

9507 四国電力株式会社 (Shikoku Electric Power Company, Incorporated)

Kabugami V3.2 67.87/100 · B+

这家公司是做什么的

四国电力主营发电和电力零售，拥有水力、火力和伊方核电资产；同时通过四国电力送配电经营四国区域输配电网络，并经营信息通信、能源服务、工程和海外能源等业务。

最近亮点

2026年度Q1销售1,822亿日元、同比+3.8%，营业利润235亿日元、同比+3.8%，经常利润269亿日元、同比+19.0%，归母净利润197亿日元、同比+29.1%。伊方3号机继续满负荷级运行，自营水力发电量同比…

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	ed526738a7e87dd6a5e38207c93c62725763685c
评分版本	V3.2
发布源 SHA	6bcc8a3a6cb72d7f5fb4351246cfc23661777802
交付代码版本 SHA	6bcc8a3a6cb72d7f5fb4351246cfc23661777802
交付运行时指纹	284a4a73b8f492383f94a8da81b67689c4fe98ad6cc469812ec7aceabf59358c

先看研究要点

为什么值得研究	四国区域发电、零售与送配电基础设施形成真实区域壁垒；伊方 3 号机是高价值低边际成本电源，2026 年度公司预计利用率约 91%；中期计划给出 ROIC 3.5%以上、ROE 8%以上、自己资本比率最低 25%的明确资本约束；DOE 2.5%与连续股份回购提高了股东回报纪律。
最需要担心什么	FY2025 经营现金流约 822 亿日元、投资现金流约-1,500 亿日元，简单自由现金流为负；Q1 末社债及借款约 9,347 亿日元。零售端并非垄断，Q1 零售量和收入分别同比-6.6%和-9.1%；伊方 3 号机单一核电机组集中度高；2026 年 9 月四国电力送配电因员工铁塔坠落死亡事件成立第三方委员会，职场环境、指导情况、安全配慮义务等仍待独立调查结论。
Kabugami 现在怎么看	四国电力已经不是“低 PBR 公用事业”一句话可以概括的公司。当前股东价值由四个系统共同决定：伊方 3 号机能否稳定降低供电成本、区域零售客户能否在自由化竞争中留下正毛利、受监管电网能否在成本上升后获得可持续回报、以及高资本开支下现金能否真正留给股东。2026 年度 Q1 利润改善是真实的，但公司全年经常利润仍指引 400 亿日元，明显低于 2025 年度 678 亿日元；零售量下降、批发量上升说明利润结构仍在变化。当前 B+来自区域资产壁垒、核电运行、资本政策和技术结构明显改善；没有更高，是因为现金转化、零售增长、单机核电风险、送配电监管波动和治理调查都仍有实质性未决条件，而股价已经大幅提前重估。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：区域电力壁垒能否转化为持续自由现金，而不只是会计利润

四国电力拥有四国区域长期客户、电源组合和送配电网络，这些都是高复制成本资产。但公用事业的“资产很多”不等于普通股回报高。

真正影响普通股的是：

伊方3号机、区域零售、批发优化和受监管电网产生的经营利润，能否在核安全、火力维护、电网更新、再生能源和数字基础设施等资本开支之后，持续留下足够现金，使 ROIC、自己资本和每股股东回报同步改善。

这也是为什么本轮没有把低 PBR 直接翻译成“便宜”。

01.2 | Power44 问题：电力零售是利润兑现出口，但不是永久客户锁定

零售对四国电力不是边缘业务。2025 年度零售售电量约 228.94 亿 kWh，高于批发约 114.52 亿 kWh；零售是自有电源、市场采购和燃料成本最终转成客户收入的重要出口。

但 2026 年度 Q1 出现明显分化：

- 零售售电量 48.63 亿 kWh，同比-6.6%；
- 零售收入 1,027 亿日元，同比-9.1%；
- 批发售电量 37.13 亿 kWh，同比+25.7%；
- 批发收入 456 亿日元，同比+41.7%。

这说明公司可以通过批发市场消化电量并优化组合，却也证明区域零售客户不是永久锁定。

因此 Power44 最有价值的结论不是“它有零售业务”，而是：零售仍是核心价值兑现渠道，但新增/留存客户的经济性必须用毛利、采购成本、流失率和现金回报验证，不能只看售电量。

01.3 | 当前答案：资产和资本政策都在改善，现金闭环还没完成

2026 年度 Q1 经常利润 269 亿日元，同比增长 43 亿日元；伊方3号机继续高利用率、水力改善，都是真实经营支持。

但公司全年经常利润预测仍只有 400 亿日元，明显低于 2025 年度 678 亿日元；2025 年度经营现金流约 822 亿日元，却面对约 1,500 亿日元投资现金流流出。

所以当前更准确的定义是：

四国电力正在从高波动修复期进入“资本效率要兑现”的阶段。利润已经能赚，下一道门是现金能不能留下来。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 这是一套“电源 + 交易采购 + 零售 + 电网”的区域能源系统

截至 2026 年 3 月末，公司拥有约 115.8 万 kW 水力、283.5 万 kW 火力、89 万 kW 核电及少量新能源发电能力，合计约 488.6 万 kW。

它的主要经济链条是：

自有电源成本 → 市场/他社采购 → 需给与批发优化 → 零售价格与燃料费调整 → 现金流。

送配电则由四国电力送配电运营，在监管收入上限和托送费框架下回收网络成本并获得回报。

这四个环节彼此相连，因此不能只看某一季度发电利润或某一个电价。

02.2 | 伊方 3 号机是利润结构中的高信息量资产

伊方 3 号机装机约 89 万 kW，是公司当前运行中的主要核电资产。2026 年度 Q1 核电发电量约 19.29 亿 kWh，利用率 103%，与上年同期基本持平。

核电的经济意义不是“核电概念”，而是当它稳定运行时，可以减少一部分高边际成本火力或市场采购需求，从而改善供电成本。

公司 2026 年度计划假设原子力利用率约 91%，并在年度利润桥中明确体现核电利用增加的正面效果。

但这也形成集中风险：一台大型核电机组的停机，会同时改变燃料成本、采购需求和利润。

02.3 | 送配电是自然垄断资产，但回报并不平滑

四国电力送配电拥有四国区域大规模输配电网络。物理网络重复建设成本高，因此这部分具有自然垄断属性。

但回报受收入上限、成本审查和托送费调整影响。2026 年度公司全年预计送配电相关经常利润约-70 亿日元，而 2025 年度约+85 亿日元，波动并不小。

2026 年 9 月监管已批准新的收入预期，托送费自 11 月起调整。对于高压和特高压零售客户，四国电力已明确将新的托送费构成反映进电费。

这意味着部分网络成本可以传导，却不能消除需求、竞争和监管时点风险。

02.4 | 信息通信和能源服务提供第二层收益，但不能掩盖电力主轴

STNet、工程、能源服务和海外项目能增加集团利润来源，也可以与数据中心、脱碳解决方案形成协同。

但目前普通股价值仍主要由电力事业决定。新业务最合理的作用，是提高现有客户、电源和网络的利用率与回报，而不是单独制造一个与主业脱节的增长故事。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 家庭与中小客户：区域品牌是真优势，切换成本不是绝对壁垒

公司长期服务四国区域，拥有客户认知、缴费体系、服务网络和“全电化”等套餐生态。这些都能降低获客和服务成本。

但零售自由化后，客户可以切换到新电力或其他大型电力公司。Q1 零售量同比下降就是最直接的反证。

因此区域优势应定义为较低获客成本和较强客户基盘，而不是永久垄断。

03.2 | 高压和特高压客户：托送费具有较强传导机制

2026 年 11 月起，四国电力送配电的新托送费将影响高压/特高压客户。四国电力已明确说明，这一网络费用调整将进入相应零售电费构成，不需要客户另行办理手续。

这降低了公司单独吸收托送成本上升的风险。

但客户看到的最终电价变高后，仍可能通过节电、议价或切换供应商作出反应。因此成本传导保护的是单位毛利的一部分，不等于销量无风险。

03.3 | 批发市场是灵活性工具，也会提高盈利波动

Q1 批发量同比+25.7%、批发收入+41.7%，反映公司能够把发电和采购组合通过相对交易与 JEPX 等市场进行优化。

批发的好处是提高资产使用和供需调整灵活性；反面是市场价格波动会让收入、利润和季度比较更难外推。

因此不能把 Q1 批发增长直接当成长期零售增长的替代品。

03.4 | 燃料采购与价格传导存在时间差

燃料费调整机制会把燃料价格变化逐步传导到电价，但存在时间差。

所以燃调减少的是长期成本失配，不是季度波动。煤、LNG、油价和汇率变化仍然会通过时间差、采购组合和火力利用率影响利润。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 区域垄断已经变成“基础设施优势 + 零售竞争”

电网仍由四国电力送配电运营，但零售客户可以选择其他供应商。

因此四国电力同时拥有两种完全不同的竞争地位：

- 电网：高复制成本、强监管、自然垄断；
- 零售：有区域品牌和客户基盘，但要面对价格、套餐、服务与获客竞争。

把两者混成“垄断电力公司”会高估零售护城河。

04.2 | 发电组合决定零售竞争力的底层成本

如果伊方核电、水力和高效率火力稳定，零售业务可以获得更好的供电成本和采购选择。

如果核电停机、水力偏枯或火力燃料上涨，公司就必须增加高成本火力或外购电，零售客户本身不会自动替公司承担全部波动。

所以真正的竞争优势来自电源组合 + 调度交易能力 + 客户基盘的组合，而不是任一单点。

04.3 | 再生能源扩张也会遇到区域电网约束

公司计划到 2035 年度新增开发约 120 万 kW 可再生能源、2050 年度约 200 万 kW。

但四国区域已经存在再生能源出力控制。2026 年 9 月四国电力送配电仍发布了部分日期存在输出控制可能性的提示。

这意味着新增再生能源不是“装机越多越好”的线性逻辑。项目价值还取决于接网能力、弃电、蓄电、市场价格和资本成本。

05 | 护城河判断

四国电力的护城河属于强基础设施壁垒 + 中等强度零售关系。

强项包括：

- 区域输配电网络无法低成本复制；
- 自有核电、水力和火力资产提供供给组合；
- 长期客户关系和品牌降低获客成本；
- 电力、信息通信和能源服务可以在同一地区交叉销售；
- 监管框架为电网投资提供一定成本回收机制。

限制也很明确：

- 零售客户可切换；
- 发电利润受燃料、水文、核电可用率影响；
- 电网回报受监管重置；
- 大量资本必须持续投入，资产壁垒本身不保证高 ROIC。

因此最准确的判断不是“垄断”，而是：

四国电力拥有别人很难复制的区域系统，但股东是否获得高回报，取决于管理层能否让这套系统的资本成本低于它创造的现金回报。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | Q1 利润改善是真的，但不能直接年化

2026 年度 Q1：

- 销售 1,822 亿日元，同比+3.8%；
- 营业利润 235 亿日元，同比+3.8%；
- 经常利润 269 亿日元，同比+19.0%；
- 归母净利润 197 亿日元，同比+29.1%。

改善来自水力条件、费用变化以及供需组合等多项因素。

但全年公司经常利润预测只有 400 亿日元，而 2025 年度实际为约 678 亿日元。公司自身已经告诉投资者，Q1 不能简单乘四。

06.2 | 2025 年度自由现金流为负，是本轮最重要的财务约束

2025 年度经营现金流约 822 亿日元，投资现金流约-1,500 亿日元，简单差额约-678 亿日元。

这说明利润表的修复并没有完全转化成可自由分配现金。

对于重资产公用事业，一部分资本开支当然是维护供电安全、法规合规和未来收益所必需；但对普通股而言，只有资本支出之后的现金才真正能偿债、分红或回购。

06.3 | 资产负债表已恢复，但杠杆仍高

Q1 末社债及借款约 9,347 亿日元，较期初有所增加；自己资本比率约 28.4%，高于中期计划提出的最低 25% 底线。

这与过去亏损期相比已经明显改善，却仍意味着利率、资本开支和核电停机都会影响股东现金。

06.4 | 中期目标更像“资本效率毕业线”，不是高增长故事

中期经营计划 2030 提出：

- 经常利润 650 亿日元以上；
- 五年累计经营现金流 5,500 亿日元以上；
- ROIC 3.5%以上；
- ROE 8%以上；
- 自己资本比率至少 25%，之后逐步向约 30%靠拢。

值得注意的是，2025 年度经常利润已经约 678 亿日元，高于 2030 最低目标。

因此未来价值不是靠“利润从 400 亿变 650 亿”的表面增长，而是要把波动利润变成可持续现金和资本效率。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 资本政策比过去更明确

公司把 ROIC、ROE、现金流和自己资本比率放进中期目标，并采用 DOE 约 2.5%的稳定分红框架。

这比单纯以当期利润决定分红更有可预测性，也说明管理层开始把资本效率作为明确约束。

07.2 | 连续回购是真实股东回报，不只是口号

2026 年 7 月董事会决定回购上限 200 万股、35 亿日元。

截至 9 月 18 日，公司已买入 1,810,200 股，金额约 34.998 亿日元，回购计划完成。

结合前一年度的回购，这表明公司正在使用现金减少在外股份，而不是只把股东回报写在计划里。

07.3 | 送配电员工死亡事件必须作为治理硬反证保留

2026 年 9 月 9 日，四国电力送配电一名员工在巡检输电铁塔、下塔过程中坠落死亡。

9 月 18 日，公司宣布成立符合日本律师联合会指引的第三方委员会，独立调查事发经过、职场环境、指导情况、是否存在与职场骚扰有关的指摘，以及安全配慮义务履行情况等。

这里必须严格区分事实与待调查事项：事故和第三方委员会已经发生；是否存在职场骚扰、管理责任的具体性质和范围，尚未有独立调查结论。

因此本轮治理评分被压低，但不把未证实指摘写成既定事实。

07.4 | 核电治理必须用运行记录而不是口号验证

伊方 3 号机的高利用率对利润非常重要。2026 年 8 月又曾出现安全保护系统仪表不可信信号并进入运行限制偏离状态的披露。

单一事件不能证明长期管理失效，但它说明核电价值必须和持续的设备可靠性、安全文化、监管响应一起评估。

08 | 资本政策

08.1 | DOE 2.5%提高分红的可持续性

公司采用 DOE 约 2.5% 作为股东回报基础。2025 年度全年分红 50 日元，2026 年度公司预测 55 日元。

DOE 相比单纯派息率更平滑，不会因为一个季度利润波动就大幅改变分红。

但稳定分红仍要建立在资产负债表和现金流可以承受的前提上。

08.2 | 回购在 PBR 仍低于 1 倍时具有资本效率含义

9 月 18 日股价对应 PBR 约 0.91 倍。公司在低于账面价值附近回购股份，如果运营流动性和必要资本开支不受损，通常有利于剩余股东的每股净资产和每股盈利权。

但随着股价从 6 月低点大幅上涨，未来回购的边际吸引力要重新评估，不能把过去低价回购的逻辑机械外推。

08.3 | 增长资本必须证明 ROIC，而不是贴上脱碳标签就通过

公司正在投资再生能源、数据中心、数字基础设施、海外能源和脱碳解决方案。

与此同时，2026 年 4 月公司撤回了西条 1 号机氨混烧改造的长期脱碳电源拍卖资格，理由是相关供应链建设难以按计划推进。

这类反例很重要：能源转型项目同样存在供应链、技术、成本和回收风险。

真正正确的资本配置标准应是：项目能否提高集团 ROIC 和长期自由现金，而不是项目是否属于热门政策方向。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.91 倍 PBR 已经不是深度折价

9 月 18 日收盘 2,186 日元，Yahoo! Finance 显示 PBR 约 0.91 倍。

相比传统电力股长期低 PBR 区间，这仍没有明显溢价；但相比 2026 年 6 月 1,368 日元低点，安全边际已经明显收窄。

09.2 | PER 约 14.9 倍反映市场已经在交易正常化盈利

按公司预测 EPS 口径，9 月 18 日 PER 约 14.89 倍。

这不是异常高估，但也不是“市场按危机状态定价”。市场已经给予核电稳定、资本政策和公用事业重估相当信用。

09.3 | 55 日元分红约 2.52%，不能单独构成买入逻辑

当前预测股息率约 2.52%，低于很多投资者对传统高股息公用事业的直觉预期。

所以未来回报更依赖：

- 盈利稳定性；
- ROIC 提升；
- 每股净资产增长；
- 回购；

- 估值折价收敛。

09.4 | 真正安全边际来自现金兑现，而不是单一估值倍数

如果伊方稳定、零售毛利健康、投资纪律改善，经营现金持续覆盖资本开支，PBR 接近或超过 1 倍可以有经济基础。

如果零售量继续下降、核电停机或资本支出长期吞噬经营现金，那么当前 0.91 倍 PBR 可能只是合理风险折价，而不是明显错误定价。

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 3915。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：2013—2015 年的约 2,140 日元旧上限，是否正在从阻力变成新的运行底部

四国电力在 2007—2010 年长期运行于约 2,300—3,200 日元区间。2011 年之后价格结构发生显著下移，2012 年最低约 705 日元。

随后 2013 年和 2015 年分别反弹到约 2,140 日元和 2,144 日元，但都未能形成持久更高中心；2016 年以后再次下行，2020 和 2022 年最低分别约 652 和 632 日元。

因此当前最有价值的问题不是“涨了多少”，而是：

2026 年第一次重新站上约 2,140 日元旧记忆区后，价格能否在回抽中把这里变成可重复运行的更高中心，还是会像 2013/2015 一样被重新吸回 1,500—1,900 日元甚至更低。

10.2 | 2020—2022 形成了长期低位区域，2023 以后重心持续上移

年度价格结构显示：

- 2020 低约 652 日元；
- 2021 低约 669 日元；
- 2022 低约 632 日元；
- 2023 高约 1,145、收约 1,013；
- 2024 高约 1,546、收约 1,234.5；
- 2025 高约 1,591.5、收约 1,550.5；
- 2026 截至 9 月高约 2,298.5。

这不是一次单日脉冲，而是连续数年高点和运行中心逐级抬升。

旧 600—900 日元低价状态的吸引力已经显著减弱。

10.3 | 2026 年 6 月之后出现加速迁移

2026 年 6 月 2 日年内低点约 1,368 日元，9 月 17 日最高 2,298.5 日元，三个多月最大涨幅约 68%。

上涨速度明显高于 2023—2025 早期的缓慢中心迁移。

这种加速一方面说明旧状态控制力继续减弱，另一方面也增加短期过热和深回抽风险。

10.4 | 约 2,140 日元是非常重要的长期记忆区

2013 年高点约 2,140、2015 年高点约 2,144。两次大型反弹都在这里失去持续性。

2026 年 9 月 17 日高 2,298.5，首次明显突破这一长期记忆区。

真正重要的不是突破本身，而是之后旧区域还能否把价格重新吸回去。

10.5 | 9 月 18 日的回落恰好提供第一次 Return Topology 测试

9 月 18 日开 2,288、高 2,295、低 2,143、收 2,186，单日跌约 4%，成交量 317.9 万股，较前日明显放大。

最有信息量的一点是：盘中低点 2,143 几乎正好触及 2013/2015 旧高区域，而收盘仍在 2,186。

这是一轮很干净的首次回抽证据。

一天当然不足以证明旧阻力已经永久变成新支撑，但截至 Review cutoff，旧区域没有立刻把价格完全重新吸收。

10.6 | 确认需要“停留”，而不是再创新高

本轮结构进一步成立，需要看到：

- 周线/月线可以在约 2,100 附近或以上维持；
- 下一轮回撤低点不再轻易回到 1,800—1,900；
- 再次上攻 2,298.5 后能够形成更高运行中心，而不是瞬间失败。

如果只是重新创新高后快速全回吐，则更接近历史脉冲而不是状态迁移。

10.7 | Price-Fundamental Timing：价格已经领先于 2026 年度盈利指引

公司 2026 年度经常利润预测 400 亿日元，低于 2025 年度约 678 亿日元；Q1 零售量也同比下降。

但股价从 6 月低点 1,368 涨到 9 月高点 2,298.5，明显提前交易了伊方稳定、资本政策、监管成本传导和公用事业估值重构。

因此当前属于 Price-led / expectation-heavy 状态。

这不等于上涨错误，而是意味着下一阶段价格要继续保持更高中心，需要现金流和资本效率逐步跟上。

10.8 | 当前 Technical State 与证伪条件

当前纯价格状态：

2020—2022 长期低位状态已明显失去控制，2023—2026 的阶梯式重心上移已在 2026 年 9 月首次突破 2013/2015 约 2,140 日元长期记忆区；9 月 18 日第一次深回抽触及该区后收回其上，结构偏强，但新高位状态仍缺少足够停留时间确认。

确认条件：

- 2,100—2,150 区域在后续周/月尺度继续承担回抽落点；
- 再次突破 2,298.5 后能形成更高中心；
- 深回撤仍保持高于 2025 年约 1,500—1,600 的旧高区。

降级条件：

- 多次跌回 2,100 以下且无法恢复；
- 月线重新跌回 1,800—1,900 并长期停留；
- 若进一步回到 1,500—1,600 附近，当前突破将更接近一次失败脉冲。

本轮 Technical 内部判断 79/100，对应 V3.2 技术贡献 10.27/13。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

核电单机集中风险。伊方 3 号机对供电成本和利润影响大，设备、监管或安全事件导致停机时，替代成本会快速上升。

零售客户流失风险。Q1 零售售电量同比-6.6%，说明区域品牌并不能阻止客户迁移或合同量下降。

资本开支与自由现金风险。2025 年度经营现金流不足以覆盖投资现金流，长期增长项目若回报低于资本成本，会削弱股东价值。

燃料与批发市场风险。批发收入增长提高灵活性，也增加市场价格、采购和燃调时间差的利润波动。

监管风险。送配电收入上限、托送费和成本审查可能使网络利润跨年度大幅变化。

治理与安全风险。四国电力送配电员工死亡事件的第三方委员会尚未完成调查；事实、原因、职场环境和管理责任仍待结论。

能源转型执行风险。氨混烧项目撤回、可再生能源出力控制等反证说明脱碳投资并非线性兑现。

11.2 | 主要催化剂

- 伊方 3 号机继续高利用率并减少高成本采购；

- 零售售电量止跌，且单位毛利没有为抢量而恶化；
- 新托送费顺利传导，送配电利润恢复；
- 经营现金流开始稳定覆盖资本开支；
- 2030 ROIC 3.5%与 ROE 8%目标出现持续实现证据；
- DOE 分红与回购继续在不伤害财务韧性的前提下执行；
- 第三方委员会调查完成并形成可信、可验证的整改；
- 技术面完成对 2,100—2,150 长期记忆区的回抽确认。

12 | 反常识发现

12.1 | 最大的价值不在“核电重启”，而在核电如何改变零售和批发的选择权

伊方 3 号机并不只是单独贡献发电利润。

当低边际成本电源稳定时，公司可以在“卖给零售客户、做批发交易、减少高成本采购”之间拥有更好的调度选择。

所以核电价值应放进整个供需组合，而不是只用一项发电利润估值。

12.2 | Q1 利润增长和零售下降同时发生，说明“利润好=客户更强”并不成立

Q1 经常利润同比+19%，但零售量同比-6.6%。

利润改善来自水力、费用、批发和供需组合等多因素，而不是零售客户数量同步改善。

这提醒投资者：未来需要把客户竞争力和发电/交易利润分开验证。

12.3 | 2030 经常利润目标并不比 2025 实际高，真正的增长目标藏在资本效率里

2030 目标经常利润 650 亿日元以上，而 2025 年度实际已经约 678 亿日元。

因此中期计划真正有信息量的不是利润绝对额，而是五年经营现金流、ROIC、ROE、自己资本比率和股东回报纪律。

这家公司未来能否重估，关键是把周期利润变成稳定资本回报。

12.4 | 技术面最值得看的不是 2,298.5 新高，而是 2,143 的回抽低点

2013 和 2015 的重大高点都在约 2,140 附近。9 月 18 日价格从 2,295 回落，盘中低点恰好约 2,143 后收于 2,186。

这比单纯“创新高”更有信息量，因为它第一次测试旧长期供应区是否开始失去重新吸收价格的能力。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 零售量下降到底是天气/合同时点，还是结构性客户流失

Q1 零售量同比-6.6%已经是材料事实，但公开资料仍不足以拆分：

- 客户数变化；
- 大客户合同迁移；

- 价格策略；
- 家庭/企业不同贡献；
- 新增客户和流失客户毛利差。

下一次最有价值的是找到能解释量下降但集团利润仍增长的客户级或产品级经济证据。

13.2 | 新托送费传导之后，销量和毛利怎么变化

高压/特高压新托送费自 11 月起反映到零售电价。

需要跟踪：客户是否接受价格、是否切换、公司是否出现额外折扣，以及送配电利润是否按监管设计恢复。

13.3 | 伊方 3 号机的可用率和设备可靠性

利用率 91%的年度假设是利润重要输入。

下一轮应跟踪定检、通报事件、长期停机风险和监管状态，避免把一个高利用率季度永久化。

13.4 | 经营现金流能否覆盖资本开支

这是最关键的财务 Research Debt。

若未来经营现金流长期小于投资现金流，则 ROIC 和股东回报目标会相互争夺现金；若开始稳定覆盖，低 PBR 折价才更有机会结构性收敛。

13.5 | 第三方委员会结论

目前只能确认事故和独立委员会成立。

委员会未来对事故经过、职场环境、指导、安全配慮义务和是否存在相关职场问题的结论，会直接改变治理判断。结论出来前保持 UNKNOWN，不提前定性。

13.6 | 技术回抽是否真正完成

下一轮重点不是预测涨跌，而是观察：

- 2,100—2,150 附近是否成为可重复回抽区；
- 价格是否重新跌回 1,800—1,900；
- 2,298.5 以上是否形成新的停留与重心。

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	60/100	7.80	自己资本比率约 28.4%已高于中期最低 25%，但社债/借款约 9,347 亿日元，2025 年度自由现金流为负，资本开支和利率仍是硬约束。
竞争优势与结构耐久性	14	78/100	10.92	区域电网、电源组合、长期客户和品牌构成难复制系统；但零售已经自

				由竞争，资产壁垒不等于高 ROIC。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	61/100	10.37	Q1 经常利润增长真实，但全年指引显著低于 FY2025，燃料/水文/核电/监管与批发结构使利润波动大，现金转化仍待改善。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	72/100	7.92	必需服务、区域客户生态和发电供给体系有韧性；Q1 零售量-6.6%是客户端硬反证，伊方 3 号机又形成关键单点依赖。
估值与安全边际	15	61/100	9.15	PBR 约 0.91 倍仍未明显溢价，但股价已从 6 月低点大幅重估，PER 约 14.9 倍、股息率约 2.52%，安全边际不再深。
资本配置与股东回报	10	78/100	7.80	DOE 2.5%、55 日元分红预测、连续回购、ROIC/现金流目标形成较清晰股东回报纪律；但高 Capex 要求严格项目回报。
治理、所有权与管理层	7	52/100	3.64	资本纪律改善，但四国电力送配电员工死亡事件已进入第三方独立调查，事实与管理责任尚未闭环；核电安全管理也要求持续高标准。
Kabugami 技术结构	13	79/100	10.27	2023—2026 重心阶梯上移并突破 2013/2015 约 2,140 日元长期记忆区；9 月 18 日首次深回抽守回其上，结构强，但尚缺长期停留确认。
总分	100		67.87	B+

14.1 | 为什么是 B+，而不是 A

四国电力拥有真实区域资产壁垒、运行中的核电、高质量客户入口和越来越清晰的资本纪律，这些足以使它高于一般周期性公用事业。

但 A 档需要更强的现金闭环和更低的不确定性。当前仍有四个实质限制：

1. 2025 年度经营现金不足以覆盖投资现金；
2. 2026 年度全年盈利指引明显低于上一年；
3. 零售客户量正在下降，而批发比重上升；
4. 治理/安全调查和单一核电机组集中风险尚未消失。

技术结构很强，却不能替代基本面现金验证。

15 | 来源与合规

15.1 | Compliance / 风险披露

本报告基于公开信息、公司披露、监管/行业资料及公开市场价格数据进行研究整理。所有盈利、估值、资本政策和技术判断均为基于 2026-09-19 资料边界的研究判断，不构成投资建议、证券买卖推荐、目标价、收益承诺或招揽。

公司未来经营可能因燃料价格、汇率、核电运行、天气、水文、电力市场价格、监管制度、资本开支、利率、事故调查和竞争变化而与本报告判断显著不同。

对于 2026 年 9 月四国电力送配电员工死亡事件，本报告仅采用公司正式披露确认的事故与第三方委员会调查范围。有关职场骚扰等事项截至资料截止日仍属于待调查问题，本报告不将其视为已确认事实。

15.2 | Research / Technical 边界

- Review date：2026-09-19。
- 最近完整东证价格观察日：2026-09-18；未把未完成交易日当作技术确认。
- Technical Research 独立使用真实历史价格结构，基本面事件不是纯技术因果证据。
- Owner 原始月线图为本 Review 指定 WordPress attachment 3915，属于公开视觉权威，不是 Technical Research 唯一证据。
- Power44 电力零售问题只作为本轮 Open Discovery 起始 VOI 假设；Coverage35、Technical、Synthesis、Score、Routing 与 00-15 均按共享正式标准执行。

15.3 | 主要来源

1. 四国电力 | 公司概况

<https://www.yonden.co.jp/corporate/yonden/summary.html>

2. 四国电力 | 2026 年度第 1 四半期 連結決算の概要（2026-07-31）

https://www.yonden.co.jp/press/2026/_icsFiles/afieldfile/2026/07/31/pr011.pdf

3. 四国电力 | 決算短信・決算説明資料

<https://www.yonden.co.jp/corporate/ir/library/settle.html>

4. 四国电力 | 2025 年度通期決算資料

<https://www.yonden.co.jp/corporate/ir/library/settle.html>

5. 四国电力 | よんでんグループ中期経営計画 2030

https://www.yonden.co.jp/corporate/ir/policy/business_plan.html

6. 四国電力 | トップメッセージ

<https://www.yonden.co.jp/corporate/ir/policy/message.html>

7. 四国電力 | 股票・分红信息

<https://www.yonden.co.jp/corporate/ir/stocks/dividend.html>

8. 四国電力 | 自己株式の取得終了に関するお知らせ (2026-09-18)

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

9. 四国電力 | 2026 年 7 月社長記者會 / Q1 経営説明

https://www.yonden.co.jp/press/2026/1214082_2822.html

10. 四国電力 | 燃料費調整制度・単価表

https://www.yonden.co.jp/business/price/fuel_adjustments/

11. 四国電力 | 託送料金見直しに伴う高圧・特別高圧の電気料金への反映 (2026-09-18)

<https://www.yonden.co.jp/>

12. 四国電力 | 再生可能エネルギー導入拡大 (2035 年度 120 万 kW / 2050 年度 200 万 kW)

https://www.yonden.co.jp/press/2025/1211277_2677.html

13. 四国電力 | 伊方発電所 原子力関連披露

<https://www.yonden.co.jp/energy/atom/>

14. 四国電力 | 2026 年度プレスリリース (伊方 3 号機、海外能源、回购等)

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

15. 四国電力送配电 | 会社概要

<https://www.yonden.co.jp/nw/corporate/outline/summary.html>

16. 四国電力送配电 | 託送供給等約款の変更 / 収入見通し関連披露

<https://www.yonden.co.jp/nw/press/>

17. 四国電力送配电 | 当社従業員の鉄塔転落死亡事案に伴う第三者委員会の設置 (2026-09-18)

https://www.yonden.co.jp/nw/press/2026/_icsFiles/afieldfile/2026/09/18/npr004_2.pdf

18. 四国電力送配电 | 再生可能エネルギー出力制御の見通し

https://www.yonden.co.jp/nw/renewable_energy/output_control/outlook/

19. 公正取引委員会 | 電力分野の競争政策相关资料

<https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2025/apr/250425denryokuchosa.html>

20. Yahoo! Finance | 9507 股价时序・PBR/PER (2026-09-18 参照)

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9507.T/history>

21. 株探 | 9507 长期年次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/9507/historical_prices/yearly/

22. Owner 提供 9507 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3915。

Publication continuity：本轮形成 9507 的正式 Power44 FIRST_COMPLETE HANDOFF；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。