

9513 電源開発株式会社 (J-POWER)

Kabugami V3.2 77.98/100 · A

这家公司是做什么的

J-POWER是日本大型独立电源开发企业，经营国内水力、火力、风力等发电与跨区域送变电，并在海外建设/运营电站，同时向法人提供电力零售、环境价值、PPA、需求响应和再生能源聚合等能源解决方案。

最近亮点

2027财年Q1营业收入2,802.73亿日元、同比+12.0%，营业利润362.82亿日元、同比+11.7%；经常利润395.61亿日元、同比-45.9%，归母净利润274.24亿日元、同比-47.3%。经常/净利润大幅下降主要因为上…

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	e8c0bcd7abf78624528221d814249c0b1184f771
评分版本	V3.2
发布源 SHA	67fec9732c959faee55352f1f1f0828a31cd064e
交付代码版本 SHA	67fec9732c959faee55352f1f1f0828a31cd064e
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	日本国内水力在总水力设备中占有重要份额，风力规模居国内前列，同时拥有火力、送变电、海外发电和电力交易/能源解决方案能力。2025 年度稼働资产 ROIC 约 4.5%，高于中期计划要求的 3.5% 水平；2025 年 9 月至 2026 年 3 月完成约 200 亿日元回购并于 5 月注销 671.32 万股。低 PBR 不再只有资产折价，也出现了股数减少、资产轮换与 ROIC 管理的重估路径。
最需要担心什么	2025 年度 ROE 仅 4.3%，公司 2030 年代目标 8% 以上仍有明显差距；总资产约 3.74 万亿日元、有息负债约 1.88 万亿日元，资本结构天然重。大间核电、火力脱碳、海外再生能源、输电扩容等项目存在工期、政策、技术和减值风险；2025 年度已经对澳洲再生能源、高砂火力及大间部分设备等计提合计约 518 亿日元特别损失，证明这些风险不是理论上的。
Kabugami 现在怎么看	J-POWER 的投资矛盾非常清楚：一边是难复制的水力、风力、火力、送变电和项目开发资产，另一边是长期资本沉淀、煤电转型和大间核电等非稼働资产压低 ROE。2026 年的变化在于资本配置开始更积极——200 亿日元回购并注销、总还原性向框架、资产轮换、稼働资产 ROIC 管理，以及国内发电利润恢复。Power44 专项进一步确认，公司不是只把电卖给大型电力公司：J-POWER 已经直接向日本 9 个区域法人客户开展电力零售，并提供环境价值、DR、再生能源聚合和 PPA；但相对于万亿日元级发电资产，这仍是“把发电能力向客户侧延伸”的商业化层，而不是当前集团主要利润来源。A 评分来自资产稀缺性、低估值、资本政策改善与强 Technical，同时被低 ROE、重资本和长期转型执行风险压住。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：低 PBR 究竟是长期重资本折价，还是资本效率改善前夜

J-POWER 最容易被理解成“0.5 倍 PBR 的高资产电力股”。

这种标签只描述市场价格，没有解释为什么市场长期愿意给低 PBR。

公司拥有大量高质量水力、火力、风力、送变电和海外电力资产，但与此同时，长期建设项目、煤电转型、大间核电、海外项目和巨额有息负债使资本长期沉淀。2025 年度 ROE 只有 4.3%，明显低于公司 2030 年代 8% 以上目标。

所以本轮最重要的投资问题是：

J-POWER 能否把稀缺基础设施从“账面资产很多”变成“稼働资产回报率和每股价值持续上升”，从而让 0.5 倍 PBR 折价真正收敛。

01.2 | 当前答案：改善已经发生，但 ROE 修复还远未完成

积极证据包括：

- 2025 年度稼働资产 ROIC 约 4.5%，已经高于中期计划 3.5% 目标基准；
- 2025 年 9 月到 2026 年 3 月用约 200 亿日元回购 671.32 万股，并全部注销；
- 2027 财年 Q1 营业利润同比+11.7%，火力利用率上升等带动本业恢复；
- 公司导入总还原性向并继续增配；
- 海外资产出售和国内老旧火力休废止显示资产组合开始更主动调整。

但 ROE 仍低，资本开支与建设仮勘定仍大，因此不能把资本效率改善当成已经完成。

01.3 | 当前投资判断

当前估值提供了真实安全边际：预测 PER 约 9.1 倍、PBR 约 0.52 倍。

但低 PBR 只有在以下至少一条持续兑现时才会转成价值释放：

- ROE 从 4% 左右逐步抬升到 8% 以上；
- 大型在建项目转成有回报的稼働资产；
- 煤电转型不产生持续大额减值；
- 资产出售、回购注销和稳定分红继续改善每股价值；
- 本业经营利润增长不依赖一次性海外出售收益。

因此本轮定义为：折价仍在，改善路径已经出现，但兑现期很长。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | J-POWER 的本质是跨区域电源开发与基础设施资产运营

J-POWER 源自战后日本电力开发体系，长期承担大型水力、火力和跨区域输电项目。

它与传统区域电力公司不同，不是以某一地区家庭零售和配电网络为核心，而是跨地区开发和运营电源，并通过批发、市场、零售、容量市场、辅助服务和海外项目获取收入。

这决定了公司的竞争优势来自项目开发、资产寿命、运维能力、燃料/电力交易和资本调度。

02.2 | 水力是最难复制的长期资产之一

J-POWER 拥有日本大型水力发电群。公司公开资料称，其水力设备约占日本总水力设备近两成。

水力资产的经济价值来自：

- 已经取得稀缺地点和水利资源；
- 超长资产寿命；
- 燃料成本低；
- 可调度性与系统稳定价值；
- 在碳约束强化时环境价值提高。

2026 年启动佐久间水力 NEXUS 更新工程，就是典型“老资产再投资换更长寿命”的资本循环。

02.3 | 火力仍是现金流核心，也是转型负担

J-POWER 长期拥有大型煤电和其他火力资产。

火力可以在电力紧张、再生能源波动时提供稳定供给和系统价值，但煤炭也是公司碳排放、政策风险与资本市场折价的主要来源。

公司推进 GENESIS 松岛等转型构想、氢/氨、CCS 等路径，方向清楚但技术和经济性仍存在不确定性。

02.4 | 风力、地热和其他再生能源提供未来组合替代

公司是日本国内风力领先运营商之一，也经营地热、太阳能、生物质等。

2026 年完成三菱重工国内陆上风机相关事业收购，意图强化风电运维与设备能力；北九州响滩海上风电也已经投入运营。

这不是单纯追逐 ESG，而是公司未来替代高碳资产、扩展 PPA/环境价值产品的供给底盘。

02.5 | 大间核电是最大的单一非稼働资产选择权之一

大间核电仍在建设和监管审查过程中。

如果最终投入运营，它可能成为长期低碳稳定电源；如果继续延迟或成本上升，则会让资本长期锁在非稼働资产中并产生追加成本/减值风险。

所以大间对 J-POWER 不是普通项目，而是资本效率与能源组合两条线共同的高价值不确定性。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 国内发电：卖的是电量、容量、调节能力和环境价值

公司收入不只是“发多少度电乘价格”。

不同电源通过长期合同、批发、电力市场、容量市场和其他机制获得收入。

水力/风力还可出售环境价值，火力提供可控电源与系统稳定性。

因此同样的 kWh 在不同制度和时点下经济价值并不相同。

03.2 | 送变电：跨区域基础设施具有天然稀缺性

J-POWER 送变电网络承担跨区域、跨频率和远距离输电等功能。

日本东日本 50Hz、西日本 60Hz 的历史结构使跨区连接具有系统价值。

该业务监管属性强、增长不是爆发式，但替代难度高，是集团资产耐久性的组成部分。

03.3 | 海外业务：长期增长来源，也是利润波动与资产出售来源

J-POWER 在亚洲、美国等地区投资发电项目。

海外资产可以分散日本需求与政策风险，但也暴露于汇率、国别政策、燃料、项目融资和资本市场条件。

2025 年度美国火力资产出售使持分法投资利益大幅增加；这是真实资本回收，但不应被年化成经常盈利。

03.4 | 能源解决方案：从电源侧向客户侧延伸

公司直接向北海道、东北、东京、中部、北陆、关西、中国、四国和九州等 9 个区域的法人客户零售电力。

此外提供环境价值、需求响应、再生能源聚合和企业 PPA。

Power44 专项说明：J-POWER 不是传统家庭零售型公用事业，而是在大型电源资产+电力交易能力基础上向法人客户提供更复杂的能源产品。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 发电资产的竞争是成本、寿命、灵活性和资本成本

J-POWER 与区域电力、综合商社、石油/燃气公司、再生能源开发商和海外 IPP 竞争。

大型电源资产一旦建成，其边际经济性受燃料价格、容量价值、市场价格、运维效率和政策决定。

水力等低燃料成本资产具有明显优势；老旧煤电则可能因为碳成本而失去优势。

04.2 | 新建项目的真正壁垒是开发能力，而不是设备本身

风机、光伏组件、燃机设备都可以买到。

难复制的是选址、许可、地方关系、并网容量、融资、施工与长期运维。

J-POWER 几十年开发大型基础设施的组织能力构成真实壁垒，但每个新项目仍必须重新通过经济性检验。

04.3 | 能源转型把传统护城河变成双刃剑

历史火力资产过去是优势，在碳约束强化后会变成转型资本需求。

而历史水力、输电和风电开发能力则因电气化和再生能源扩张而相对更有价值。

所以 J-POWER 不是“旧能源”或“新能源”的简单分类，它正在经历资产组合内部价值重排。

05 | 护城河判断

05.1 | 护城河强度：强资产型、但资本密集

正面壁垒包括：

- 大型水力稀缺地点；

- 长寿命发电资产；
- 跨区域送变电设施；
- 全国电源开发与工程能力；
- 风力和地热长期开发经验；
- 海外项目运营与融资能力；
- 电力交易、环境价值与法人能源解决方案。

这些不是新进入者短期可以复制的。

05.2 | 护城河并不保证高 ROE

资产难复制和股东回报高不是一回事。

电力基础设施需要巨大资本，监管、燃料、利率、政策和建设周期会吞噬经济租金。

J-POWER 过去长期低 PBR、2025 年度 ROE 仅 4.3% 正是最强反证：资产稀缺，但资本回报不足。

05.3 | 真正要验证的是“护城河能否被资本纪律变现”

未来最有价值的指标不是装机容量本身，而是：

- 稼働资产 ROIC；
- 非稼働资产占比；
- 项目投产后的回报；
- 资产出售价格；
- 回购/分红；
- 单位资本对应的正常化利润。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2025 年度利润被两组一次性因素同时扭曲

2025 年度营业收入约 1.182 万亿日元、营业利润约 1,009.92 亿日元，同比-27.0%。

经常利润却升至 1,585.32 亿日元、同比+13.2%，主要因为北美火力持分出售带来大额持分法投资利益。

最终净利润又降至 585.37 亿日元，同比-36.7%，因为澳洲再生能源、高砂火力、大间部分设备等合计约 518 亿日元特别损失。

所以 2025 年度不能只看一个净利润数字判断经营质量。

06.2 | 2027 Q1 本业反而在改善

2027 财年 Q1 营业收入 2,802.73 亿日元、同比+12.0%，营业利润 362.82 亿日元、同比+11.7%。

火力利用率上升等因素让主营恢复。

经常利润和净利润同比大跌，是因为上年同期美国火力出售产生约 466 亿日元持分法收益不再重复。

这意味着“Q1 净利润-47%”并不是本业崩塌，反而是一次性收益剥离后的正常化过程。

06.3 | 资本结构稳定但天然重负债

2026 财年末总资产约 3.74 万亿日元、自己资本比率 37.6%、有息负债约 1.88 万亿日元、D/E 约 1.3 倍。

Q1 总资产进一步增至约 3.84 万亿日元，长借款增加。

对电力基础设施企业，绝对负债大不是自动危险；关键是利息覆盖、长期资产现金流与项目投产。

公司 2025 年度利息覆盖约 7.1 倍，当前尚没有融资压力信号。

06.4 | ROE 低是当前价值折价的核心解释

2025 年度 ROE 4.3%，过去几年从 2022 年度 11.4%、2023 年度 6.8%、2024 年度 7.2% 波动明显。

公司 2030 年代目标 ROE 8% 以上，意味着现在仍有约一倍的改善空间。

如果未来 ROE 只维持 4—5%，0.5 倍 PBR 未必便宜；如果能稳定接近 8% 以上，账面折价就更难合理化。

06.5 | 稼働资产 ROIC 比会计 ROE 更能解释转型阶段

公司披露稼働资产 ROIC：2023 年度约 4.5%、2024 年度 5.1%、2025 年度 4.5%。

中期计划 2026 年度目标 3.5%。当前实际并不差。

问题在于大量非稼働资产和建设仮勘定使整体股东资本回报低。因此价值释放的关键是把在建项目变成稼働资产，或及时退出回报不足的项目。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 资本效率压力已经进入治理议题

公司中期计划明确设置稼働资产 ROIC 和 2030 年代 ROE 8% 以上目标，并导入总还原性向。

这说明低 PBR 和资本效率不再只是投资者外部抱怨，而已经进入管理层正式指标。

07.2 | 2026 股东提案反映转型资本透明度争议

2026 年公司收到与气候变化、投资计划披露有关的股东提案。

董事会反对把具体经营事项写入定款，并强调项目采用包含股本成本、地域风险和项目周期的 hurdle rate 评估。

这场争议的投资含义不是判断谁“正确”，而是说明市场对巨额脱碳投资是否创造超额回报、披露是否足够存在真实关注。

07.3 | 治理框架在强化，但大型项目天然需要高监督强度

公司采用监查等委员会设置公司结构，更新治理基本方针并持续披露。

但煤电转型、海外、核电、海上风电等项目金额大、周期长，任何单个项目判断错误都可能影响多年资本回报。

因此治理评分可以正面，但不会因为制度完整就忽略投资纪律风险。

08 | 资本政策

08.1 | 200 亿日元回购并注销是低 PBR 下含金量很高的动作

2025 年 9 月至 2026 年 3 月，公司累计回购 6,713,200 股、金额约 199.997 亿日元。

2026 年 5 月将这批股份全部注销，占注销前发行股数约 3.7%。

在 PBR 显著低于 1 倍时，如果不损害必要投资能力，回购注销能直接提高剩余股东的每股资产和盈利份额。

08.2 | 分红也在提高

2026 财年全年股息 100 日元，2027 财年计划 105 日元。

以 4,205 日元股价计算，预测股息率约 2.5%，不是高股息极值，但和回购共同形成更完整的总还原框架。

08.3 | 资产轮换的重要性高于单纯回购规模

对 J-POWER 这样数万亿资产规模公司，200 亿回购只是资本配置的一部分。

更重要的是能否持续出售低回报资产、停止回报不足项目，把资本投入水力更新、风电、送变电、PPA/客户侧能源等更高回报领域。

2025 年度美国火力资产出售、老火力休废止和部分减值已经显示组合在移动，但是否能提高长期 ROE 仍待验证。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.52 倍 PBR 是显著折价，但折价有现实原因

9 月 18 日收盘 4,205 日元，PBR 约 0.52 倍。

对应的现实问题包括：

- ROE 仅 4.3%；
- 巨额有息负债；
- 煤电转型资本需求；
- 大间核电长期非稼働资本；
- 海外/再生能源减值风险；
- 利润受电价、燃料、汇率和一次性资产处置影响。

所以低 PBR 不能简单等同于“市场错了”。

09.2 | 约 9.1 倍预测 PER 使正常化盈利要求不高

公司 FY2027 预测净利润 810 亿日元，对应当前约 9 倍盈利倍数。

如果国内发电恢复、澳洲资源业务与海外项目兑现，当前倍数有安全边际。

但电力股盈利周期和一次性项目影响大，因此不应把单一年份 EPS 当永续盈利。

09.3 | 最重要的估值变量不是电价，而是 ROE 能否结构性抬升

若 BPS 持续增长、ROE 从 4% 向 8% 抬升，而 PBR 仍在 0.5 倍，估值弹性会很大。

如果 ROE 长期停留 4% 左右，即使资产账面价值继续增长，市场也可能继续给折价。

因此 J-POWER 的估值研究应围绕资本效率重估，而不是简单做煤价或电价敏感性。

09.4 | 当前价格已经不是 2020 年的极端悲观位置

2020 年股价最低约 1,352 日元，2025 年末 3,163，2026 年 9 月 4,205。

市场已经提前承认一部分资本政策和盈利恢复。

所以当前虽然账面估值仍低，但价格安全边际已经明显小于 2020—2022 低位。

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。

Owner 原始月线图：本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3900。该图为 Section 10 公开视觉权威；Technical 判断同时使用 2004 年以来完整年度价格历史和 2026 年最新完成交易日数据，不以单张图替代价格研究。

10.1 | Technical Question：2020 年极端低位之后的五年抬升，是否已经完成长期状态迁移

J-POWER 2004 上市后经历过 2006—2007 大牛市，高点曾到 6,650 日元；随后长期回落。

2015 年还有 4,690 日元高点，但 2016 年以后再次下移，2020 年最低到 1,352 日元。

因此当前 4,000 日元以上不能只看成“接近旧高”。真正要判断的是：

2020 年低点之后形成的连续高低点抬升，是否已经让 1,300—2,000 日元旧状态失去恢复力。

10.2 | Chart Truth：2020 之后年度中心连续上移

长期年度价格显示：

- 2020：高 2,677、低 1,352、收 1,421；
- 2021：高 2,058、低 1,402、收 1,527；
- 2022：高 2,353、低 1,450、收 2,096；
- 2023：高 2,604、低 1,990、收 2,288；
- 2024：高 2,740、低 2,121、收 2,572；
- 2025：高 3,198、低 2,275、收 3,163；
- 2026 截至 9 月：高 4,514、低 3,185、9 月 18 日收 4,205。

这是非常干净的多年状态迁移：年度低点、年度高点和年末/当前价格中心一起抬升。

10.3 | Return Topology：4 月高点后的回撤没有回到 2025 旧中心

2026 年 4 月最高 4,514，随后经历回撤，但年内最低仍为 3,185。

更重要的是 9 月价格重新回到 4,200 附近，而不是重新被 2025 年 2,500—3,000 区域吸收。

这说明最新突破虽然尚未超过 4,514，但高位状态具有较强保留性。

10.4 | Damping / Restoring：旧状态恢复力显著下降

2020 以前，一轮上涨经常能被深度回撤吞回。

2021 之后每一年最低点都高于前一年或大体维持抬升趋势，特别是 2025 低点 2,275→2026 低点 3,185，旧中心已经无法快速把价格拉回。

这符合 Kabugami 对“恢复力下降”的强证据要求。

10.5 | Compression：不是底部压缩，而是高位整理

当前结构不属于月线历史低位平台。

它已经从 2020 低点上涨超过三倍，目前在 4,000—4,500 高位区间整理。

所以 Technical 质量强，但不等于“位置便宜”。价值安全边际来自估值指标和资本效率改善，而不是技术位置接近历史低点。

10.6 | Memory：长期记忆中心正在被持续抬高

2026 年价格大部分时间维持在 3,000 以上，9 月在 4,200 附近；200 日均线也已经大幅高于 2025 年以前中心。

长期记忆正在从 2,000 多向 3,000 多迁移。

如果未来中等风险冲击仍能在 3,500—3,800 一带获得吸收，则当前 4,000 以上会更像新状态而不是短期脉冲。

10.7 | 事件响应：资本政策和本业恢复后，价格没有回吐重估

2025—2026 公司连续推出回购、注销、增配和资产效率指标，同时 2027Q1 营业利润恢复。

Technical 不把这些事件当作价格因果，但观察结果是：信息公开之后，价格仍保留在明显高于 2025 旧中心的区域。

这意味着市场至少没有快速否定资本效率改善叙事。

10.8 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State 定义为：

2020 年 1,352 日元低点之后已经形成五年以上的阶梯式状态迁移，旧低价中心明显失去恢复能力；2026 年 4,514 高点后的回撤仍保留在 3,000 以上，并重新回到 4,200 附近，长期结构偏强。当前唯一主要限制是位置已远离历史低位，4,500 附近旧高区仍需新的突破/回抽验证。

Technical Confidence：HIGH。

10.9 | 下一次最有信息价值的价格证据

重点观察：

- 4,514 以上突破后能否形成重复停留；
- 如果回撤，3,800—4,000 是否成为新支持/停留区；
- 更深回撤中 3,185 年内低点是否仍保持；
- 是否出现快速重新回到 2,500—3,000 旧中心的异常恢复；
- 本业利润或资本政策出现负面变化时，价格保留质量是否明显恶化。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 煤电转型风险

煤电仍是重要资产和现金流来源。

碳成本、政策、融资和技术路线变化可能迫使提前退役或追加巨额脱碳投资。

GENESIS 松岛、氢/氨、CCS 等路径的经济性并未完全确定。

11.2 | 大间核电长期资本沉淀

大间项目安全审查、工期与成本具有长期不确定性。

投产可以提升低碳稳定电源组合；延迟则继续压低整体资本效率。

11.3 | 海外与再生能源项目减值

2025 年度澳洲再生能源等已经出现实际减值。

海外项目还受汇率、政策、资源价格与融资成本影响。

11.4 | 利率与杠杆

约 1.88 万亿日元有息负债使融资成本上升具有实际影响。

虽然利息覆盖当前充足，但长期高利率会提高新项目 hurdle rate 并压低项目价值。

11.5 | 盈利一次性因素

美国火力资产出售使 2025 年度经常利润和上年 Q1 异常高。

研究必须剥离资产出售，优先看营业利润、ROIC 和正常化现金创造。

11.6 | 催化剂

正面催化剂包括：

- 国内火力利用率恢复持续推动营业利润；
- 稼働资产 ROIC 继续高于目标并带动 ROE 抬升；
- 新风电、水力更新和海外项目按期投产；

- 大间监管/建设出现明确进展；
- 继续实施回购注销或其他资本回报；
- 法人零售、PPA、环境价值和 DR 扩大客户侧利润；
- 资产出售减少低回报/高碳组合。

12 | 反常识发现

12.1 | 低 PBR 问题不是“资产被低估”，而是“资产还没有产生足够 ROE”

J-POWER BPS 很高，PBR 只有约 0.52 倍。

但 2025 年度 ROE4.3%，如果用资本成本视角看，市场折价并不完全神秘。

真正的重估逻辑不是证明水库值很多钱，而是证明庞大资产能产生更高、可持续的股东回报。

12.2 | Power44 发现：法人零售对 J-POWER 的战略价值高于当前报表规模

公司已经在日本 9 个区域直接向法人零售电力，并提供环境价值、DR、聚合和 PPA。

相对万亿级发电业务，这不是当前集团最大利润池。

但它把公司从“卖电源输出”向“直接理解客户负荷并销售多种电力价值”推进，长期有助于把水力/风力等差异化电源变成更高附加值合同，而不只是在批发市场卖匿名 kWh。

12.3 | 24/7 CFE 和 Virtual PPA 显示客户侧产品正在复杂化

J-POWER 已经与 KDDI 持续签订风力 Virtual PPA，也参与 24/7 碳无排放电力的小时级匹配验证。

这类产品把传统“年度绿电证书”升级成更细颗粒度的能源管理。

若企业脱碳需求持续，J-POWER 的发电组合和交易能力可能形成比普通电力零售更有价值的企业解决方案。

12.4 | 回购注销比单纯提高股息更适合 0.5 倍 PBR

股息把现金拿出去；低 PBR 回购并注销则减少极度折价的股份数量。

2026 年注销约 3.7% 股份，对每股净资产和未来每股盈利有长期机械增厚作用。

这是一条比“口头承诺提高 ROE”更直接的资本效率证据。

12.5 | 2025 年度的巨大一次性正负项恰好暴露了资产组合管理的重要性

美国资产出售带来巨额收益，同时澳洲再生能源、高砂火力和大间设备又带来数百亿减值/除却。

这看起来会计噪音很大，但本质上说明 J-POWER 正在做一场持续的资产组合重构。

未来研究重点应从单年净利润转到卖掉什么、关掉什么、投产什么、每一单位资本最后赚多少。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 经营与财务

- FY2027 营业利润 1,250 亿日元预测进度；
- 国内火力利用率与 JEPX/零售销售粗利；
- 澳洲资源价格和海外发电贡献；
- 稼働资产 ROIC、ROE 和非稼働资产占比；
- 有息负债与利息成本变化。

13.2 | 大型资本项目

- 大间核电监管、建设时间和追加成本；
- GENESIS 松岛及煤电转型经济性；
- 北九州响滩海上风电运营表现；
- 佐久间水力更新工期/回报；
- 美国、亚洲和澳洲项目投产/退出与减值。

13.3 | Power44 客户侧

- 法人小售电销售量与利润贡献；
- PPA / Virtual PPA 签约量；
- 环境价值长期合同；
- DR 和再生能源聚合容量；
- 24/7 CFE 是否从实证转成商业收入；
- 发电资产与零售客户之间的内部/市场定价机制。

13.4 | 资本回报

- 是否继续回购注销；
- 105 日元分红及未来总还原性向；
- 资产出售款如何再配置；
- 2030 年代 ROE 8%以上路径是否加速。

13.5 | Technical

- 4,514 历史近期高点突破质量；
- 3,800—4,000 回抽保留；
- 3,185 年内低点是否保持；
- 如果出现明显业绩/政策冲击，价格是否仍拒绝回到 2025 旧中心。

14 | Kabugami Score 评分卡

模块	权重	判断分	加权贡献	当前判断
财务韧性与下行防御	13	74	9.62	大型长期资产、自己资本比率约 37%、利息覆盖约 7 倍提供韧性；约 1.88 万亿有息负债和巨额持续 Capex 限制防守分。
竞争优势与结构耐	14	84	11.76	水力稀缺地点、跨

久性				区输电、风电/地 热开发、火力与海 外工程能力很难复 制；能源转型会让 部分传统资产价值 下降。
盈利质量、现金转 化与资本效率	17	60	10.20	稼働资产 ROIC 约 4.5%尚可，但 ROE 仅 4.3%，利 润受资产出售、减 值、燃料、电价和 汇率影响明显，整 体资本效率仍是核 心问题。
商业结构、产品、 客户与关键依赖	11	84	9.24	多元电源、送变 电、海外和客户侧 能源解决方案形成 完整能力链；政 策、燃料、资本市 场与大型项目执行 是关键依赖。
估值与安全边际	15	88	13.20	约 9.1 倍预测 PER、0.52 倍 PBR，对稀缺基础 设施和正在改善的 资本政策具有明显 估值缓冲；股价已 较 2020 低位大幅 重估，非极端底 部。
资本配置与股东回 报	10	80	8.00	约 200 亿日元低 PBR 回购并注销 3.7%股份、增 配、总还原性向和 资产轮换都很正 面；大型转型项目 仍可能吞噬改善成 果。
治理、所有权与管 理层	7	72	5.04	ROIC/ROE 指 标、hurdle rate 与治理框架改善， 资本效率进入正式 管理；气候转型投 资透明度争议和超 长周期项目监督仍 限制更高分。
Kabugami 技术 结构	13	84	10.92	2020—2026 年度 高低点和中心连续 上移，4,514 后回 撤仍保留在高位并 重回 4,200；长期 迁移强，但当前位 置已远离历史低 位。

总分	100		77.98	A
----	-----	--	-------	---

14.1 | 为什么是 A 而不是 A+

J-POWER 的资产稀缺性、估值安全边际、资本政策改善和长期 Technical 都很强。

限制更高评级的不是“公司没有好资产”，而是这些资产仍没有稳定转成足够高的 ROE；同时脱碳、核电和海外项目会继续消耗巨大资本并带来减值不确定性。

所以 A 代表：价值释放路径真实存在，价格仍有折价，但必须用多年资本效率兑现来证明。

15 | 来源与合规

15.1 | Compliance / 风险声明

本报告仅用于研究、信息整理和历史 Review 记录，不构成投资建议、投资招揽、买卖推荐、目标价、收益保证或适合任何特定投资者的个别意见。

本 Review 资料截止为 2026-09-19，并纳入 2026-09-18 刚发布的 J-POWER 集团统合报告书 2026 作为最新可得公司资料边界。Technical settled 观察使用 2026-09-18 东证完整交易日，不把 9 月 19 日非交易时点当成新 K 线。

Power44 临时电力方向仅作为 Open Discovery 起始 VOI 假设。由于 J-POWER 本身是发电与电力交易公司，研究自然深入法人零售/PPA/环境价值/DR，但这些内容没有得到额外 Score 权重，也没有改变 Coverage35、Technical、Synthesis、Routing 或公开报告结构。

Owner 月线图 attachment 3900 为本 Review 指定 Section 10 公开视觉权威。正式 HANDOFF 携带既有 Single Report Owner Media 控制，由 /owner-media/assign 同轮绑定；该图不是 Technical 唯一证据。

15.2 | 主要来源

1. J-POWER | 投资者关系主页

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

2. J-POWER | 2027 年 3 月期 Q1 决算短信 (2026-07-31)

<https://www.jpowers.co.jp/news/2026/07/news260731.html>

3. J-POWER | 决算・发表资料

<https://www.jpowers.co.jp/ir/library/presentation.html>

4. J-POWER | J-POWER グループ统合报告书 2026 (2026-09-18)

https://www.jpowers.co.jp/ir/library/integrated_report/

5. J-POWER | 2026 年 3 月期决算短信 (2026-05-12)

https://www.jpowers.co.jp/news/2026/05/news260512_2.html

6. J-POWER | 财务指标 (ROE、ROIC、D/E 等)

<https://www.jpowers.co.jp/ir/finance/indicators.html>

7. J-POWER | 中期经营计划 2024-2026

<https://www.jpowers.co.jp/ir/management/plan/>

8. J-POWER | 业务信息（电力/再生能源/火力/核电/海外）

<https://www.jpowers.co.jp/bs/>

9. J-POWER | 能源解决方案（法人小售电、环境价值、DR、聚合）

<https://www.jpowers.co.jp/bs/esb/>

10. J-POWER | 需求响应

<https://www.jpowers.co.jp/bs/esb/dr.html>

11. J-POWER | 24/7 CFE 企业 PPA 实证成功（2026-04-17）

https://www.jpowers.co.jp/news/2026/04/news260417_1.html

12. J-POWER / KDDI | 第三次风力 Virtual PPA（2026-04-21）

<https://www.jpowers.co.jp/news/2026/04/news260421.html>

13. J-POWER | 自社株回购完成（2026-03-25）

<https://www.jpowers.co.jp/news/2026/03/news260325.html>

14. J-POWER | 自社株消却（2026-04-30）

https://www.jpowers.co.jp/news/2026/04/news260430_2.html

15. J-POWER | 股东提案及董事会意见（2026-05-22）

<https://www.jpowers.co.jp/news/2026/05/news260522.html>

16. J-POWER | 大间核电事业

<https://www.jpowers.co.jp/bs/nuclear/>

17. J-POWER | 佐久间水力 NEXUS 更新开工（2026-07-06）

<https://www.jpowers.co.jp/news/2026/07/news260706.html>

18. J-POWER | 上ノ国绿色 GPU 数据中心（2026-08-17）

<https://www.jpowers.co.jp/news/2026/08/news260817.html>

19. Yahoo!ファイナンス | 9513 股价・估值・时序

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9513.T/history>

20. 株探 | 9513 长期年次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/9513/historical_prices/yearly/

21. Owner 提供 9513 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3900；依据 Power44 CURRENT MAP 已验证映射，正式 HANDOFF 携带既有 Single Report Owner Media 控制。

15.3 | 重要 Research Debt

- 统合报告书 2026 对各大型项目最新经济回报/资本分配拆分的更细粒度跟踪；
- 大间核电监管许可、总投资额、最终投产时间与投产后 ROIC；
- GENESIS 松岛、CCS、氢/氨等火力转型路径的单位成本与政策补贴依赖；
- 非稼働资产占比向 2030 年代约 10% 目标下降的年度路径；
- 各海外项目的项目级 IRR、退出纪律和未来减值风险；
- 国内法人小售电实际销售量、客户数、毛利与发电资产内部协同；
- PPA、环境价值、DR、聚合业务的收入/利润贡献；
- 2026 年度本业营业利润恢复中容量市场、JEPX/零售粗利、燃料价格各自贡献；
- 未来总还原性向下回购与分红的具体规模；
- 4,514 以上长期价格中心在一次系统性市场回撤中的保留能力。

这些 UNKNOWN 均保留为下一次 Review 入口，没有被假定成正面或负面事实。

Publication continuity：本轮形成 9513 的正式 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。