

9508 九州電力株式会社 (Kyushu Electric Power Company, Incorporated)

Kabugami V3.2 70.14/100 · B+

这家公司是做什么的

九州电力以九州区域发电和电力零售为核心，拥有水力、火力、玄海与川内核电资产；通过九州电力送配电运营区域电网，并把再生能源、海外发电/O&M、ICT、城市开发与能源服务作为增长事业。

最近亮点

2026年度Q1销售5,326亿日元、营业利润834亿日元、经常利润863亿日元、归母净利润610亿日元，分别同比约+6.9%、+34.9%、+45.9%、+30.7%。核电发电量同比约+31%、利用率103.7%；零售售电量…

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	6bcc8a3a6cb72d7f5fb4351246cfc23661777802
评分版本	V3.2
发布源 SHA	3b04e63b4492ad03f24f8c87b471dbe379d7dbec
交付代码版本 SHA	3b04e63b4492ad03f24f8c87b471dbe379d7dbec
交付运行时指纹	284a4a73b8f492383f94a8da81b67689c4fe98ad6cc469812ec7aceabf59358c

先看研究要点

为什么值得研究	九州区域发电、电网、客户和品牌形成高复制成本系统；四台在运核电机组使低边际成本电源更分散，不像单机核电公司那样集中；2025 年度经营现金流约 4,387 亿日元，高于投资现金流约 3,837 亿日元，现金闭环已转正；2030/2035 ROIC 目标 3.3%/约 4%以及持股公司化，提供更明确的资本效率框架。
最需要担心什么	Q1 零售售电量同比-7.8%，说明区域客户并非永久锁定；Q1 末有息负债约 3.78 万亿日元，普通股口径自己资本比率仍偏低；燃料费调整时差、市场购电价格、核电定检与设备可靠性会显著改变利润；2026 年九州电力送配电发生保存最多约 1,090 万口客户信息的外部记忆媒体所在不明事件并受到经济产业省指导；2.5 万亿日元战略投资若 ROIC 不足，将侵蚀股东回报。
Kabugami 现在怎么看	九州电力当前最大的价值变化不是单一“核电复苏”，而是四台核电稳定运行、区域能源平台、经营现金流恢复、成长事业扩张以及即将完成的持股公司化正在共同推动资本效率重构。Q1 利润质量比表面同比增幅更好的一点，是燃料费调整时差从前年约+100 亿日元差益转为本期约-80 亿日元差损后，剔除该时差的经常利润仍明显增长；但同一季度零售量下降、批发量大增，也说明利润正在从“客户数量”转向“电源与交易组合”驱动。当前 70.14/B+ 反映基本盘真实、现金流和技术结构均改善；没有进入 A 档，是因为高杠杆、客户流失、核电/燃料波动、治理事件、巨额投资和持股公司资本配置尚未经过足够长时间验证，而股价已从 7 月低点快速重估至 2,000 日元以上。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：核电和区域平台能否把“利润修复”升级成持续 ROIC 与自由现金

九州电力最容易被简化为“低 PBR 核电股”。这种说法抓住了两个事实，却没有抓住价值创造机制。

核电本身不会自动创造股东价值。只有当核电安全稳定运行、减少高成本火力或市场采购、释放可销售电量，再通过零售或批发兑现，并且资本开支与债务成本受到约束时，低边际成本电源才真正转化为股东自由现金。

因此本轮公司特有的核心问题是：

四台在运核电、九州区域客户与电网、批发/燃料交易和成长事业组合，能否在未来 2.5 万亿日元级战略投资之后仍把 ROIC 推升到资本成本以上，并持续增加普通股每股价值。

01.2 | Power44 问题：零售是核心价值出口，但 Q1 已经给出客户侧硬反证

2026 年度 Q1，集团零售售电量约 144 亿 kWh，同比-7.8%；其中低压照明约 49 亿 kWh、同比-2.8%，电力约 95 亿 kWh、同比-10.2%。零售收入约 2,953 亿日元，同比减少约 223 亿日元。

同一季度批发售电量约 89 亿 kWh，同比+34.2%，批发收入约 1,217 亿日元，同比增加约 427 亿日元。

这说明九州电力有能力把更多电量转去批发渠道，却也证明区域品牌、电网历史和客户规模并不能阻止零售合同量下降。

零售业务真正的经济价值应当用“客户毛利 + 获客/留存成本 + 自有电源覆盖 + 市场采购成本 + 交叉销售”衡量，而不是单看售电量。

01.3 | 当前答案：经营修复已经发生，资本效率毕业还没完成

2025 年度经常利润约 2,071 亿日元，2026 年度公司预测约 1,800 亿日元；Q1 已经实现约 863 亿日元。

更重要的是，Q1 燃料费调整时差由前年约+100 亿日元差益转成本期约-80 亿日元差损，约 180 亿日元的同比逆风下，经常利润仍明显增长。公司 IR 资料给出的时差剔除后经常利润约 943 亿日元，高于前年约 491 亿日元。

这表明 Q1 改善不只是会计时差。

但 2025 年度虽然经营现金流 4,387 亿日元高于投资现金流 3,837 亿日元，正自由现金只有约 550 亿日元，而集团未来 11 年战略投资计划约 2.5 万亿日元。

所以当前应定义为：经营修复已成立，资本效率和长期自由现金仍在验证。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 这不是单一电力公司，而是一套“电源—市场—零售—电网—成长事业”系统

截至 2026 年春，公司自有发电能力约 1,526 万 kW，其中水力约 359 万 kW、火力约 754 万 kW、核电约 414 万 kW，另有少量其他电源。

集团价值链可以简化为：

核电/水力/火力/再生能源发电 → 市场与他社采购 → 零售/批发分配 → 电费与燃调回收 → 经营现金 → 电源、电网和成长事业再投资。

九州电力送配电运营区域电网，提供受监管的网络服务；增长事业包括再生能源、海外能源、ICT、城市开发和其他能源服务。

02.2 | 四台在运核电构成结构性成本优势，但不是无风险资产

九州电力当前主要在运核电为玄海 3、4 号机和川内 1、2 号机，总装机约 414 万 kW。

2026 年度 Q1 核电发电量约 90 亿 kWh，同比+31%，设备利用率 103.7%。公司全年假设核电发电量约 295 亿 kWh、利用率 84.7%。

核电高利用率能够减少一部分燃料成本和高价市场采购，直接提高供电组合价值。

与只有一台关键核电机组的公司相比，四台机组降低了单一机组停机对整个集团的集中度；但定检、长期设施管理、干式储存、地震与津波评估、监管要求以及老化管理仍然构成长期资本与运营风险。

2026 年 6 月玄海 3 号机进入约 5 个月定检，说明“高核电利用率”本身也会随检修时点跨季度波动。

02.3 | 送配电是自然垄断，零售却是竞争业务

九州电力送配电拥有九州区域电网，网络重复建设成本极高，具有自然垄断和监管回收属性。

零售则完全不同。客户可以切换供应商，法人客户尤其会比较价格、非化石属性、合同灵活性和服务组合。

因此“九州电力在九州有电网”不能直接推导出“九州电力的零售客户不会流失”。

02.4 | 增长事业正在变得真实，但仍需证明资本回报

2026 年度 Q1 其他能源服务事业经常利润约 101 亿日元，同比大幅增长，背景包括煤炭/LNG 相关业务及 3 月开始商业运行的 LNG 火力等。

集团还在美国收购发电站 O&M 公司并更名为 Kyuden Energy Partners，进入美国运维市场；同时布局 ICT、数据中心、城市开发、AI 与再生能源。

这些业务已经不只是 PPT 期权，但真正的判断标准仍然是：资本投入后能否持续创造高于 WACC 的回报。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 家庭客户：区域品牌和服务网络降低获客成本，但不是永久锁定

九州电力长期经营九州家庭客户，拥有品牌、收费系统、客服和线下网络，也可以把电力、燃气、全电化和相关服务组合销售。

这些能力能降低获客与服务成本，但 Q1 低压售电量仍同比下降，说明客户行为、天气、节能和竞争都会影响量。

03.2 | 法人客户下降更值得重视

Q1“电力”类零售售电量约 95 亿 kWh，同比-10.2%，降幅高于低压照明。

大型和法人客户通常更有价格敏感性，也更可能使用竞价、PPA、非化石证书和跨区域供应方案。

因此下一轮需要把法人零售下降拆成：合同流失、需求下降、天气/产量影响、价格策略和客户主动节能，不能把全部下降都归因于竞争。

03.3 | 批发市场提供去化和套利选择权，但不能替代客户质量

Q1 批发量增长 34.2%，在核电发电增加时尤其有价值：公司可以把边际成本较低的电量通过双边交易、JEPX 等渠道兑现。

但批发市场价格波动较大，盈利质量和可预测性通常低于稳定、高毛利零售客户。

因此最健康的结构不是“零售下降、批发无限增加”，而是用自有低成本电源在零售与批发之间动态选择最高风险调整后毛利。

03.4 | 燃料供应与汇率仍然是成本系统的重要变量

公司火力仍需要煤、LNG、油等燃料，并受到汇率和国际价格影响。

燃料费调整机制会把部分成本变化延迟传导给客户，但时差可以在单季制造数十至上百亿日元级利润波动。

因此燃调是长期回收机制，不是季度利润保险。

03.5 | 非化石属性正在成为可出售产品

公司 2025 年度通过非化石证书销售获得约 223 亿日元收入，并把相关收入用于非化石电源维护。

这说明核电和再生能源除“发电量”外，还有环境属性可货币化。

但非化石证书价格、制度与客户需求同样受政策和市场影响，不应被当成固定租金。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 真正优势是组合，不是任何单点垄断

九州电力的竞争力来自：

- 大规模区域客户基盘；
- 四台核电与水力、火力组合；
- 九州区域送配电网络；
- 批发交易与燃料采购能力；
- 品牌、客服和账单系统；
- 再生能源、ICT、城市开发等交叉业务。

其中电网最接近自然垄断，零售最具竞争性，发电则受电源成本和市场价格竞争。

04.2 | 高核电比率可以成为成本护城河，也会形成监管护城河的反面

核电稳定运行时，九州电力的供电成本相对缺少核电的同行更有优势。

但核电需要大量安全投资、监管审查、废止措施、燃料后端与长期管理。一旦设备或监管事件导致停机，低成本优势会迅速变成替代采购压力。

所以核电不是免费护城河，而是高固定成本、高管理要求、成功运行时非常有价值的资产。

04.3 | 九州的数据中心和制造业需求既是机会，也是电网资本需求

九州半导体、数据中心和数字基础设施投资增加，会带来新负荷与电力需求。

9 月 18 日公司又宣布参与“ワット・ビット連携”分散数据中心实证。

但大型负荷增长也会要求输变电、接入与电源投资。需求增长只有在接网成本、价格和资本回报合理时才真正增加每股价值。

05 | 护城河判断

九州电力的护城河属于强区域能源系统壁垒 + 中等强度零售关系 + 有条件的低成本电源优势。

最强的是电网与电源资产：这些基础设施需要巨额资本、监管许可、专业能力和长期建设周期，难以复制。

次强的是客户入口和品牌：大量客户长期使用九州电力，服务与账单体系形成粘性，但自由化后并不封闭。

核电在稳定运行时增强成本优势，却不能独立定义护城河，因为运营失败的反向损失也很大。

因此更准确的判断是：

九州电力很难被“替代成另一家完整九州能源系统”，但它仍必须持续证明每一笔重资产能够赚到超过资本成本的回报。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2023 亏损后已经完成利润修复，但历史证明盈利并不平滑

2023 年 3 月期公司曾因燃料价格与成本传导问题出现约 866 亿日元经常亏损。

随后 2024、2025、2026 财年经常利润分别约 2,382 亿、1,947 亿、2,071 亿日元。

这证明利润修复能力很强，也同时证明能源成本、核电利用率和燃调时差会让利润跨周期剧烈变化。

06.2 | Q1 改善质量比表面同比更强

2026 年度 Q1：

- 销售约 5,326 亿日元；
- 营业利润约 834 亿日元；
- 经常利润约 863 亿日元；
- 归母净利润约 610 亿日元。

燃调时差由前年约+100 亿日元差益转为本期约-80 亿日元差损，本应形成约 180 亿日元同比逆风。

剔除时差后，公司说明 Q1 经常利润约 943 亿日元，前年约 491 亿日元。

这说明核电、LNG 转售、网络收入和供需组合的改善是真实经营变化，而不只是会计时差。

06.3 | 2025 年度现金流已经转为正自由现金，但余量并不宽

2025 年度：

- 经营现金流约 4,387 亿日元；
- 投资现金流约-3,837 亿日元；

- 简单差额约+550 亿日元。

这比“利润很高但现金全被吃掉”的状态健康。

但 550 亿日元相对未来 2.5 万亿日元战略投资和 3.7 万亿日元级有息负债并不宽裕。未来股东价值仍取决于经营现金能否继续覆盖必要投资。

06.4 | 杠杆仍然是最大下行约束之一

Q1 末有息负债约 3.782 万亿日元，较期初约 3.697 万亿日元增加约 852 亿日元。

自己资本比率约 20.9%；若剔除优先股等影响，普通股经济安全垫更薄。

公司 2026 年 7 月新发 270 亿日元 2.600%与 130 亿日元 3.365%公司债，也提醒投资者：利率已经不再是长期接近零的融资环境。

利息成本上升会提高资本开支项目的最低回报要求。

06.5 | 全年预测比 Q1 年化保守得多

公司维持 2026 年度预测：

- 销售约 2.3 万亿日元；
- 营业利润约 2,100 亿日元；
- 经常利润约 1,800 亿日元；
- 归母净利润约 1,300 亿日元。

因此 Q1 经常利润 863 亿日元不能机械乘四。

定检、需求季节性、燃调时差、燃料与市场价格都会改变后续季度。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 持股公司化是本轮最重要的治理结构变化

公司决定 2026 年 10 月 1 日通过单独股票移转成立キューデンホールディングス株式会社。

九州电力现有普通股股东原则上按 1:1 获得新持股公司普通股。JPX 已于 9 月 1 日批准新持股公司 642A 在 10 月 1 日东证 Prime 上市；九州电力 9508 预计 9 月 29 日上场废止。

2027 年 4 月，公司计划进一步把水力、城市开发等业务及主要事业公司重组到持股公司体系下。

这本身不创造利润，但它可能改善集团资本配置、业务责任和成长事业独立性。

真正的验证不是“换了公司架构”，而是未来是否更敢于退出低 ROIC 资产、把资本配置给高回报业务，并对每个事业明确资本成本。

07.2 | 外部记忆媒体所在不明是治理硬反证

2026 年 5 月，九州电力送配电发现一份保存客户信息的外部记忆媒体在服务器室中所在不明。

初始披露显示可能涉及最多约 1,090 万口客户信息，包括客户名称、供给地址、用电量、电话和零售电气事业者等，不含银行账户和信用卡信息。

截至现有披露，尚未确认客户信息实际流出或二次损害，但外部流出可能性不能排除；公司已向个人信息保护委员会和监管机构报告，经济产业省也要求落实再发防止和客户应对。

这不是“网络攻击故事”，而是基础的信息资产管理问题，因此本轮治理评分受到实质压低。

07.3 | 持股公司转换临近，治理责任需要看穿形式

9508 即将变成新持股公司 642A 的完全子公司。

投资者应避免把旧公司的治理问题因为新代码和新母公司而“清零”。信息管理、核电安全、资本配置、送配电合规等能力都会随组织人员和流程延续。

07.4 | 核电治理仍需持续高标准

2026 年公司继续推进玄海长期设施管理、川内干式储存、玄海地震与津波评价等监管事项。

这些披露说明监管流程在运转，也说明核电价值与治理能力永久绑定。

08 | 资本政策

08.1 | 稳定 50 日元分红是当前明确底线，但股息率并不高

公司利润分配基本方针是维持稳定分红并从中长期扩大股东利益。

2025 年度普通股全年 50 日元，2026 年度预测仍为 50 日元。

以 2,128.5 日元收盘价计算，预测股息率约 2.35%。

因此九州电力当前不是靠高股息率单独成立的投资逻辑。

08.2 | 未来 11 年 2.5 万亿日元战略投资是最大资本配置考试

Vision2035 计划 2025—2035 年度累计约 2.5 万亿日元战略投资：

- 约 1.5 万亿日元用于 CN 投资及包含再生能源的成长投资；
- 约 1 万亿日元用于海外、ICT、城市开发、M&A、DX 等成长投资。

公司 2030 目标 ROIC 3.3%、2035 约 4%，同时目标经常利润分别 1,800 亿和 2,000 亿日元以上。

由于公司估计 WACC 约 3%左右，3.3%的 2030 ROIC 并不是极高安全垫。

因此每一笔投资都必须证明项目级回报，而不是因为“脱碳、AI、数据中心、海外”就自动正确。

08.3 | 持股公司真正的意义应体现在资本退出与再配置

纯持股公司架构可以让成长事业和传统能源事业的资本需求更透明，也可能支持并购、事业重组和独立责任经营。

但如果新架构只是多一层管理公司、资本仍平均分配，经济价值有限。

未来最重要的证据是：

- 低 ROIC 项目是否真的被削减；
- 高 ROIC 成长事业是否扩大且可独立验证；
- 债务与普通股权益安全垫是否改善；
- 分红之外是否形成更明确的每股资本回报纪律。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.81 倍 PBR 仍有折价，但市场已经不按危机状态定价

9月18日收盘 2,128.5 日元，Yahoo! Finance 口径 PBR 约 0.81 倍、PER 约 7.74 倍。

PBR 低于 1 倍仍代表账面折价，但公司已经从 2023 亏损期进入持续盈利、核电高利用率和持股公司重构阶段，股价也已经明显重估。

09.2 | 低 PER 需要和能源利润波动一起看

按公司预测 EPS 的市场口径，PER 不到 8 倍看上去很便宜。

但公用事业利润受燃调时差、核电定检、市场价格、燃料、天气和监管影响，不适合把一个年度 EPS 永久资本化。

更合理的估值应同时看：

- 正常化经常利润；
- 经营现金流与资本开支；
- 3.78 万亿日元有息负债；
- ROIC/WACC；
- 普通股自己资本；
- 未来 2.5 万亿日元资本配置结果。

09.3 | 价格已经提前交易核电和持股公司化

2026 年 7 月 2 日年内低点约 1,525 日元，9 月 3 日高点 2,233.5 日元，两个月左右最大上涨约 46%。

9 月 1 日新持股公司上场承认相关披露当天，股价从 8 月 31 日 2,027 日元收盘升到 2,192.5 日元，单日约+8.2%。

这不能证明“持股公司一定创造价值”，但证明市场已经对组织重构与资本效率预期做出明显价格反应。

09.4 | 当前安全边际来自折价 + 现金修复，而不是股息

2.35%左右预测股息率并不突出。

当前真正的安全边际来自：

- PBR 仍低于 1 倍；
- 经营现金流已经覆盖年度投资现金流；
- 核电高利用率提供成本优势；
- 四台机组降低单机集中度；
- 持股公司化可能提高资本配置透明度。

反过来，如果 2.5 万亿投资回报低、零售继续流失、债务抬升或核电运行恶化，0.81 倍 PBR 也可能只是合理风险折价。

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 3916。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：2,000 日元上方是否代表十五年价格状态真正回到震灾前记忆区

2005—2007 年九州电力长期运行在 2,500—3,700 日元区域。2010 年高点约 2,048 日元、年末约 1,820 日元。

2011 年后结构快速下移，2012 年最低约 454 日元。之后 2013 年高约 1,660、2015 年高约 1,850，但都没有恢复到 2,000 日元以上长期运行。

2016—2023 的大部分时间，价格仍在约 700—1,400 日元为主的低位体系内。

所以当前最重要的问题不是“2026 涨了 26.8%”，而是：

股价重新进入 2,000 日元以上后，能否把 2010 年的约 1,800—2,050 日元旧记忆区转成新的回抽底部，还是会像 2015 年一样在高位脉冲后重新跌回 1,500 以下。

10.2 | 2020—2023 形成长期低位底座，2024 起出现明显状态迁移

年度结构：

- 2020 高 994、低 686、收 888；
- 2021 高 1,149、低 791、收 857；
- 2022 高 934、低 675、收 744；
- 2023 高 1,098、低 702、收 1,021；
- 2024 高 1,958、低 993.3、收 1,413；
- 2025 高 1,779、低 1,107、收 1,679；
- 2026 截至 9 月高 2,233.5、低 1,525、收 2,128.5。

2024—2026 不是一次单日反弹，而是年度低点 and 年末重心连续上移。

10.3 | 2025 没有跌回旧底，说明 2024 突破后的吸收能力增强

2024 年最高一度冲到 1,958，随后回落，但 2025 全年最低仍约 1,107，高于 2022—2023 主要底部。

这表示 2024 的大幅重估虽然没有立刻站上 2,000，却没有完全回吐到旧状态。

对 Kabugami 来说，这种回撤后的重心保留比单次创新高更重要。

10.4 | 2026 年 7—9 月再次加速，终于穿越 2,000

2026 年 7 月 2 日低点约 1,525，9 月 3 日高点 2,233.5，约两个月最大上涨接近 46%。

9 月 1 日股价从前一交易日 2,027 收盘跃升至 2,192.5，正好与新持股公司上场承认披露同日。

事件与价格同日出现只能作为 Price-Event 相关性，不能证明单一因果，但它说明 2,000 附近的长期价格记忆在公司结构性事件窗口被快速穿越。

10.5 | 9 月 18 日回落仍守在 2,100 以上，是第一次高位压力测试

9 月 18 日开 2,191、高 2,192、低 2,105.5、收 2,128.5，单日跌 2.14%，成交量约 383 万股。

关键不是跌幅，而是回落低点仍明显在 2,000 以上，也高于 2010 年约 2,048 的年度高点附近。

这说明截至 Review cutoff，新价格状态尚未被第一次回落直接否定。

10.6 | 但 2,100—2,250 还没有形成足够长的停留

当前 2,000 以上运行只有较短时间。

要确认长期状态迁移，需要看到：

- 回抽继续守住约 2,000—2,050；
- 再次上攻 2,233.5 后能形成更高中心，而不是快速失败；
- 月线低点不重新滑回 1,700—1,800 旧高区。

10.7 | Price-Fundamental Timing：价格已经先交易资本效率改善

公司 2026 年度经常利润预测 1,800 亿日元低于上一年度 2,071 亿日元，Q1 零售量也下降。

但价格却突破十五年来重要长期区间。

这是一种明显的 Price-led / expectation-heavy 结构：市场正在提前交易高核电利用率、自由现金流、成长事业和持股公司化带来的资本配置改善。

如果后续 ROIC、现金和零售经济性没有兑现，技术结构可能快速降级。

10.8 | 当前 Technical State 与证伪条件

当前纯价格状态：

2020—2023 低位体系已经明显失去控制，2024—2026 形成跨年度重心上移，并在 2026 年首次重新站上 2,000 日元以上；当前已经穿越 2013/2015 反弹高点和 2010 年高位记忆，但高位停留时间仍短，属于强趋势中的状态确认阶段，而不是完成态。

确认条件：

- 2,000—2,050 区域成为后续周/月尺度回抽支撑；
- 2,233.5 被再次突破后形成更高运行中心；

- 深回撤仍不重新跌入 1,600—1,700 旧体系。

降级条件：

- 多次跌破 2,000 且无法恢复；
- 月线重新进入 1,700—1,800 并长期停留；
- 若进一步跌破 2026 年 1,525 低点，当前状态迁移大幅失败。

本轮 Technical 内部判断 83/100，对应 V3.2 技术贡献 10.79/13。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

零售客户/用量下降。Q1 零售售电量同比-7.8%，法人客户下降更快，区域客户关系并非无条件护城河。

核电运行风险。四台机组分散了单机风险，但任何长停都会增加火力或市场采购成本；老化管理、定检、地震津波评估和燃料后端均需持续资本。

高杠杆和利率风险。有息负债约 3.78 万亿日元，利率上升会抬高资本成本。

燃料与市场风险。原油、LNG、煤、汇率、JEPX 价格和燃调时差都会让季度盈利明显波动。

巨额战略投资风险。2.5 万亿日元长期投资只有在 ROIC 高于资本成本时才创造股东价值。

治理/信息管理风险。九州电力送配电客户信息外部记忆媒体所在不明事件已触发监管报告和指导。

组织重构风险。持股公司化本身不创造收益，若只是增加管理层级而没有改善资本配置，会增加复杂度而非价值。

短期证券身份切换。9508 预计 9 月 29 日上场废止，10 月 1 日新母公司 642A 上市，投资者需注意交易连续性和新代码切换；经济持有按 1:1 股票移转延续。

11.2 | 主要催化剂

- 玄海/川内核电继续高可用率；
- 零售售电量止跌，尤其法人客户毛利与留存改善；
- 批发/LNG 交易利润保持正贡献但波动下降；
- 经营现金持续覆盖投资现金并开始实质降低杠杆；
- 2030 ROIC 3.3%目标提前稳定实现；
- 持股公司公开更清晰的事业 ROIC、退出纪律和股东回报框架；
- 美国 O&M、ICT、城市开发、再生能源等成长事业盈利变得可重复；
- 2,000—2,050 日元技术回抽区得到确认。

12 | 反常识发现

12.1 | Q1 最强信号不是+46%的经常利润，而是“时差逆风中仍增长”

燃调时差从前年差益变成本期差损，按理说对同比非常不利。

但剔除时差后的经常利润反而从约 491 亿扩大至约 943 亿。

这说明经营改善不是单纯会计时间差，更接近核电与供需组合的真实变化。

12.2 | 零售下降和利润上涨同时发生，说明价值正在从“客户量”转向“电源选择权”

Q1 零售量下降 7.8%，但批发量增加 34.2%、核电量增加 31%。

九州电力当前更像一个拥有低成本电源、客户和市场多出口的能源组合管理者，而不是只靠区域零售规模赚钱。

这提高了灵活性，也降低了利润可预测性。

12.3 | 2030 经常利润 1,800 亿并不是增长故事，ROIC 才是

2025 年度经常利润已经 2,071 亿日元，2026 年度公司预测也正好 1,800 亿日元。

所以 Vision2035 里的 2030“1,800 亿”并非单纯利润增长目标。

真正的信息量来自：成长事业与能源事业各自 900 亿、ROIC 3.3%、2035 ROIC 约 4%，以及 2.5 万亿日元资本如何重配。

12.4 | 持股公司是资本配置实验，不是估值魔法

9 月 1 日股价明显上涨，市场显然对结构变化给予了预期。

但 1:1 股票移转不会凭空创造现金。

只有未来资本退出、事业独立责任、M&A 纪律、负债和股东回报发生可验证变化，持股公司架构才形成经济价值。

12.5 | 9508 这次技术突破真正特殊的是“十五年后重新站上 2,000”，不是年内涨幅

2013 和 2015 的大反弹都没能回到 2,000 以上长期运行。

2026 年首次突破 2,000 并保持到 9 月 18 日，这代表更长周期价格记忆正在被挑战。

下一轮最有价值的不是再创新高，而是看 2,000 附近的回抽是否真正不破。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 零售下降到底来自什么

当前最重要的客户 Research Debt 是拆分 Q1 零售-7.8%：

- 天气与需求；
- 法人生产量；
- 客户流失；
- 套餐/价格调整；
- 九州以外零售；
- 新电力竞争；
- 节能与自家发电。

如果客户流失是主因，护城河判断要下调；如果主要是可逆需求因素，当前评价可提高。

13.2 | 核电利用率能否在定检后保持年度 84.7%附近

玄海 3 号机进入定检会降低短期核电量。

后续需要跟踪四台机组的定检、重启、异常通报与长期设施管理，不能把 Q1 103.7%永久化。

13.3 | 持股公司成立后的资本配置规则

10 月 1 日 642A 上市后，重点不是公司名称，而是：

- 事业别 ROIC 披露；
- 资本分配；
- 低回报事业退出；
- M&A 纪律；
- 债务目标；
- 分红与潜在回购框架。

13.4 | 2.5 万亿战略投资的项目级回报

需要逐步验证海外、ICT、城市开发、再生能源、核电和 DX 项目的投入资本与现金回报。

“增长事业 900 亿利润”只有在资本消耗合理时才有股东价值。

13.5 | 送配电信息管理整改

客户信息媒体所在不明事件需要跟踪：调查收口、再发防止实施、监管后续及是否出现实际信息流出/二次损害。

当前没有确认信息流出，不应提前夸大；但治理问题不能因没有损失就忽略。

13.6 | 技术面 2,000—2,050 回抽

下一轮重点看：

- 2,000 附近是否成为新的可重复落点；
- 2,233.5 以上是否形成新中心；
- 持股公司切换前后价格是否出现身份转换造成的一次性扭曲。

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	2025 年度经营现金约 4,387 亿高于投资现金约 3,837 亿，现金流已修复；但 Q1 末有息负债约 3.78 万亿、普通股安全垫偏薄，利率与巨额资本开支仍是硬约束。
竞争优势与结构耐久性	14	80/100	11.20	九州区域电网、大规模客户、四台在运核电、水火再生能源和交易能力构

				成难复制系统；零售自由竞争限制其成为绝对垄断。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	68/100	11.56	Q1 在燃调时差逆风下仍实现强劲利润改善，且 FY2025 自由现金转正；但盈利仍受核电、燃料、批发和监管时点影响，长期 ROIC 尚需验证。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	74/100	8.14	必需服务、区域客户和多出口电源组合韧性较强；Q1 零售量-7.8%是客户侧硬反证，核电/燃料/市场依赖仍高。
估值与安全边际	15	73/100	10.95	PBR 约 0.81 倍、预测 PER 约 7.7 倍仍有账面与盈利折价，现金流也已恢复；但股价两个月内大幅重估，当前不再是危机价格。
资本配置与股东回报	10	62/100	6.20	稳定 50 日元分红、ROIC 目标与持股公司化方向清晰；但股息率约 2.35%、2.5 万亿战略投资规模巨大，项目回报和每股资本纪律尚未充分证明。
治理、所有权与管理层	7	50/100	3.50	持股公司化可能改善责任与资本配置；但送配电外部记忆媒体所在不明涉及大量客户信息并受到经济产业省指导，信息资产治理存在实质反证。
Kabugami 技术结构	13	83/100	10.79	2024—2026 跨年度重心上移，2026 首次重新站上 2,000 并穿越 2013/2015 及 2010 长期记忆区；结构很强，但 2,000 以上停留仍短。
总分	100		70.14	B+

14.1 | 为什么是 B+，而不是 A

九州电力拥有比多数公用事业更强的电源组合、核电成本优势、区域平台和当前现金流修复；估值也仍有折价。

但 A 档需要更确定的“每股价值复利”证据。

当前至少还有五个限制：

1. 有息负债仍约 3.78 万亿日元；
2. 零售售电量正在下降；
3. 2.5 万亿战略投资回报尚未兑现；
4. 客户信息治理事件仍在整改周期；
5. 股价已经先突破长期区间，估值安全边际比 7 月明显缩小。

因此 B+ 更符合“资产与经营质量较强，但资本效率验证尚未完成”的状态。

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/交易所资料与公开市场价格数据进行研究整理。所有盈利、估值、治理、资本政策和技术判断均为截至 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核电运行、燃料与汇率、天气、电力市场价格、客户竞争、燃调时差、监管制度、资本开支、利率、组织重构、信息治理和海外投资而与本报告判断显著不同。

9508 当前正处于股票移转前的证券身份转换期。根据公司与 JPX 披露，九州电力 9508 预计 2026 年 9 月 29 日上场废止，キューデンホールディングス 642A 预计 10 月 1 日以技术上场方式在东证 Prime 上市，现有普通股原则上按 1:1 移转。该结构变化不等于经济价值自动增加。

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；没有把 PTS 或未完成交易日当作正式 Technical 确认。
- Technical Research 独立使用长期真实价格结构；基本面事件只用于 Price-Fundamental Timing，不作为纯价格结构的机械因果。
- Owner 原始月线图为本 Review 指定 WordPress attachment 3916，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 按共享正式标准执行。
- 9508 与未来 642A 之间的证券身份转换属于公司行动事实，本 Review 仍以 Owner 指定 9508 作为当前 Formal Review 身份。

15.3 | 主要来源

1. 九州电力 | 会社概要

<https://www.kyuden.co.jp/company/outline/>

2. 九州電力 | 2026 年度（2027 年 3 月期）第 1 四半期決算（2026-07-31）

<https://www.kyuden.co.jp/press/2026/h260731-1.html>

3. 九州電力 | 2026 年度第 1 四半期 投資家向け IR 説明資料

<https://www.kyuden.co.jp/ir/presentations.html>

4. 九州電力 | 2025 年度（2026 年 3 月期）通期決算（2026-04-30）

<https://www.kyuden.co.jp/press/2026/h260430-1.html>

5. 九州電力 | 2026 年 3 月期決算短信 / 連結現金流

<https://www.kyuden.co.jp/var/rev0/0842/2908/hnr9wCtW.pdf>

6. 九州電力 | Financial Data Book 2026

<https://www.kyuden.co.jp/english/ir/library/factbook.html>

7. 九州電力 | 九電グループ経営ビジョン 2035

<https://www.kyuden.co.jp/library/2025/images/company/vision/vision2035.pdf>

8. 九州電力 | 配当金・利益配分方針

<https://www.kyuden.co.jp/ir/dividend.html>

9. 九州電力 | 株式基本情報

<https://www.kyuden.co.jp/ir/basic.html>

10. 九州電力 | 純粋持株会社体制への移行を決定（2026-03-26）

<https://www.kyuden.co.jp/press/2026/h260326c-1.html>

11. 九州電力 | 適時開示資料（2026-09-01 キューデンホールディングス新規上場承認）

<https://www.kyuden.co.jp/ir/timely-release.html>

12. JPX | キューデンホールディングス株式会社 新規上場会社概要（2026-09-01）

<https://www.jpx.co.jp/listing/stocks/new/t13vrt000001v7y2-att/10KYUDENHoldings-Outline.pdf>

13. 九州電力 | 玄海原子力発電所 3 号機第 19 回定期検査（2026-06-26）

<https://www.kyuden.co.jp/press/2026/260626-1.html>

14. 九州電力 | 玄海 4 号機長期施設管理計画（2026-07-02）

<https://www.kyuden.co.jp/press/2026/260702-1.html>

15. 九州電力 | 玄海原子力発電所 地震動・津波評価見直し許可（2026-09-02）

<https://www.kyuden.co.jp/press/2026/260902b-1.html>

16. 九州电力 | 非化石证书销售收入用途 (2026-09-17)

<https://www.kyuden.co.jp/press/2026/h260917-1.html>

17. 九州电力 | 米国 Kyuden Energy Partners O&M 事业开始 (2026-07-23)

<https://www.kyuden.co.jp/press/2026/h260723-1.html>

18. 九州电力送配电 | 客户信息外部记忆媒体所在不明 (2026-06-08)

<https://www.kyuden.co.jp/td/press/2026/260608.html>

19. 九州电力送配电 | 所在不明事件报告与再发防止 (2026-07-08)

<https://www.kyuden.co.jp/td/press/2026/260708.html>

20. 九州电力送配电 | 经济产业省からの指导 (2026-07-08)

<https://www.kyuden.co.jp/td/press/2026/260708b-1.html>

21. Yahoo! Finance | 9508 股价时序・PER/PBR (2026-09-18 参照)

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9508.T/history>

22. 株探 | 9508 长期年次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/9508/historical_prices/yearly/

23. Owner 提供 9508 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3916。

Publication continuity：本轮形成 9508 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。