

9509 北海道電力株式会社 (Hokkaido Electric Power Company, Incorporated)

Kabugami V3.2 66.59/100 · B+

这家公司是做什么的

北海道电力主营北海道地区发电与电力零售，拥有水力、火力以及目前停运中的泊核电资产；同时通过北海道电力网络运营区域送配电网络，并布局再生能源、储能、氢氨、能源服务和面向半导体、数据中心等…

最近亮点

2026年度Q1销售2,144亿日元、同比+5.9%，营业利润244亿日元、同比-44.3%，经常利润187亿日元、同比-55.0%，归母净利润147亿日元、同比-52.0%。燃料费调整时差从前年差益转为本期差损，拖累约1…

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	3b04e63b4492ad03f24f8c87b471dbe379d7dbec
评分版本	V3.2
发布源 SHA	32f7429a4b11bc8b36fdec0a03f3e09c99a80388
交付代码版本 SHA	32f7429a4b11bc8b36fdec0a03f3e09c99a80388
交付运行时指纹	284a4a73b8f492383f94a8da81b67689c4fe98ad6cc469812ec7aceabf59358c

先看研究要点

为什么值得研究	北海道区域电网、发电资产、长期客户与品牌构成高复制成本系统；2025 年度受监管零售部门和自由化部门均为盈利；泊 3 号机已取得设置变更许可并进入设计施工计划审查，若复运将显著降低燃料采购压力并支持约 11%的家庭规制电价降价目标。Vision2035 又把 Rapidus、数据中心等新增负荷纳入 2030/2035 零售销量 290/330 亿 kWh 目标，形成少见的区域需求增长期权。
最需要担心什么	泊 3 号机防潮堤工程完工时间确定为 2027 年 8 月，复运仍依赖审查、工事、使用前检查和安全对策，时间存在继续后移可能；2025 年度经营现金流约 1,145 亿日元、投资现金流约-2,131 亿日元，自由现金流约-985 亿日元；Q1 末有息负债约 1.642 万亿日元、自己资本比率 18.6%，利率上升已使 Q1 支払利息同比增加；零售量仍下降，未来 2030 销量目标需要显著反转现有趋势。
Kabugami 现在怎么看	北海道电力是 Power44 里“电力零售未来增长逻辑最有条件发生变化”的公司之一：北海道家庭与传统需求长期受人口下降压制，但半导体、数据中心和 GX 产业投资正在把区域需求曲线从下行推向潜在上行，公司自己也把小售销量目标从 2024 年度 227 亿 kWh 提高到 2030 年 290 亿、2035 年 330 亿。问题在于这不是免费增长——泊 3 号机仍未复运、公司当前全部核电停机，资本开支与债务很重，2025 年度自由现金为负，零售 Q1 仍下降。泊 3 号机复运后若既能把规制电价下调约 11%、又能靠新增负荷扩大销量，零售可能从“高成本防守业务”变成“低成本核电+新增产业需求的价值出口”；若复运继续延期或新增负荷兑现慢，低 PBR 会长期对应高资本成本与弱财务弹性。当前 66.59/B+来自账面折价、区域基础设施、泊 3 号机真实进展和需求反转期权；没有更高，是因为现金、杠杆和复运时点都还没有毕业。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：泊 3 号机能否把区域需求增长变成高于资本成本的现金回报

北海道电力长期面对两个结构性压力：北海道人口下降导致传统需求偏弱，以及泊核电长期停运后火力和外购电占比提高、燃料成本与资本结构受到冲击。

现在两条线都可能发生变化。

一方面，泊 3 号机已经取得设置变更许可，安全对策工程进入后半段，公司明确以 2027 年尽早复运为目标；另一方面，Rapidus、数据中心和其他 GX 产业正在北海道形成新增电力负荷。

因此本轮真正的问题是：

泊 3 号机复运带来的低成本电源，能否与新增产业负荷结合，使零售销量、单位供电成本、ROIC 和自由现金同时改善，而不是只在利润表上形成一轮核电复运红利。

01.2 | Power44 问题：零售今天在缩，但公司押注未来从 227 亿 kWh 走向 330 亿 kWh

2025 年度北海道电力零售售电量约 220.58 亿 kWh，同比下降 3.0%。2026 年度 Q1 又降 2.9% 至 48.37 亿 kWh。

Q1 下降既有竞争因素，也有春季高温导致暖房需求减少等天气因素。

但 Vision2035 给出的目标完全不同：

- 2024 年度零售销量约 227 亿 kWh；
- 2030 年度目标 290 亿 kWh 以上；
- 2035 年度目标 330 亿 kWh 以上。

公司判断北海道区域需求将因下一代半导体和大型数据中心进入，从长期下降转为显著增长。

这个目标如果兑现，意味着零售业务的性质会从“人口下降地区的客户防守”转向“新增大型产业负荷争夺”。

但从当前约 220 亿到 330 亿，需要超过 100 亿 kWh 增量，绝不能把规划当成已发生事实。

01.3 | 当前答案：利润修复过，但现金与资本结构仍然脆弱

2023 年度公司曾出现经常亏损，随后 2024—2026 财年分别恢复到约 873 亿、641 亿、613 亿日元经常利润。

但 2026 年度公司只预测经常利润约 300 亿日元，同比下降约 51%。Q1 经常利润 187 亿，虽然完成度不低，但仍同比下降 55%。

更重要的是 2025 年度经营现金流约 1,145 亿日元、投资现金流约-2,131 亿日元，简单自由现金约-985 亿日元。

所以当前应定义为：

盈利已经脱离危机状态，但财务基盘尚未完成修复；泊 3 号机复运是潜在结构转折，不是当前已经赚到的现金。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 这是一个“电源 + 采购 + 零售 + 电网”的区域能源系统

公司通过水力、火力和外购电满足北海道需求，目前泊核电全部停运。

经济链条是：

自有/外购电源成本 → 需给和市场交易 → 零售/批发售电 → 燃料费调整与电价 → 现金流 → 电源、电网与安全投资。

北海道电力网络负责区域输配电，属于受监管基础设施；北海道电力本体承担发电和零售竞争。

02.2 | 当前没有核电运行，是理解这家公司最关键的反事实

2026 年度 Q1 公司核电发电量为零，泊 1—3 号机全部未运行。

这意味着当前利润是在没有核电成本优势的情况下产生。

泊 3 号机若复运，价值不只是“增加一台发电机”，而是可能减少高成本火力/采购、降低燃料价格敞口，并让零售电价下降后仍保持供电经济性。

公司当前目标是在泊 3 号机复运后把家庭规制电价下调约 11%。如果能在降价同时改善盈利，才说明核电成本优势真正进入客户价值和股东价值。

02.3 | 送配电是强壁垒资产，但同样需要巨额投资

北海道地域广、气候严寒、人口密度低，维持送电网络的单位成本天然较高。

区域网络难以被复制，构成强自然垄断壁垒；但极端天气、老化设备、再生能源接网和新产业负荷都要求持续资本开支。

因此电网是“强壁垒 + 高资本需求”，不是免费租金。

02.4 | 北海道新增产业负荷是本轮最特殊的增长期权

公司 2026 年度经营计划明确判断，Rapidus 等下一代半导体工厂、大型数据中心及 GX 产业进入，将使过去下降的北海道电力需求反转并在中长期明显增长。

广域机构的需求预测也显示产业用电是未来主要增长来源，而家庭用电继续下降。

这使北海道电力的增长逻辑与普通成熟区域电力不同：不是人口增长，而是产业负荷密度上升。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 家庭客户：规制与自由套餐并存，价格仍然高度敏感

公司家庭客户既包括特定需求部门的规制电价，也包括自由化套餐。

2025 年度特定需求部门当期净利润 118 亿日元，自由化的一般需求部门净利润 230 亿日元，两者都为正。

这证明零售业务本身不是亏损补贴模型。

但家庭客户对电价高度敏感，泊 3 号机复运后约 11% 的降价目标说明公司也把价格竞争力视为核心客户价值。

03.2 | 法人客户：今天偏弱，未来可能成为最大的增长来源

2026 年度 Q1 高压/特高压零售售电量同比下降约 1.2%，低压小计下降约 5.0%。

公司 2030/2035 的增量目标主要依赖半导体、数据中心和 GX 产业，而这些客户通常属于大型法人负荷。

因此下一阶段零售研究不能只看总量，必须拆分：

- Rapidus 与供应链负荷；
- 数据中心接入；
- 传统制造业需求；
- 区域外客户；
- 客户毛利与供电成本。

03.3 | 批发正在成为当前重要去化出口

Q1 其他公司售电量 37.34 亿 kWh，同比+20%，全年公司预计约 160 亿 kWh、同比+33.1%。

这说明在零售增长尚未出现时，公司更多依赖相对交易/批发渠道销售电量。

批发提高了电源组合灵活性，却也增加市场价格和收益波动。

真正好的未来结构应是：新增低成本核电与产业负荷共同扩大，使零售和批发都能选择高毛利出口，而不是长期用批发替代流失零售。

03.4 | 燃料供应和汇率仍是核心成本风险

当前无核电运行，火力和外购电仍决定大量边际成本。

2026 年度 Q1 燃料费调整时差从前年差益转为差损，对同比经常利润拖累约 180 亿日元。

燃调机制最终能传导一部分成本，但不会消除季度时差和采购风险。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 电网有自然垄断，零售没有

北海道电力网络拥有区域输配电基础设施，物理上难以复制。

零售却面对其他新电力和大型电力公司竞争。公司自己在 Q1 资料中把“严峻竞争环境”列为零售量下降原因之一。

因此“北海道电力=北海道垄断”已经不是正确的投资表达。

04.2 | 泊 3 号机复运可能改变零售竞争函数

如果泊 3 号机复运后家庭规制电价能按公司当前设想下降约 11%，北海道电力的价格竞争力会明显改善。

更重要的是，公司可能同时拥有更低供电成本和新增产业负荷。

这使核电与零售之间存在真正经济机制：低成本基荷电源不是故事本身，它通过更低客户价格、更高留存、更强投标能力和新增负荷兑现。

04.3 | 产业新增负荷也会吸引竞争者

数据中心和半导体客户规模大、议价能力强，也会主动采购绿色电力、PPA 和多种能源解决方案。

因此北海道需求增长不等于北海道电力自动获得全部增量。

公司必须证明自己在价格、电源组合、接网速度、非化石属性和长期合同条件上能赢得客户。

05 | 护城河判断

北海道电力的护城河属于强区域基础设施壁垒 + 中等零售客户关系 + 潜在核电成本优势。

强项：

- 北海道区域网络难以复制；
- 发电、采购、零售和电网一体化能力；
- 长期品牌和客户入口；
- 未来大型产业客户更需要稳定大规模供电；
- 泊 3 号机若复运，可显著改善供电成本。

限制：

- 零售客户可以切换；
- 当前核电仍为零发电；
- 北海道气候和地理使网络维护成本高；
- 资本密集度极高；
- 低成本核电优势受监管和工程时点约束。

因此更准确的判断是：

北海道电力拥有别人很难复制的区域系统，但护城河最终要通过更低供电成本、更高客户留存和高于资本成本的 ROIC 体现。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | Q1 headline 很差，剔除燃调时差后仍然是实质减益

2026 年度 Q1：

- 销售 2,144 亿日元，同比+5.9%；
- 营业利润 244 亿日元，同比-44.3%；
- 经常利润 187 亿日元，同比-55.0%；
- 归母净利润 147 亿日元，同比-52.0%。

燃料费调整时差拖累约 180 亿日元。

剔除时差后，经常利润由前年约 336 亿降至本期约 287 亿，仍下降约 49 亿。

公司指出人工、物价、利息等成本增加是重要原因。

所以不能把 55% 减益全部解释成时差，也不能把它全部视为经营恶化。

06.2 | 2025 年度自由现金明显为负

2025 年度：

- 经营现金流约 1,145 亿日元；
- 投资现金流约 -2,131 亿日元；
- 简单自由现金流约 -985 亿日元。

资本开支大幅高于经营现金，是当前财务质量最关键的限制。

泊核电安全工事、网络投资、再生能源与新增负荷接入都会继续消耗资本。

06.3 | 自己资本在恢复，但仍偏薄

2026 年度 Q1 末：

- 总资产约 2.536 万亿日元；
- 纯资产约 4,878 亿日元；
- 自己资本比率 18.6%；
- 有息负债约 1.642 万亿日元，较 3 月末增加约 821 亿日元。

公司 Vision2035 目标 2035 年度自己资本比率 25% 以上、将来 30%，说明管理层也承认当前资本安全垫仍不足。

06.4 | 利率已经开始真实侵蚀利润

Q1 支付利息约 49 亿日元，前年约 31 亿日元；平均利率从 0.89% 升至 1.23%。

公司把利率上升造成的利息增加约 13 亿日元列为明确减益因素。

这意味着“高债务但日本利率低所以无所谓”的旧逻辑正在失效。

06.5 | 全年指引说明 Q1 不能简单外推

公司 2026 年度最新预测：

- 销售约 9,700 亿日元；
- 营业利润约 480 亿日元；
- 经常利润约 300 亿日元；
- 归母净利润约 220 亿日元。

相较 2025 年度经常利润 613 亿日元，预计下降约 51%。

修缮、利息、物价与泊复运前相关费用会持续压制利润。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 资本效率目标开始明确，但离目标仍有距离

Vision2035 给出：

- 2030 ROIC 3.0%以上；
- 2035 ROIC 3.5%以上；
- ROE 8%以上；
- 2035 经常利润 900 亿日元以上；
- 2035 自己资本比率 25%以上；
- EBITDA 有息负债倍率 8 倍以下；
- 将来自己资本比率目标 30%。

2025 年度实际 ROIC 约 2.8%、ROE10.4%、自己资本比率 18.5%、EBITDA 有息负债倍率 10.3 倍。

所以利润恢复快于资本结构恢复。

07.2 | DOE 2%提高股东回报可预测性

公司已经导入 DOE 约 2%的稳定分红方针。

但在泊 3 号机复运前，管理层明确表示会在追求 DOE 的同时优先考虑财务基盘恢复。

2025 年度普通股分红 32 日元，2026 年度预测 33 日元。

这是一种比单纯派息率更稳定的框架，却不是高股息承诺。

07.3 | 泊核电治理是最重要的管理层能力测试

泊 3 号机复运涉及原子力规制委员会审查、设计施工计划、使用前检查、防潮堤、安全对策和重大事故设施。

防潮堤当前综合进度约 66.5%，公司 7 月 30 日把完成时点定为 2027 年 8 月，并以 2027 年尽早复运为目标。

任何工程、审查或安全问题都会改变投资逻辑，因此治理不能只看董事会结构，必须看项目执行与安全文化。

07.4 | 混合债务改善资本认定，但不等于无成本权益

公司 2026 年 7 月发行公募混合公司债，属于带劣后条款的长期资金工具。

它有助于资本结构和信用评级，但仍有利息和偿还/替代融资约束。

对普通股而言，应把它视为财务韧性工具，而不是利润来源。

08 | 资本政策

08.1 | 泊 3 号机是当前回报最高、也最不可省略的资本项目之一

公司已经为泊核电安全和复运投入大量资本。

如果 3 号机复运，能够降低燃料成本、支持约 11%规制电价下调、增强客户价格竞争力，并提高新增产业负荷承接能力。

这是一笔潜在高经济回报资本。

但只有真正复运并稳定运行后，历史投入才转化为股东现金；延期期间资本继续沉淀。

08.2 | 新增产业负荷意味着还要继续投电网和电源

Rapidus、数据中心等大型负荷会提高区域需求，但也要求变电、送电、发电和储能投资。

因此“需求增长”不等于自由现金同步增长。

公司必须证明新增客户合同能够覆盖接网资本、发电资本和融资成本。

08.3 | 再生能源、氢氨和 CCUS 需要项目级 ROIC 纪律

公司通过绿色/转型融资支持可再生能源、氢、氨、CCUS 等投资。

这些方向符合能源转型，但股东价值依然取决于项目回报。

尤其当前自己资本比率不足 20%，资本选择必须比资产负债表强健公司更严格。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.49 倍 PBR 是实质折价

9 月 18 日收盘 1,125 日元，市场口径 PBR 约 0.49 倍。

这比多数当前大型电力公司更低，市场显然仍给予泊长期停运、杠杆、资本开支和北海道需求历史疲弱较大折价。

09.2 | 低 PBR 有改善路径，但不是无条件便宜

折价收敛路径包括：

- 泊 3 号机复运；
- 燃料/采购成本下降；
- 零售价格竞争力改善；
- 半导体/数据中心负荷增长；
- ROIC 升至 3%—3.5% 以上；
- 自己资本比率向 25% 恢复。

如果这些路径发生，0.49 倍 PBR 存在明显重估空间。

但如果复运继续推迟、投资扩大而现金不改善，低 PBR 可能只是资本密集与低财务安全垫的合理折价。

09.3 | 当前 PER 约 11 倍并不极低，盈利指引已把复运前压力计入

公司预测 EPS 约 100 日元，1,125 日元股价对应约 11 倍 PER。

相较 PBR，PER 折价没有那么极端，因为 2026 年度利润预计大幅下降。

因此估值逻辑更应基于复运后的正常化现金与资本效率，而不是把当前一年 EPS 永久化。

09.4 | 33 日元分红约 2.9%，股东回报仍主要依靠重估和资产增长

预测股息率约 2.93%。

这是合理现金回报，但不足以单独抵消核电、杠杆和工程时点风险。

未来总回报更依赖泊复运、每股净资产恢复与估值折价收敛。

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 3917。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：2024 年 1,750 日元失败脉冲之后，2025—2026 能否建立更高底部，而不是再次回到 400—700 日元旧状态

北海道电力 2005—2007 年曾运行于 2,000—3,470 日元高位；2011 年福岛事故后价格结构发生长期下移。

2012 最低 487 日元，2013 一度反弹 1,540，2015 又冲到 1,547，但都没有恢复长期高位；之后 2016—2020 持续走弱，2020 最低 359 日元。

因此这只股票长期最典型的路径不是“没有反弹”，而是大脉冲经常被重新吸回低位。

2024 年高 1,750 日元，是多年最强一次上冲，但 2025 年又最低跌到 599.4。

所以当前最有信息量的问题是：

2024 失败脉冲后，2025—2026 的回收是否已经留下一个明显高于 2020—2023 旧底的新价格中心，还是未来仍会回到 600 日元附近。

10.2 | 2020—2023 形成了长期低位重构

年度低点与收盘：

- 2020：低 359、收 375；

- 2021：低 372、收 513；
- 2022：低 410、收 466；
- 2023：低 440、收 624.6。

这四年低点连续集中在约 360—440 日元，构成非常清晰的长期低价吸引区。

2021—2023 收盘逐步抬高，说明旧下跌状态开始减速和重构。

10.3 | 2024 是高能逃逸，但 Return Topology 非常差

2024 年开 618、最高 1,750、最低 608、收 834。

从 600 附近冲到 1,750 是近三倍的巨大脉冲，却没有形成高位停留。

2025 年最低重新跌到 599.4，几乎完整回到 2024 起点附近。

这是一条非常重要的失败脉冲记忆：北海道电力能够快速脱离低位，但旧状态在 2024—2025 仍有很强的重新吸收能力。

10.4 | 2025—2026 的区别是“回到底后还能再站回 1,000”

2025 年虽然低至 599.4，但年末收 1,051；2026 年低点 887，高点 1,281，9 月 18 日收 1,125。

这意味着 2025 深回撤之后，价格没有再次长期停留在 600—700，而是重新回到 1,000 以上。

2026 年低点 887 又明显高于 2025 的 599.4。

因此长期低位中心正在上移，但幅度还不足以证明 1,000 以上已经是永久新状态。

10.5 | 1,250—1,300 是当前第一供应区，1,500—1,750 是更深失败记忆

2025 年高 1,295、2026 年 2 月高 1,281，连续两年在 1,300 附近遇到阻力。

这形成当前第一道重复供应区。

更上方 2013/2015 约 1,540—1,547 和 2024 高 1,750，是更长周期失败脉冲记忆。

所以当前 1,125 既不在底部，也还没有进入长期高位确认。

10.6 | 真正确认不是“泊重启新闻上涨”，而是回撤低点继续抬高

当前结构若想升级，需要看到：

- 1,280—1,300 被突破后能够停留；
- 回抽不再跌回 850—900；
- 更深回撤仍守住 2025 年约 600—700 旧低位区；
- 随后逐步挑战 1,500—1,750 历史失败区。

相反，如果再度跌回 600—700 并停留，说明 2024 以来仍只是多次脉冲，没有状态迁移。

10.7 | Price-Fundamental Timing：价格在提前交易泊复运，但并未形成单向共识

2025 年 7 月泊 3 号机取得设置变更许可，是非常重要的基本面进展。

价格此前在 2024 已大幅上冲，2025 又从 599.4 回到 1,295，说明市场长期反复交易复运预期。

但 2026 年防潮堤完工时间延至 2027 年 8 月、全年盈利指引下降，而股价仍在约 1,000—1,200 震荡。

这更接近 Price-led 但高分歧状态：市场认可复运期权，却没有像 9507/9508 那样把价格推入多年新高中心。

10.8 | 当前 Technical State 与证伪条件

当前纯价格状态：

2020—2023 约 360—440 日元的旧底已明显失去部分控制；2024 高能逃逸虽在 2025 被几乎完全吸回，但 2025 年末和 2026 年重新站上 1,000、且 2026 低点抬到 887，说明失败脉冲后留下了更高的运行中心。当前属于“长期底部迁移正在建立、但 1,300 和 1,500—1,750 失败记忆尚未突破”的中间状态。

确认条件：

- 稳定突破 1,280—1,300 并形成高位停留；
- 回抽低点继续保持在 900 附近或以上；
- 随后突破 1,500 并不被迅速吸回。

降级条件：

- 再次跌破 850 并长期停留；
- 重新进入 600—700 区域；
- 若跌破 2025 低点 599.4，当前中心迁移基本失败。

本轮 Technical 内部判断 62/100，对应 V3.2 技术贡献 8.06/13。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

泊 3 号机复运延期。防潮堤完工已确定到 2027 年 8 月，之后仍需审查、检查和安全工事，2027 尽早复运不是无条件承诺。

资本开支与自由现金风险。FY2025 投资现金流明显高于经营现金流，自由现金约-985 亿日元。

高负债与利率风险。Q1 末有息负债约 1.64 万亿日元，利率上升已真实增加利息费用。

零售竞争风险。Q1 零售售电量同比-2.9%，公司明确提及竞争环境；未来大型法人客户议价能力更强。

燃料与市场风险。当前无核电运行，火力与外购电成本、汇率和燃调时差仍高度影响利润。

需求兑现风险。2030/2035 小售销量目标高度依赖半导体、数据中心和 GX 产业实际投产与负荷增长。

核安全/工程风险。泊复运投资逻辑与监管、工程品质和安全文化永久绑定。

11.2 | 主要催化剂

- 泊 3 号机设计施工计划审批、安全工事和使用前检查顺利推进；
- 2027 复运时点更明确且未继续后移；
- 复运后家庭规制电价接近约 11%降幅且盈利改善；
- Rapidus 和大型数据中心新增负荷实质进入售电量；
- 零售销量止跌并向 2030 目标 290 亿 kWh 靠近；
- 经营现金流覆盖资本开支、自由现金转正；

- 自己资本比率持续向 20%以上、25%目标改善；
- 技术面突破 1,300 并形成更高中心。

12 | 反常识发现

12.1 | 泊 3 号机最有价值的不是“多发电”，而是可以同时降价和提升利润空间

公司明确以复运后家庭规制电价约下降 11%为目标。

如果复运只是把所有成本优势返还给客户，股东不一定直接受益；如果核电成本优势足够大，使公司既能降价、提高竞争力，又能改善利润和现金，那么它才成为真正的双向价值创造。

因此未来要同时看客户价格和股东现金，而不是只看复运日期。

12.2 | 北海道未来最强需求增长来自产业，不来自人口

Vision2035 预计家庭用电继续下降，而半导体和数据中心等产业负荷推动区域需求增长。

这意味着北海道电力的增长逻辑不是“北海道人口反转”，而是单位人口背后的产业电力强度大幅上升。

这种增长更集中于大型客户，也意味着接网、价格和客户集中风险更高。

12.3 | Q1 同比-55%看起来很差，但真正经营恶化小得多

燃调时差约解释 180 亿日元同比差异。

剔除后，经常利润从 336 亿降到 287 亿，仍然下降，但幅度远小于 55%。

这说明能源公司不能只看 headline 利润，必须分开时差、燃料、修缮、人工和利息。

12.4 | 低 PBR 最重要的解锁条件是财务基盘，而不是单一核电新闻

0.49 倍 PBR 很低，但自己资本比率只有 18.6%、自由现金为负。

即使泊 3 号机复运，如果随后大规模投资继续让债务和现金流恶化，PBR 也未必回到 1 倍。

真正的重估路径是：泊复运 → 低成本供电 → 客户/销量增长 → 自由现金转正 → 自己资本恢复 → 估值折价收敛。

12.5 | 技术面最重要的不是 2024 年 1,750 高点，而是 2025 年 599.4 后能否持续抬高低点

2024 已经证明北海道电力“能冲高”。

市场真正还没证明的是：冲高失败以后，旧 600 日元状态是否真的失去重新吸收能力。

2026 低点 887 是第一条正面证据，但还需要更长时间确认。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 泊 3 号机的关键里程碑是否按新时间表推进

重点不是重复“2027 复运目标”，而是跟踪：

- 防潮堤进度；

- 设计施工计划审批；
- 安全对策工事；
- 使用前检查；
- 复运日期是否继续后移。

13.2 | 半导体和数据中心负荷到底形成多少签约电量

2030 零售 290 亿 kWh、2035 330 亿 kWh 目标很大。

下一次需要具体证据：新增客户 MW、接网时间、合同期限、价格、负荷率与必要资本开支。

没有这些，需求增长仍只是宏观方向。

13.3 | 零售下降的竞争/天气拆分

Q1 低压和高压销量均下降，但驱动不同。

需继续拆分：天气、客户流失、节能、传统制造业负荷与竞争报价，以判断零售护城河是否变化。

13.4 | 自由现金能否由负转正

FY2025 自由现金约-985 亿日元是本轮最重要财务 Research Debt。

如果泊工事、电网与 GX 投资继续快速增长，经营现金必须更快增长才能避免债务继续扩大。

13.5 | 利率与混合融资成本

Q1 平均利率已从 0.89%升到 1.23%。

未来应跟踪公司债、混合债、贷款的平均资金成本，以及利息增长是否抵消部分经营修复。

13.6 | 技术面 1,300 与 900 两个边界

下一轮最有价值的价格证据：

- 是否真正突破 1,280—1,300；
- 突破后的回抽是否守住 900 以上；
- 若再次下跌，600—700 旧底是否重新获得吸引力。

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	53/100	6.89	利润已恢复且自己资本持续增加，但 Q1 自己资本比率仅 18.6%、有息负债约 1.64 万亿，FY2025 自由现金约-985 亿，利率上升开始真实侵蚀利润。
竞争优势与结构耐久性	14	78/100	10.92	北海道区域电网、发电、客户和品牌组成难复制系统；未来大型产业客户又需要高可靠大规

				模供电，但零售本身处于竞争市场。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	60/100	10.20	剔除燃调时差后 Q1 仍盈利且部门零售盈利真实，但利润受燃调、燃料、修缮、利息和泊停运影响，FY2025 自由现金明显为负。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	72/100	7.92	必需服务、受监管电网与新增产业负荷期权形成韧性；当前零售量仍下降，泊 3 号机和大型法人新增负荷成为关键依赖。
估值与安全边际	15	79/100	11.85	PBR 约 0.49 倍具有实质账面折价，泊复运与需求反转存在明确改善路径；但当前 PER 约 11 倍、现金和杠杆限制低 PBR 的绝对安全性。
资本配置与股东回报	10	62/100	6.20	DOE 2%、33 日元分红和 ROIC 目标提高资本纪律；泊工事/GX/电网投资规模大，复运前仍以财务修复优先，项目回报尚未充分兑现。
治理、所有权与管理层	7	65/100	4.55	Vision2035 把 ROIC、债务倍率和自己资本比率纳入明确约束，核电审查透明度较高；但泊复运是长期复杂执行工程，管理与安全表现仍需持续验证。
Kabugami 技术结构	13	62/100	8.06	2020—2023 旧底逐渐抬升，2024 大脉冲虽在 2025 被吸回，但 2026 低点提升至 887 并重新站稳 1,000；底部迁移有进展，仍受 1,300 和 1,500—1,750 失败记忆压制。
总分	100		66.59	B+

14.1 | 为什么是 B+，而不是 A

北海道电力拥有很难复制的区域能源系统、显著账面折价和泊 3 号机复运/新增产业负荷两个真实改善期权。

但 A 档需要更完整的现金闭环。

当前至少仍有五个硬限制：

1. FY2025 自由现金明显为负；
2. Q1 自己资本比率只有 18.6%、债务高；
3. 泊 3 号机尚未复运且工程时间后移；
4. 零售销量当前仍下降；
5. 技术结构尚未突破 2025—2026 约 1,300 供应区。

因此 B+ 更符合“改善路径清晰、估值低，但关键价值驱动尚未最终兑现”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/行业资料与公开市场价格数据进行研究整理。所有盈利、估值、泊核电、资本政策、需求预测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。

泊 3 号机复运涉及审查、工事、安全对策与检查。公司当前目标是 2027 年尽早复运，防潮堤工事预计 2027 年 8 月完成；本报告不把目标日期写成确定结果。

北海道未来半导体、数据中心和 GX 产业需求增长来自公司与广域机构当前预测。实际投产、接网、客户获取、负荷率和合同经济性可能明显偏离预测。

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；未把周末或 PTS 当作正式 Technical 确认。
- Technical Research 独立使用长期真实价格历史；泊复运、财报与产业事件只用于 Price-Fundamental Timing，不作为纯价格结构机械因果。
- Owner 原始月线图为本 Review 指定 WordPress attachment 3917，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. 北海道电力 | 事業概要 (2026-03-31)

<https://www.hepco.co.jp/corporate/company/profile/corporateprofile.html>

2. 北海道电力 | 2026 年度第 1 四半期 (4~6 月) 決算 (2026-07-30)

https://www.hepco.co.jp/info/2026/1253151_2073.html

3. 北海道電力 | 2026 年度第 1 四半期 IR 決算説明資料

https://www.hepco.co.jp/corporate/ir/ir_lib/pdf/setumeikai260730.pdf

4. 北海道電力 | 2025 年度決算 / IR 資料

https://www.hepco.co.jp/corporate/ir/ir_lib/financials.html

5. 北海道電力 | 2026 年度ほくでんグループ経営計画の概要

https://www.hepco.co.jp/info/2026/1253091_2073.html

6. 北海道電力 | ほくでんグループ経営ビジョン 2035

https://www.hepco.co.jp/corporate/ir/ir_lib/financials.html

7. 北海道電力 | 泊発電所における防潮堤工事の完了時期 (2026-07-30)

https://www.hepco.co.jp/info/2026/1253148_2073.html

8. 北海道電力 | 泊 3 号機 新規制基準適合性 / 工事計画関連披露

<https://www.hepco.co.jp/energy/atomic/tomari/>

9. 原子力規制委員会 | 泊 3 号機 工事計画認可申請補正受理資料

<https://www.da.nra.go.jp/detail/NRA100018013>

10. 北海道電力 | 泊 3 号機再稼働後の電気料金値下げ見通し (2026-02-04)

https://www.hepco.co.jp/info/info2025/1253005_2069.html

11. 北海道電力 | 電気料金に関する情報公開・2025 年度部門別収支

https://www.hepco.co.jp/home/price/price_info_disclosure/price_info_disclosure.html

12. 北海道電力ネットワーク | 2026 年度夏季電力需給見通し

https://www.hepco.co.jp/network/info/info2026/1253100_2078.html

13. 北海道電力 | 株式の状況

https://www.hepco.co.jp/corporate/ir/stock_info/stock_situation.html

14. 北海道電力 | 公募ハイブリッド社債 発行条件 (2026-07-23)

https://www.hepco.co.jp/corporate/ir/ir_lib/timely_disclosure.html

15. 北海道電力 | トランジション/グリーンファイナンス関連資料

<https://www.hepco.co.jp/corporate/ir/finance/>

16. 株探 | 9509 財務・現金流・業績歴史 (2026-09-19 参照)

<https://s.kabutan.jp/stocks/9509/finance/>

17. 株探 | 9509 长期年次价格履历 (2026-09-19 参照)

https://s.kabutan.jp/stocks/9509/historical_prices/yearly/

18. Yahoo! Finance | 9509 股价时序・PER/PBR (2026-09-18 参照)

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9509.T/history>

19. Owner 提供 9509 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3917。

Publication continuity：本轮形成 9509 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。