

9511 沖縄電力株式会社 (The Okinawa Electric Power Company, Incorporated)

Kabugami V3.2 62.32/100 · B

这家公司是做什么的

沖縄電力主营冲绳本岛及离岛的发电与电力销售，并通过区域送配电系统承担输配电和供需平衡；同时经营建设、能源服务、可再生能源、储能与脱碳相关业务。

最近亮点

2026年度Q1销售约488.19亿日元、同比-3.3%；营业亏损约68.72亿日元、经常亏损约70.97亿日元、归母净亏损约72.92亿日元。经常利润同比恶化约57.9亿日元，其中燃料费调整时差约-25.94亿日元、燃料费…

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	32f7429a4b11bc8b36fdec0a03f3e09c99a80388
评分版本	V3.2
发布源 SHA	afd5e9a51713d91e4c749fc608a3d76ba11ac414
交付代码版本 SHA	afd5e9a51713d91e4c749fc608a3d76ba11ac414
交付运行时指纹	284a4a73b8f492383f94a8da81b67689c4fe98ad6cc469812ec7aceabf59358c

先看研究要点

为什么值得研究	冲绳独立电力系统、区域电网和自有电源具有高复制成本；2025 年度经常利润约 81.67 亿日元、同比明显改善，证明能源危机后的盈利修复已经发生；低 PBR、DOE 最低 2% 的股东回报方针和 50 日元年度分红提高了持有期现金回报；长期电气化、旅游、数字基础设施和产业负荷仍提供需求增长期权。
最需要担心什么	2025 年度经营现金流约 273 亿日元、投资现金流约-351 亿日元，简单自由现金流约-78 亿日元；年末有息负债约 3,202 亿日元，Q1 自己资本比率又降至约 22.8%。公司 2030 年前目标年度经营现金流 350 亿日元以上，但年度投资约 450 亿日元，若利润和现金没有同步升级，分红提升、脱碳、电网与电源投资会争夺同一批现金。高压电价规制解除和低压客户转出又使零售护城河弱于区域电网护城河。
Kabugami 现在怎么看	冲绳电力最容易被低 PBR 和高股息包装成“便宜的地方电力”，但真正决定股东回报的是另一组问题：岛屿电力系统形成的强基础设施壁垒，能否覆盖进口燃料、独立电网、脱碳和巨额资本开支带来的高成本，并在零售竞争真正放开后继续留住客户。2025 年度利润修复主要来自燃料和购电成本下降，2026 年度 Q1 又展示了燃料费调整时差、燃料成本、购电费和利息如何迅速吞掉利润；这说明盈利仍高度受能源成本和制度时差影响。当前 62.32/B 来自区域基础设施、账面折价、股东回报改善和 2026 年价格结构修复；没有更高，是因为自由现金、资本效率、零售留存和杠杆仍未证明能够同时毕业。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：强区域壁垒能否真正转化为高于资本成本的股东现金

冲绳电力系统与日本本土最大的不同，是岛屿、独立电网和大量离岛供电。公司拥有火力、可再生能源等电源，负责本岛发电、零售和区域送配电，也承担离岛等供给义务。

这种系统很难复制，因此“供电能力和电网”是真壁垒；但地理条件也限制了本土常见的低碳电源选项。冲绳缺乏核电和大型水电条件，台风又限制大型风电，电力系统需要更多燃料、储能、调节能力和分散基础设施。

所以本轮真正的问题不是“电力公司是不是垄断”，而是：

强基础设施地位能否在高资本开支、能源成本波动、零售竞争和脱碳投资同时存在时，持续形成足够高的 ROIC、自由现金流和每股分配。

01.2 | Power44 问题：电力零售是核心业务，但护城河弱于电网

冲绳電力的电力零售不是附属业务，而是集团经济系统的核心出口。2025 年度全年零售售电量约 72.06 亿 kWh，同比下降 1.8%；公司明确把客户切换到其他零售商列为下降原因之一。

2026 年度 Q1 零售售电量约 15.75 亿 kWh、同比下降 1.8%。其中电灯约 5.69 亿 kWh、同比下降 9.3%，而“电力”约 10.06 亿 kWh、同比增加 3.0%。最新月度数据又显示 7 月总售电量同比下降 8.0%，其中电灯下降 13.1%。

这说明零售不是“区域基础设施天然锁客”。

更关键的是，冲绳本岛高压客户长期保留的价格规制已于 2026 年 4 月 1 日解除。规制解除本身就是竞争环境已经形成的官方确认。从现在开始，商业客户的价格、服务和留存更能真实检验冲绳電力的零售竞争力。

01.3 | 当前答案：生存能力强，资本效率仍然弱

2022 年度能源危机时，公司营业利润曾大幅转负；之后利润恢复，2025 年度营业利润约 92.90 亿日元、经常利润约 81.67 亿日元、归母净利润约 62.34 亿日元。

但盈利修复主要受燃料费和购电费下降帮助，而不是已经出现稳定高 ROIC 商业模式。2026 年度 Q1 经常亏损约 70.97 亿日元，说明燃料费调整时差、燃料与购电成本变化仍能在一个季度制造接近全年利润规模的波动。

因此当前应定义为：

区域供电系统很稳，股东现金回报的经济质量还不稳。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 本质是一套岛屿电力系统，而不是一张售电牌照

公司公开资料显示，自有发电能力约 221 万 kW，覆盖 28 个发电站点，并拥有区域输电、变电和配电网络。

对股东而言，经济链条是：

自有发电 + 燃料采购 + 外购电 → 区域电网与供需平衡 → 零售/批发售电 → 电价与燃料费调整 → 经营现金 → 发电、电网、离岛与脱碳再投资。

系统价值来自“能够长期可靠供电”，不是单独某个发电机组或套餐。

02.2 | 岛屿系统带来壁垒，也带来结构性成本

冲绳本岛无法像本州一样依赖大范围跨区联络线来平滑供需，离岛还需要更小规模的独立系统。电源故障、燃料成本、台风和可再生能源波动都要求公司自己承担更高的备用、储能和供需调节能力。

这种高复杂度提高了新进入者复制整个供电系统的门槛，却也使集团很难成为轻资产高回报公司。

02.3 | 发电结构仍高度依赖化石燃料

2026 年度 Q1 自有及受电结构中，煤炭约占 32%、石油约 10.5%、LNG 约 22%，其余主要来自外购电和其他电源。

因此燃料价格、日元汇率和燃料费调整制度不是外围变量，而是盈利系统的核心输入。

02.4 | 脱碳不是一个“绿色故事”，而是新的资本配置问题

公司已明确 2050 碳中和方向，包括扩大 LNG 替代、可再生能源、储能、氢和氨等。

但冲绳缺少核电与大型水电，又受到台风和独立系统限制。脱碳路径因此更依赖投资和系统调节能力。

对股东而言，真正的问题不是装了多少新能源，而是：这些投资能否降低长期燃料成本、提高系统效率，并形成高于资本成本的回报。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 低压家庭客户：品牌和本地服务有优势，但客户仍会转出

家庭与小型商业客户是稳定需求基础，但 2025 年度及 2026 年度数据都显示电灯用电下降，其中一部分来自客户切换到其他零售商。

因此本地品牌、缴费关系和长期服务网络降低切换摩擦，却不足以形成强锁定。

03.2 | 高压客户：2026 年 4 月成为最重要的零售竞争实验

高压价格规制解除后，公司和新零售商的竞争更直接地回到价格、合同、供电服务、能源管理和附加服务。

如果公司能在不牺牲利润的情况下稳定高压客户，就说明一体化电源、信用、本地服务和能源解决方案有真实商业价值。

如果客户持续流失、只能通过更低价格留客，则区域基础设施壁垒并没有完全转化为零售护城河。

03.3 | 离岛客户：经济意义不只看单户利润

离岛供电需要更高单位成本和独立系统维护，但它同时构成区域公共服务责任和运营能力壁垒。

因此不能简单用“低利润就退出”的零售逻辑理解离岛业务。

03.4 | 燃料供应是最重要的外部依赖

煤、LNG、石油和外购电仍决定成本。日元走弱和国际燃料价格上升会通过燃料采购先进入成本，再通过燃料费调整机制逐步传递给客户。

这种时间差正是 2026 年度 Q1 利润恶化的关键解释之一。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 电网的竞争壁垒很强，零售的竞争壁垒中等

区域送配电网络具有天然垄断属性，复制成本极高。

零售端却已经出现新进入者，并且客户切换已经进入公开财务解释。因此应把两个层次分开：

- 基础设施地位：强。
- 零售客户锁定：中等。

把两者混成“地方电力垄断”会高估商业质量。

04.2 | 高压规制解除把制度保护转成市场检验

2016 年全面自由化以后，冲绳高压市场仍保留规制，直到 2026 年 4 月才解除。官方给出的原因就是竞争环境已经成熟到可以结束规制。

这意味着未来高压客户的数据会比过去更有信息价值：客户数、售电量、合同价格、流失率和附加服务都更能反映真实竞争力。

04.3 | 当地政府与金融机构股东构成稳定治理环境

截至 2026 年 3 月，冲绳县知事持股约 4.97%，冲绳银行约 4.44%，员工持股会约 5.72%，同时还有信托银行、保险公司和本地金融机构。

这种股东结构没有一个绝对控制股东，但地方公共属性和稳定股东较强。

优点是长期基础设施投资获得较高连续性；反面是资本配置可能天然兼顾公共政策和地区责任，而不是只追求短期 ROIC 最大化。

05 | 护城河判断

冲绳电力的护城河应拆成三层。

第一层：区域电网和供需系统，强。发电、送配电、系统调节、离岛运营和灾害恢复能力很难被复制。

第二层：发电和燃料组织能力，中强。规模、长期采购关系和资产组合具有优势，但仍受国际燃料、汇率和制度传导影响。

第三层：电力零售，中等。品牌、本地服务、账单关系和一体化能力降低客户流失，但新进入者已能争夺客户，高压规制也已结束。

因此最准确的判断是：

公司拥有很强的“必须存在”的基础设施地位，但不拥有同等强度的“客户必须向它买电”的零售垄断。

这一区别直接决定估值：强生存能力不自动等于高资本回报。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2022 危机证明利润波动可以非常大

集团营业利润从 2021 年度约 28 亿日元，跌到能源危机期约-484 亿日元，之后恢复到约 35 亿、73 亿和 2025 年度约 93 亿日元。

这种历史说明冲绳电力不是稳定利润直线增长模型。燃料、购电、调整时差、需求和利率都能显著改变年度结果。

06.2 | 2025 年度利润恢复有质量，但主要来自成本环境改善

2025 年度销售约 2,201.77 亿日元，同比下降 6.9%，营业利润却升至约 92.90 亿日元，经常利润约 81.67 亿日元，归母净利润约 62.34 亿日元。

利润增长而收入下降，主要因为燃料和购电费用改善。这是真实盈利修复，但不能直接解释成永久利润率升级。

06.3 | 2026 年度 Q1 暴露调整时差和燃料成本的反向弹性

Q1 销售约 488.19 亿日元、营业亏损约 68.72 亿日元、经常亏损约 70.97 亿日元。

经常利润同比恶化约 57.9 亿日元，其中：

- 燃料费调整时差约拖累 25.94 亿日元；
- 燃料费增加约 15.56 亿日元；
- 购电费增加约 12.41 亿日元。

也就是说，一个季度里三项能源相关变量就足以解释大部分利润恶化。

这不是会计噪音，而是公司商业模式的结构波动机制。

06.4 | 自由现金仍弱于利润表现

2025 年度经营现金流约 273.03 亿日元，投资现金流约-350.62 亿日元，简单自由现金约-77.59 亿日元。

同期资本开支约 381.58 亿日元，其中电力业务约 351.45 亿日元。

因此即便利润恢复，股东真正可自由分配的现金仍然有限。

06.5 | 债务和利息重新成为硬约束

2025 年度末有息负债约 3,202 亿日元。Q1 末集团总资产约 5,379 亿日元，自己资本比率降至约 22.8%。

Q1 单体利息支出同比增加约 2.24 亿日元，主要因为平均利率上升。

对于需要持续巨额投资的电力公司，利率上升会直接压缩分红和再投资之间的空间。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 地方公共属性很强，治理目标天然多元

冲绳县、当地银行、员工持股会和保险机构均为重要股东。这种结构有利于长期供电安全和本地产业协同，但意味着公司不能只用短期财务回报决定投资。

因此治理评估应看管理层能否把地区公共责任转化为可接受的资本回报，而不是假设公共属性本身是正面或负面。

07.2 | 2026 年的治理架构变化值得继续观察

公司在 2026 年推进治理体制变化，包括由监事会设置公司向审计等委员会设置公司的转换，并发生社长交替。

制度变化本身不能加分。真正需要跟踪的是董事会是否更有效地约束资本开支、提高投资回报、管理燃料与零售风险，以及是否把 2030/2035 财务目标转化成实际 ROIC 和现金流。

07.3 | 资本纪律比管理层口号更重要

对冲绳电力而言，资本开支、债务、分红和脱碳投资规模都非常大。

所以最重要的治理证据是：每一笔大额投资是否最终提高系统效率、降低成本或创造足够回报，而不是长期依赖“必要基础设施”来解释低资本效率。

08 | 资本政策

08.1 | DOE 最低 2%提高了股东回报约束

公司把股东回报方针提高到 DOE 至少 2%左右，并把 2027 年 3 月期年度分红预测提高至 50 日元。

以当前约 5,431 万股扣除库存股后的量级粗略计算，50 日元分红对应年度现金分配约 27 亿日元，接近公司预测 34 亿日元归母净利润的约八成。

这意味着分红已经不再是边缘现金用途。

08.2 | 分红提升与资本开支同时发生，是核心资本配置矛盾

中期计划把年度经营现金流目标提高到 350 亿日元以上，同时计划年度投资约 450 亿日元，其中脱碳投资本身就占重要部分。

如果经营现金流不能明显高于当前水平，公司就需要在新增债务、资产负债表、投资节奏和股东分红之间做更严格取舍。

所以 50 日元分红是积极股东信号，但也把未来现金流质量变得更重要。

08.3 | 低 PBR 回购并不是当前主要逻辑

当前资本政策重点是稳定分红和基础设施投资，不是通过大规模回购缩股来修复低 PBR。

因此重估需要更多依赖 ROIC、自由现金和资本结构改善，而不是单纯依赖股份减少。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.54 倍 PBR 提供账面折价，但不是自动安全边际

9 月 18 日收盘 1,225 日元，公开市场口径 PBR 约 0.54 倍。

这个折价并不难解释：

- 有息负债大；
- 自由现金流仍为负；
- 资本开支长期很高；
- ROIC 仍低；
- 燃料与电价调整形成利润时差；
- 零售客户存在转出；
- 脱碳继续要求投资。

因此不能把“低于 1 倍净资产”直接翻译成资产价值会自动回归。

09.2 | 预测 PER 并不低，估值不是单纯双低

按 9 月 18 日公开市场数据，公司预测 PER 约 19.57 倍。

这与 0.54 倍 PBR 形成明显反差：市场不是认为资产不存在，而是在给低资本效率和盈利波动打折。

所以当前真正的重估条件不是“市场发现账面价值”，而是账面资本开始产生更高、更稳定的现金回报。

09.3 | 约 4.1%预测股息率有吸引力，但要看现金覆盖

50 日元年度分红对应约 4.08%预测股息率。

如果经营现金、杠杆和投资计划能够稳定，这会提高持有期回报；如果分红增长依赖新增债务或压缩必要投资，表面的高股息就不是高质量股东回报。

09.4 | 安全边际来自“生存能力 + 折价”，而不是高盈利质量

区域基础设施、监管框架和电网资产使公司遭遇永久性经营中断的概率相对低。

但低资本效率意味着“活得很久”和“股东获得高回报”是两个不同问题。

当前安全边际更偏资产与系统存续，不是高 ROIC 复利。

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。

10.1 | Technical Question：2026 年的上移是新价格重心，还是长期低位区间里的又一次脉冲
冲绳电力长期价格历史的核心特征，是 2018—2019 年前后约 2,300—2,600 日元高位之后持续下移，2023 年以来进入约 800—1,300 日元的低位重组区。

因此当前技术问题不是“今年涨了多少”，而是：

2026 年 6 月低点 873 日元以后这轮上行，是否已经削弱了过去 800—1,000 日元区域对价格的重新吸收，并开始 1,100—1,200 日元形成更高、可重复的价格重心。

10.2 | 完整价格生命史：旧下降过程已经显著减速，但历史高位记忆仍很远

2018—2019 年前后股价曾运行在 2,000 日元以上；之后长期价格重心不断下移。到 2023 年，年度低点已经来到约 921 日元；之后 2024—2026 年低点主要落在约 825—1,025 日元区间。

这说明两个事实同时存在：

1. 2019 年以来的长期下降已经把主要运行区间显著下移；
2. 2023 年以来没有继续出现同等幅度的新一轮重心坍塌，旧下降过程开始减速。

但更高的长期历史价格记忆仍然在 1,300 日元以上，甚至更远，因此不能因为当前回到 1,200 日元附近就定义为长期迁移完成。

10.3 | 2026 年 6 月低点以后，回抽没有完全把价格重新吸回旧低位区

2026 年 6 月 24 日年内低点为 873 日元。7 月 30 日收盘约 931 日元，7 月 31 日价格跳升至约 1,054 日元，单日上涨约 13.2%，成交量明显放大。

重要的不是这一根上涨，而是之后发生了什么：价格没有很快回到 900 日元附近，而是在 1,050 日元以上反复整理，随后继续向 1,200 日元上方扩张，9 月 17 日达到年内高点 1,243 日元，9 月 18 日收于 1,225 日元。

这说明旧的 900 日元附近价格区对上涨后的重新吸收能力正在下降。

10.4 | 好消息后的“保留新高度”比消息本身更有技术信息

7 月 31 日前后公司发布 Q1、全年业绩预测和分红预测修正。事件本身不是技术证据；真正有信息价值的是价格响应。

价格在大幅上行后没有完全回补，之后又创阶段新高，属于正向冲击后保留新高度。

反过来，4 月底年度决算附近股价从约 1,020 日元区域快速回落，并在 6 月进一步探到 873 日元，说明负向/不确定信息此前曾产生更持久的下移。

两段响应相比，2026 年夏季以后正负冲击的价格不对称正在改善。

10.5 | 当前纯价格状态：旧状态在变弱，新状态部分建立

目前最合适的定义是：

旧状态削弱已经有证据，新状态正在形成，但尚未完全建立。

正面证据包括：

- 6 月低点后恢复速度快；
- 7 月底大幅上移后回抽较浅；
- 1,050 日元以上能够反复组织；
- 9 月再次扩张到 1,200 日元以上。

限制条件包括：

- 2024—2025 年 1,250—1,300 日元附近本来就是多次反弹受阻区域；
- 更长期的历史价格重心仍明显更高；
- 当前尚缺一次更深的回抽后仍保持更高运行区间的验证。

因此 Technical 内部判断为约 72/100，对应 V3.2 技术贡献 9.36/13。

10.6 | Price-Fundamental Timing：价格先交易了分红与全年预期改善，而不是 Q1 当期亏损

Q1 当期利润非常差，但 7 月 31 日之后价格反而大幅上移并保留高度。

这并不证明基本面已经改善到足以解释全部涨幅；它说明市场当时更重视全年预测、分红提升和未来盈利正常化，而不是只看 Q1 亏损。

当前更接近价格领先的预期重置。后续若 H1/H2 利润和现金不能验证这一预期，价格结构会面临反证。

10.7 | 下一步确认与证伪

更强确认不是再出现一根上涨，而是后续回抽仍能在明显高于 2026 年夏季低位的区域停止，并在 1,250—1,300 日元历史反弹压力上方形成可重复运行区间。

相反，如果价格持续跌回 1,000 日元以下，并进一步重新测试 873—825 日元旧低位区域，说明这轮上移仍可能只是长期低位区间中的一次脉冲，而不是价格重心迁移。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

燃料与汇率风险。煤、LNG、石油成本和日元汇率仍是核心盈利变量，燃料费调整只能延迟传导，不能消除经济风险。

调整时差风险。Q1 已经证明时差可以在短期内制造数十亿日元利润摆动。

资本开支与杠杆风险。电源、电网、离岛、灾害韧性和脱碳都需要持续投资，当前自由现金流尚不足以轻松覆盖。

零售竞争风险。高压规制解除后，价格竞争和客户切换更可能直接影响售电量与单位利润。

利率风险。大规模债务意味着市场利率上升会逐步传导到利息费用。

脱碳执行风险。冲绳缺少核电和大型水电条件，独立系统又限制大规模可变可再生能源接入，低碳转型可能比本土区域更贵。

11.2 | 主要催化剂

- 后续季度燃料费调整时差回转，经常利润从 Q1 低点修复；
- 高压规制解除后客户留存好于市场担忧；
- 经营现金流向 350 亿日元以上目标靠近；
- 有息负债和自己资本比率改善；
- 新增大型商业、旅游、数据中心或产业负荷形成可验证用电增量；
- 可再生能源、储能、氢/氨项目形成可量化成本或资本回报改善；
- 分红提高后仍能维持投资和财务纪律。

12 | 反常识发现

12.1 | 最强护城河也是低资本效率的来源

冲绳电力的岛屿系统难以复制，这是护城河；但同样的岛屿、离岛和独立电网结构要求更多备用、电网和燃料能力，也抬高资本投入。

所以“壁垒强”与“ROIC 高”并不自动同时成立。

12.2 | 高股息正在与高投资期重叠，而不是发生在资本开支结束以后

DOE 提高到 2% 以上、年度分红提高到 50 日元，看起来像资本回报正常化。

但公司同时把中期年度投资目标放在约 450 亿日元，明显高于 350 亿日元以上的经营现金流目标下限。

这意味着未来真正的资本配置考试是：能不能在不继续加杠杆的情况下，同时完成投资 and 分红。

12.3 | 零售自由化对冲绳电力比“电力公司”三个字更重要

高压规制解除后，区域电网仍然强，但零售客户的选择权更真实。

因此未来售电量和客户留存会把“基础设施护城河”与“零售护城河”真正分开。

12.4 | Q1 亏损与股价大涨并不矛盾，而是市场在交易不同时间尺度

Q1 当期亏损恶化，但 7 月底市场同时看到全年预测、分红和未来正常化路径，股价大幅上移后又保留高度。

这构成了一个清晰的价格—基本面时间差：价格先交易了未来预期，财务报表还没有完成验证。

13 | 下一次值得跟踪什么

- 1. H1/H2 燃料费调整时差。Q1 约 25.94 亿日元负面时差后，后续是否回转，以及剔除时差后的真实利润水平。
- 2. 高压规制解除后的客户留存。售电量、客户数、单价和合同结构是否恶化。
- 3. 低压/家庭客户转出。7 月电灯用电同比下降 13.1%，需要区分天气、人口、节能和零售切换。
- 4. 经营现金流与年度投资。能否从 2025 年度约 273 亿日元经营现金流向 350 亿日元以上目标移动，同时避免自由现金长期为负。
- 5. 有息负债与利息。Q1 自己资本比率约 22.8%，利息成本上升是否继续。
- 6. 50 日元分红的现金覆盖。分红是否由经营现金支持，而不是债务或资本开支收缩。
- 7. ROIC。公司长期目标约 3.5%能否通过成本、资产利用和新业务真实改善，而非只靠利润周期反弹。
- 8. 新增负荷。数据中心、旅游、商业设施、电气化等是否转化为可验证的售电量，而不仅是长期愿景。
- 9. 脱碳投资回报。LNG 替代、储能、可再生能源、氢/氨项目是否降低成本、提高供电稳定性或形成新利润池。
- 10. 价格结构。后续回抽能否保持更高价格重心，以及 1,250—1,300 日元区域能否从历史压力变成稳定运行区间。

14 | Kabugami Score 评分卡

模块	权重	内部判断	加权贡献	当前判断
财务韧性与下行防御	13	50/100	6.50	区域基础设施和融资能力提高生存韧性，但有息负债高、Q1 自己资本比率下降、自由现金为负。
竞争优势与结构耐久性	14	78/100	10.92	区域电网、系统调节和离岛运营很难复制；零售端竞争壁垒弱于电网。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	42/100	7.14	2025 利润恢复，但 Q1 再次暴露燃料/购电/调整时差波动；ROIC 和自

				由现金仍弱。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	65/100	7.15	一体化电源、电网和本地客户基础稳定，但燃料外部依赖与零售客户流失压低质量。
估值与安全边际	15	68/100	10.20	0.54 倍 PBR 和约 4.1% 预测股息率有吸引力，但预测 PER 并不低，折价对应真实资本效率问题。
资本配置与股东回报	10	65/100	6.50	DOE $\geq$ 2% 和 50 日元分红提高股东约束；但分红与高投资重叠，现金覆盖仍需证明。
治理、所有权与管理层	7	65/100	4.55	地方稳定股东与治理架构调整提供连续性，资本纪律和投资回报仍需用执行证明。
Kabugami 技术结构	13	72/100	9.36	旧低位吸引区重新吸收能力下降，1,100—1,200 日元更高运行区正在形成；但长期迁移尚未完全确认。
合计	100		62.32	B

14.1 | 分数为什么不是更高

最主要的限制不是公司“会不会倒”，而是大量资本能否产生足够高的普通股回报。

区域基础设施、低 PBR、股息和技术结构都给分，但自由现金、债务、燃料波动、低 ROIC 和零售竞争共同限制了上限。

14.2 | 什么会让分数上升

- 经营现金流稳定提高并覆盖资本开支；
- ROIC 向公司长期目标持续提升；
- 高压自由化后零售量和客户留存稳定；
- 燃料费调整时差以外的正常化利润持续改善；
- 有息负债/EBITDA 和自己资本比率明显修复；
- 分红提高仍由真实自由现金覆盖；
- 当前更高价格重心经历深回抽后仍能保持。

14.3 | 什么会让分数下降

- 高压客户流失加速；
- 自由现金长期为负并继续加杠杆；
- 利息费用持续侵蚀盈利；
- 脱碳投资规模上升但 ROIC 没有改善；
- 50 日元分红缺乏现金覆盖；

- 股价重新被吸回 2026 年夏季 900 日元附近旧低位区。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告仅用于研究与信息整理，不构成投资建议、投资招揽、买卖推荐、目标价或收益保证。研究使用截至 2026-09-19 合理可获得的公开资料；市场价格的 settled Technical 观察锚点为最近完整交易日 2026-09-18。

Power44 的电力零售问题仅作为本轮 Open Discovery 的起始 VOI 假设，未改变 Coverage35、Technical、Synthesis、Score、Routing 或 Public Delivery 标准。

15.1 | 研究边界

- Review Mode：FIRST_COMPLETE。
- Research Authority SHA：32f7429a4b11bc8b36fdec0a03f3e09c99a80388。
- Score Version：V3.2。
- Owner Publication Chart：本 Review 严格绑定 WordPress Owner Media attachment 3918，由既有 Review-specific Owner Media 合同在 Single Report 生产阶段完成赋权与嵌入。
- Owner 图仅是公开视觉权威，Technical Research 使用真实市场历史独立完成。
- 未来需求、客户留存、脱碳回报和 ROIC 仍包含重要不确定性；报告未把公司长期愿景当作已发生事实。

15.2 | 主要一手与外部来源

1. 沖縄電力 | 決算短信・財務諸表

<https://www.okiden.co.jp/ir/financials/zaimu.html>

2. 沖縄電力 | 2026 年度第 1 四半期決算概要 / 业绩预测资料

https://www.okiden.co.jp/shared/pdf/ir/zaimu/2026/260731_3.pdf

3. 沖縄電力 | 2025 年度期末決算概要

https://www.okiden.co.jp/shared/pdf/ir/zaimu/2025/260430_3.pdf

4. 沖縄電力 | 決算说明资料 / おきでんグループ经营 Vision 资料

<https://www.okiden.co.jp/ir/library/setumeikai.html>

5. 沖縄電力 | IR 首页 / 最新 IR 更新

<https://www.okiden.co.jp/ir/>

6. 沖縄電力 | IR Calendar

https://www.okiden.co.jp/ir/calendar/ir_calendar.html

7. 沖縄電力 | 销售电力量（月度）

<https://www.okiden.co.jp/company/guide/demand/article/index.html>

8. 沖縄電力 | 高压电价规制解除说明

<https://www.okiden.co.jp/corporation/deregulation/index.html>

9. 沖縄電力 | 低压供给条件 / 料金制度

<https://www.okiden.co.jp/common/clause/>

10. 沖縄電力 | 离岛等供给约款

<https://www.okiden.co.jp/business-support/service/remote-island/>

11. 沖縄電力 | 株式の状況 / 大股东

https://www.okiden.co.jp/ir/share/shr_outline.html

12. 沖縄電力 | 2050 碳中和与冲绳区域转型条件

<https://www.okiden.co.jp/environment/ourecoact/warming-countermeasures/carbon-neutral.html>

13. 沖縄電力 | 供需实绩 / 电源运行数据

<https://www.okiden.co.jp/business-support/service/supply-and-demand/index.html>

14. 沖縄電力 | インバランス料金単価

<https://www.okiden.co.jp/business-support/service/unit-price/price/>

15. Yahoo!ファイナンス | 9511 股价・PBR/PER・时序 (2026-09-19 参照)

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9511.T/history>

16. IRBANK | 9511 长期资本・价格历史

<https://irbank.net/9511/cap>

17. Owner 提供の 9511 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3918。

15.3 | Research Debt

- 高压规制解除后的客户数、合同平均单价和客户获取成本缺少足够细的公开分解；需要后续季度和监管/公司披露验证。
- 中长期新增数字基础设施与产业负荷仍缺少足够具体、可计量的项目级售电量，当前只作为增长期权。
- 脱碳投资的项目级 ROIC 和边际电力成本改善公开信息不足；需要未来项目运营数据。
- 50 日元分红的长期现金覆盖需要至少跨越一个完整投资/燃料周期验证。
- 当前更高价格重心仍需要一次有意义的回抽—保留—再扩张来确认长期迁移质量。

Publication continuity：本轮形成 9511 的正式 Power44 FIRST_COMPLETE HANDOFF；公开交付只走既有 Single Report → WordPress → homepage/Gateway/Permanent/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。