.5 万亿日元级；
- 自己资本比率仅 20%；
- 巨大资本开支；
- 燃料/市场价格波动；
- 小售竞争；
- 核电可用率风险；
- 网络与零售治理历史；
- 正式年度业绩预测目前仍未定。

因此 PBR 低不是“免费资产”。

09.2 | 当前不能用一个看似很低的预测 PER 替代正常化盈利研究

部分市场数据源会显示基于某种预测 EPS 计算出的低 PER，但公司截至 Q1 仍明确将 2026 年度正式业绩预测列为未定。

在这种情况下，把第三方预测 PER 当作公司确定盈利倍数会制造虚假精确。

本轮估值更重视：

- 0.61 倍 PBR；
- 女川稳定运行后的正常化经常利润；
- 经营现金流/投资现金流；

- 有息负债与自己资本比率；
- 2030 ROIC/资本结构目标。

09.3 | 股价已经提前重估，安全边际小于 6 月

2026 年 6 月 2 日股价最低约 972.2 日元，9 月 17 日已经冲到 1,472 日元年内高点，三个月多涨幅超过 50%。

9 月 18 日又从 1,457.5 开盘回落至 1,377，单日跌 5.36%。

这说明市场已经提前交易女川恢复、客户增长和公用事业重估。

今天的低 PBR 不能和 6 月低位时的低 PBR 视为同一个安全边际。

09.4 | 真正重估需要“利润 + 现金 + 资本结构”三条线一起改善

如果未来只看到女川贡献利润，但经营现金仍被投资吃掉、债务不降，那么 PBR 可能长期低于 1 倍。

如果女川稳定、零售新增客户有正毛利、ROIC 靠近 3.5%、自己资本比率持续向 25%走，账面折价才有更坚实的收敛理由。

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 3914。该图通过现有 Review-specific Owner Media 路径绑定，属于公开视觉权威；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：2022 年 565 日元之后的重心上移，是否已经突破 2016—2019 旧供应区

东北电力 2010 年仍在约 1,700—2,000 日元运行，2011 年福岛事故后全年最低跌到 710 日元、年末 739 日元，长期价格结构发生根本性下移。

2013—2018 期间曾多次反弹到 1,400—1,900 日元：2015 年高点 1,909、2017 年 1,678、2018 年 1,559。但这些高位都未能恢复到震灾前长期状态，2019—2022 又逐步跌回 1,000 以下，2022 年最低 565 日元。

所以当前 1,377 日元真正的问题是：

2022 低点以来的上涨是否已经把 1,300—1,600 日元从旧反弹天花板转成新的可重复运行区间，还是仍会像 2018—2019 那样从这一带重新跌回低位。

10.2 | 长期底部结构已经明显改善

年度低点：

- 2022：565 日元；
- 2023：617 日元；
- 2024：935.2 日元；
- 2025：881.1 日元；
- 2026 截至 9 月：972.2 日元。

虽然 2025 最低点略低于 2024，但整体低位中心已经从 500—700 日元抬到接近 900—1,000 日元。

这比单次突破更重要，因为它显示旧低价状态的吸引力正在下降。

10.3 | 2026 年 5—9 月形成了连续的月线重心上移

2026 年月线：

- 5 月：最低 985.9、收 1,006.5；
- 6 月：最低 972.2、收 1,064.5；
- 7 月：收 1,180.5；
- 8 月：最低 1,139.5、收 1,330；
- 9 月截至 18 日：最低 1,319、高 1,472、收 1,377。

尤其 8、9 月低点都显著高于 6 月 972.2，表明上涨不是单日脉冲，而是运行区间整体向上迁移。

10.4 | 但 1,450—1,600 日元是长期供应记忆区

历史上：

- 2016 收 1,477、高 1,582；
- 2017 收 1,441、高 1,678；
- 2018 收 1,450、高 1,559；
- 2019 开 1,430 后一路下跌；
- 2024 高 1,614.5 后也重新回到 2025 最低 881.1。

2026 年 9 月 17 日高 1,472，恰好重新进入这个长期记忆区。

所以当前不能因为创年内高点就宣布“长期新状态完成”。

10.5 | 9月18日的-5.36%回落是有价值的第一次压力信号

9月17日最高1,472、收1,455；9月18日开1,457.5，最高1,459后一路回落到1,377，收盘跌5.36%，成交量约954.6万股，明显放大。

这说明1,450附近确实存在供应与获利了结。

但一天回落不足以证伪上行结构。

真正关键的是后续回抽能否：

- 守住1,300—1,330附近；
- 更深回撤仍不跌回1,150—1,200旧区间中心；
- 再次上攻1,470后能否停留而不是瞬间失败。

10.6 | Return Topology 比创新高更有信息量

2024年股价曾冲至1,614.5，却在同年11月跌到1,160.5附近并在2025年进一步见881.1。

这告诉我们：东北电力并不缺“冲高”，缺的是冲高后的状态保留。

2026年本轮若想真正不同，需要突破/回抽后保持更高底部，而不是重复2024年的高点—全回吐模式。

10.7 | Price-Fundamental Timing：价格明显领先于年度盈利确定性

2026年度正式业绩预测到7月Q1仍为未定，Q1经常利润也同比-5.4%，而股价从6月低点972.2上涨到9月17日1,472。

这是一种典型Price-led / expectation-heavy结构。

市场可能在提前交易女川2号机恢复正常运行、小售新增客户、财务目标和整个电力板块重估，但由于公司年度业绩尚未量化，这些预期仍需要后续财报兑现。

若后续正式业绩远低于经营计划内部利润目标，当前价格结构可能快速降级。

10.8 | 当前 Technical State 与证伪条件

当前纯价格状态：

2022以来长期底部重心明显上移，2026年6月后连续月线抬高已经把价格重新送入2016—2019及2024的重要供应区；趋势改善是真实的，但1,450—1,600区域是否能变成新状态仍未完成确认。

确认条件：

- 1,470—1,600逐步被突破并能停留；
- 回抽守住1,300附近，随后低点继续抬高；
- 更深调整仍不重新跌入1,000—1,100长期旧区间。

降级条件：

- 1,450附近形成重复失败并快速跌破1,250；
- 月线重新回到1,100以下；
- 进一步跌穿2026年低点972.2，则当前状态迁移基本失败。

本轮Technical内部判断77/100，对应V3.2技术贡献10.01/13。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

高负债风险。Q1 末有息负债约 3.57 万亿日元，利率上升会直接增加资本成本和股东现金压力。

资本开支风险。2025 年度经营现金流几乎被投资现金流完全吸收；未来仍需电源替换、核安全、电网、再生能源和数据中心相关投资。

核电可用率风险。女川 2 号机一旦停机，替代燃料/市场采购会直接伤害利润；东通未来又存在审查和治理不确定性。

燃料与市场价格风险。燃调只是在时间上最终传导，期间会形成数百亿日元级期差；先渡会产生巨大会计时价波动。

零售竞争风险。2026Q1 新增客户是正面，但 2025 年度小售减少证明客户可流失；扩张若靠低价会损害毛利。

送配电成本/监管风险。需给调整费用曾让 2025 年度网络分部转亏。

治理风险。2023 客户信息问题、2026 东通核物质防护试验/记录问题说明垂直集团和原子力现场都需要持续治理验证。

11.2 | 主要催化剂

女川 2 号机持续高可用率。定检后的持续稳定运行是最接近现金的盈利催化剂。

2026 年度正式业绩预测公布。公司目前仍未定，后续一旦给出量化预测，将直接检验经营计划内部 1,900 亿经常利润目标与现实之间的距离。

小售新增客户的毛利验证。Q1 小售+8.7%若同时带来发电·销售分部利润改善，Power44 零售逻辑会显著强化。

自己资本比率向 25%推进。每提高一个阶段，都意味着过去能源危机留下的财务损伤在真正修复。

东通审查/治理整改进展。如果 19 项整改形成持续运行记录并重新提升监管信用，长期核电期权才有可能进入估值。

数据中心/蓄电/聚合项目商业化。有具体客户、资本规模与 ROIC 后，才能从概念升级为增长资产。

12 | 反常识发现

12.1 | 女川 2 号机最好的价值证据，不是复运当天，而是 Q1 定检时的-100 亿反事实

2025 年度公司估计女川复运改善约 300 亿日元。

2026 年度 Q1 女川因定检稼动减少，又让经常利润同比恶化约 100 亿。

一正一负两组真实数据共同证明，这个机组不是“核电故事”，而是正在实际改变燃料成本和利润。

12.2 | 零售增长第一次和“竞争导致客户流失”的旧叙事发生反转

2025 年度小售同比下降 4.4%，公司反复解释为竞争与客户切换。

2026 年度 Q1 小售却同比+8.7%，公司明确说是新客户获得。

这可能是 Power44 最值得持续跟踪的变化：东北电力是否从区域守成者变成能够跨区域/企业端重新增长的零售平台。

但只有毛利和现金同时改善，销量增长才是高质量。

12.3 | 东北电力最大的估值约束不是核电，而是资产负债表

如果只看 PBR 0.61 倍和女川运行，很容易得出“便宜且有核电”的简单结论。

但 Q1 末有息负债 3.57 万亿，2025 年度经营现金和投资现金几乎抵消，自己资本比率只有 20%。

所以真正决定 PBR 能否持续提升的不是“还有几个核电机组”，而是核电/零售产生的现金能不能把债务和资本成本压下来。

12.4 | 2026 年度“业绩未定”与“经营计划 1900 亿目标”同时存在，是一个有用的信息张力

经营计划对内部资源配置需要目标，因此给出经常利润 1,900 亿、ROIC 约 3.5%。

但正式证券市场业绩预测因燃料和监管不确定性仍为未定。

这不是矛盾，而是告诉投资者：公司知道自己要去哪里，但外部变量还不足以让它承诺能在本年度到达。

后续正式预测一旦公布，就会是最有价值的现实校准。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 第一优先：女川 2 号机的持续运行与利用率

下一轮决算必须确认：

- 6 月 9 日商业运行恢复后是否持续稳定；
- 核电设备利用率是否明显高于 Q1 的 13.7%；
- 燃料采购和市场购电成本是否随之下降；
- 发电·销售分部经常利润是否同步改善。

13.2 | 第二优先：正式年度业绩预测

目前公司不愿给出正式预测。

一旦公布，应直接和三个数字比较：

- Q1 已实现经常利润 544 亿；
- 剔除期差/时价后的 Q1 经常利润 377 亿；
- 经营计划内部 2026 年度经常利润目标 1,900 亿。

这能判断市场当前 1,300—1,400 日元价格到底在提前交易多大的正常化利润。

13.3 | 第三优先：零售新增客户的利润质量

继续拆：

- 小售 kWh；
- 发电·销售分部利润；

- 客户获取成本；
- 域内/域外结构；
- 大口径企业客户和家庭客户变化；
- 电源采购结构。

如果销量继续增长但分部利润不升，说明价格竞争或采购成本侵蚀了增长质量。

13.4 | 第四优先：债务和自己资本比率

目标不是“债务绝对下降一次”，而是确认趋势：

- Q1 末 3.5672 万亿有息负债是否见顶；
- 自己资本比率能否从 20%持续提升；
- 经营现金能否覆盖投资现金；
- 利息支出是否因日本利率上升显著增加。

13.5 | 第五优先：东通整改是否形成可信运行记录

不要只看“19 项措施已制定”。

需要观察：

- 现场试验和记录抽查；
- 本店/干部现场参与；
- 独立验证委员会后续；
- 原子力规制检查结果；
- 是否再发生“未实施却记录已实施”的同类问题。

这是长期核电期权能否获得市场信用的先决条件。

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	50/100	6.50	自己资本比率从危机低位修复至 20%，但有息负债 Q1 末约 3.57 万亿，2025 经营现金几乎被投资现金全部吸收，财务基盘仍明确处于恢复途中。
竞争优势与结构耐久性	14	80/100	11.20	区域电网、582 亿 kWh 小售、245 万 kW 水力、1,060 万 kW 火力和已复运女川核电构成强物理资产与供给组合；终端零售仍竞争。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	58/100	9.86	女川复运改善真实，Q1 剔除期

				差/时价后的经营 本体相对稳定；但 利润受期差、交易 评价、市场/零售 和高投资显著扰 动，FCF 薄。
商业结构、产品、 客户与关键依赖	11	80/100	8.80	发电—采购—交易 —零售—网络链完 整，Q1 小售 +8.7%并有新客 户证据；依赖核电 可用率、燃料/ JEPX、网络成本 和客户价格竞争。
估值与安全边际	15	74/100	11.10	PBR 约 0.61 倍仍 低，但公司年度业 绩预测未定、股价 已自 6 月低点大幅 重估并进入多年供 应区，安全边际不 等同于低点时期。
资本配置与股东回 报	10	64/100	6.40	DOE 2%提高分红 可预测性，2030 ROIC/自己资本目 标方向正确；但高 债务下仍计划 3000 亿战略投 资，新增资本回报 必须严格验证。
治理、所有权与管 理层	7	47/100	3.29	资本修复方向清 楚，但 2023 客户 信息问题与 2026 东通防护试验未实 施却制作完成记录 是硬反证；整改已 形成 19 项措施但 运行效果待验证。
Kabugami 技术 结构	13	77/100	10.01	2022 以来低点与 月线重心明显上 移，2026 年 6—9 月连续强化并创年 内高；但 1,450— 1,600 是 2016— 2019 与 2024 多 轮历史供应区，突 破保留尚未确认。
合计	100		67.16	B+

14.1 | 评分解释

67.16 / B+ 的本质是：经营资产比财务结构强。

电网、发电、女川核电、客户基盘和零售增长都是真优势，PBR 也仍有折价。

但 3.5 万亿级债务、20%自己资本比率、持续高投资和治理历史使普通股不能仅按资产质量给高分。

如果未来两年同时出现：女川高利用率、零售正毛利增长、经营现金覆盖投资、债务见顶下降、自己资本比率向 25%走、东通整改无重复事件，评分上移空间很大。

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，不使用周末或 PTS 作为正式 Technical 确认。

2026 年度集团正式业绩预测截至 2026 年 7 月 29 日仍为未定。报告中提及的“经常利润 1,900 亿日元”来自 2026 年度集团经营计划的内部财务目标，不等同于证券市场正式业绩预测，也不构成公司已承诺实现的利润数字。

女川 2 号机未来利用率、东通核电复运路径、燃料价格、汇率、市场电价和网络收入调整均存在重大不确定性。

Owner 原始月线图 attachment 3914 仅作为本 Review 指定公开视觉权威；Technical Research 仍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、收益保证或适合性判断。

15.2 | 主要公司与监管一手来源

1. 東北電力 | 会社概要

<https://www.tohoku-epco.co.jp/comp/gaiyo/gaiyo.html>

2. 東北電力 | 2025 年度決算・2026 年度業績/配当予想 (2026-04-30)

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/normal/1248658_2558.html

3. 東北電力 | 2025 年度決算ダイジェスト

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/normal/_icsFiles/afieldfile/2026/04/30/a_1248658.pdf

4. 東北電力 | 2026 年度第 1 四半期決算 社長会見 (2026-07-29)

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/press/1248911_2560.html

5. 東北電力 | 2026 年度第 1 四半期決算ダイジェスト

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/normal/_icsFiles/afieldfile/2026/07/29/a_1248908.pdf

6. 東北電力 | 2026 年度東北電力グループ経営計画

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/normal/1248657_2558.html

7. 東北電力 | 2026 年度経営計画 概要版

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/normal/_icsFiles/afieldfile/2026/04/30/b_1248657.pdf

8. 東北電力 | 2025 年度有価証券報告書

https://www.tohoku-epco.co.jp/ir_n/report/securities_report/pdf/2025_ho.pdf

9. 東北電力 | 女川原子力発電所 2 号機 発電再開 (2026-05-15)

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/atom/1248706_2549.html

10. 東北電力 | 女川原子力発電所 2026 年 6 月状況 (6 月 9 日営業運転再開)

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/atom/topics/1248856_2552.html

11. 東北電力 | 女川 2 号機 水素濃度検出器 不具合原因・対策 (2026-04-07)

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/atom/1248592_2549.html

12. 東北電力 | 女川 2 号機 排水桁湯気事象 原因 (2026-05-18)

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/atom/1248714_2549.html

13. 東北電力 | 東通原子力 防護設備試験未実施・不適切記録 根本原因/改善措置 (2026-02-18)

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/atom/1248191_2549.html

14. 経済産業省 | 一般送配電事業者の顧客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>

15. 東北電力 | 高圧・特別高圧 燃料費等調整見直し (2025-10-03)

https://www.tohoku-epco.co.jp/news/normal/1247613_2558.html

15.3 | 市場与技术历史来源

16. Yahoo!ファイナンス | 9506 東北電力 株価時系列

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9506.T/history>

17. Yahoo!ファイナンス | 9506 東北電力 業績・財務

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9506.T/performance>

18. 株探 | 9506 東北電力 年次株価履歴

https://s.kabutan.jp/stocks/9506/historical_prices/yearly/

19. 株探 | 9506 東北電力 月次株価履歴

https://s.kabutan.jp/stocks/9506/historical_prices/monthly/

20. トレーダーズ・ウェブ | 9506 東北電力 基本指標

https://www.traders.co.jp/stocks/61_9506/

21. Owner 提供の 9506 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3914。

15.4 | Research Debt / 仍待验证的问题

- 女川 2 号機 6 月 9 日恢复商业运行后的 2026 年度 Q2/Q3 实际设备利用率、替代燃料成本下降和分部利润改善幅度；

- 2026 年度正式业绩预测何时公布、数值与经营计划内部 1,900 亿经常利润目标之间差距多大；
- Q1 新增零售客户的域内/域外、家庭/企业构成、获取成本、合同毛利和留存质量；
- 3.57 万亿日元有息负债是否已经接近峰值，以及日本利率上升对利息支出和 ROIC 的真实影响；
- 2024—2030 约 3,000 亿战略投资的项目级 ROIC、数据中心负荷对应的增量资本需求；
- 东通核电 19 项整改的长期运行成效、后续原子力规制检查和未来复运时间/追加安全投资；
- 网络分部需给调整费用和收入调整机制在 2026 年度后续季度的正常化水平。

Publication continuity：本轮形成 9506 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；Owner Media attachment 3914 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。