

9531 東京瓦斯株式会社（東京ガス / Tokyo Gas Co., Ltd.）

Kabugami V3.2 75.75/100 · A

这家公司是做什么的

东京燃气以首都圈城市燃气为基础，同时向家庭和企业销售电力，经营LNG采购与交易、国内发电和能源解决方案，并在北美持有天然气开发资产，在亚洲等地区开展能源和城市业务。

最近亮点

2027财年Q1销售6,734.4亿日元、同比+4.0%，营业利润554.1亿日元、同比-11.4%，经常利润495.6亿日元、同比-13.3%，归母净利润355.7亿日元、同比大幅下降主要因上年同期特殊收益基数高。公司维持…

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	5faa96fd78e7b80cddb2ec98a97104ff3358f532
评分版本	V3.2
发布源 SHA	4ba06d983dcbb464c2dd2146c338795891c43959
交付代码版本 SHA	4ba06d983dcbb464c2dd2146c338795891c43959
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	2026 年 3 月末城市燃气零售客户 886.1 万户、电力零售客户 433.7 万户，后者为新电力国内 No.1；2026 财年 OCF4,518.37 亿日元、FCF 约 2,449 亿日元。公司持续出售非核心资产，2026 年又推出上限 500 亿日元/1,200 万股回购，并把长期 LNG 采购、国内零售、发电与海外天然气连接成更灵活的组合。
最需要担心什么	2026 财年归母净利润 2,268.57 亿日元包含固定资产出售益 487 亿、投资有价证券出售益约 120 亿及汇兑换算调整勘定取崩益 680 亿，不能直接视为正常化盈利。2026 年度计划投资 4,777 亿日元，北美气价、原油、汇率、LNG 时滞与电力竞争都会影响利润；资产出售和回购若跑在真正 ROIC 提升前面，也可能只带来一次性每股改善。
Kabugami 现在怎么看	东京燃气这一轮最重要的变化不是“燃气公用事业变好了”，而是客户基盘、LNG 物流/交易、发电、电力零售、北美气源和资产循环开始被放进同一个资本效率框架里管理。Power44 专项确认电力零售已经不是边缘业务：433.7 万户客户和 2026 年度 2,849 亿 kWh 销售计划，使它成为燃气客户交叉销售、LNG/发电消化和客户生命周期价值的重要出口。真正需要验证的是，这个综合平台能否让 ROE/ROIC 稳定高于旧公用事业水平，而不是继续依靠原料费时滞、北美气价和地产/金融资产出售制造高利润年份。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：从区域燃气垄断遗产走向综合能源平台，资本效率能不能持续提高

东京燃气拥有一种少见的组合：

- 首都圈近 900 万燃气零售客户；
- 超过 430 万电力零售客户；
- LNG 长期采购、12 艘级船队与 4 个 LNG 基地；
- 国内火力/分散式能源和能源解决方案；
- 北美天然气生产与 LNG 价值链；

- 大量历史不动产与可出售资产。

过去，这些资产容易让公司变成“资本很多、回报一般”的传统公用事业。

现在管理层明确用 ROE、ROIC、资产出售、业务重组和回购推动资本效率。

因此本轮公司特有的投资问题是：

东京燃气能否把旧有城市燃气客户与基础设施的稳定性，转化为电力零售/LNG 交易/北美天然气/解决方案的增长平台，同时通过资产循环和大规模回购把集团长期 ROE 从传统公用事业水平稳定抬升，而不是只靠能源价格周期和一次性资产出售制造短期高 EPS。

01.2 | 当前答案：转型已经进入实绩阶段，但正常化回报仍需剔除一次性项目观察

2026 财年经营现金流达到 4,518 亿日元，足以覆盖 2,069 亿日元投资现金流，FCF 约 2,449 亿日元。

同一财年，公司用于股份回购的现金约 2,001 亿日元，同时继续偿还长期借款和增加分红。

这说明资本效率改革已经真实进入现金层面。

但 2026 财年归母净利润 2,269 亿日元被多项资产出售与汇兑相关特殊收益显著抬高；2027 财年 Q1 营业利润也同比下降 11.4%。

因此当前结论是：高质量转型方向已经成立，正常化盈利质量还需要在剔除资产出售/时滞后的 ROE、ROIC 和营业现金流中继续验证。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 核心不是输气管，而是客户入口与能源组合能力

东京燃气历史优势来自首都圈城市燃气客户、长期 LNG 采购和基础设施。

燃气网络业务本身具有区域基础设施属性，但集团已经把网络和零售拆分为不同经营边界；竞争性业务必须面对电力/燃气自由化后的客户选择。

真正能继续创造增量价值的，是利用现有客户、采购与技术能力卖更多能源和解决方案，而不是假设原有垄断结构永远不变。

02.2 | LNG 价值链是集团跨业务的共同底座

长期采购、船运、接收基地、储存、气化、批发、发电和零售共同构成东京燃气的 LNG 价值链。

2025 年公司与 Venture Global 签订 2030 年起 20 年、每年约 100 万吨、FOB 且无目的地限制的 LNG 采购安排；2026 年又与静冈燃气签订 2027 年起每年 5 船的长期销售合同。

这种灵活采购与转售能力的经济意义在于：

- 减少单一来源风险；
- 让 LNG 不仅服务自家燃气客户，也能用于交易和批发；
- 在国内需求结构变化时保留商流选择权。

但它仍然受到油价、Henry Hub、汇率、船运和时滞影响，不能把“有交易能力”直接当成无风险利润。

02.3 | 北美天然气已经从战略期权变成利润池

公司过去几年持续重组美国天然气资产，出售 Eagle Ford 部分权益并把资本集中到东德州/北路易斯安那等资产。

2026 年度经营计划明确把 Henry Hub 价格列为海外/页岩气业务的重要假设。

这说明北美业务已经足够大，能够显著影响集团利润，而不只是海外学习项目。

正面是利润池更分散；负面是集团盈利对美国天然气价格的敏感度上升。

02.4 | 城市开发与历史地产是资本来源，不应重复计成“免费隐藏资产”

东京燃气拥有大量历史土地和城市业务资产。

管理层正在通过资产出售和子公司重组回收资本，例如 2026 年把东京燃气租赁 80% 股权出售给静冈 FG。

这类资产的价值必须看“卖出以后钱怎么用”，而不是只把账外价值加入 SOTP 再忽略相应资本占用。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 燃气客户 886.1 万、电力客户 433.7 万，客户入口是真实规模优势

2026 年 3 月末，东京燃气披露城市燃气零售客户 886.1 万户，电力零售客户 433.7 万户；公司称后者为新电力国内 No.1。

这使东京燃气在家庭能源零售中具备非常大的交叉销售样本。

客户价值不只是一张电费单：燃气、电力、设备、住宅服务、节能、脱碳方案可以共享获客入口。

03.2 | Power44 专项：电力零售不是附带业务，而是客户基盘再利用

2026 年度公司计划电力销售 284.9 亿 kWh。

9 月与三井不动产住宅签订合作，面向关东约 38 万名“三井のすまい LOOP”会员推广燃气/电力，说明客户获取仍在主动扩展。

Power44 的关键不是东京燃气“也卖电”，而是：

电力把原本只有燃气关系的家庭变成多产品客户，并为 LNG 采购与发电组合增加最终需求出口。

如果交叉销售能降低获客成本、提高留存，这会形成比单纯价格竞争更好的客户经济性。

目前公开资料仍不足以精确分拆燃气+电力双重客户的留存率、ARPU 和单位获客成本，因此不把这部分协同估计成确定数字。

03.3 | 电力零售仍是竞争市场，不是燃气网络垄断的自然延伸

东京燃气电力虽然规模大，但客户可以切换到东京电力、ENEOS、其他新电力或企业 PPA。

电力销售的护城河来自：

- 品牌与既有客户接触；
- 燃气+电力组合；
- 大规模采购和发电；

- 一站式设备/节能服务；
- 风险管理和供给能力。

这些能力都需要通过客户留存和单位利润来证明，而不能只靠合同数。

03.4 | 供应链核心是 LNG 来源与价格公式多样化

LNG 采购地、油价联动/美国气价联动、FOB/DES、目的地限制和期限结构共同决定原料风险。

公司通过美国 LNG、传统亚洲/澳洲等来源和自有船队降低单点风险。

但在能源危机年份，多样化只能降低风险，不能消灭全球价格上行。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 东京燃气同时面对东京电力、大阪燃气式综合竞争和新电力竞争

燃气与电力自由化以后，传统区域边界弱化。

东京燃气进入电力，电力公司也进入燃气和生活服务。

竞争优势因此从“区域许可”转向：

- 客户基盘；
- 采购规模；
- 发电与燃料组合；
- 品牌与服务网络；
- 风险管理；
- 企业脱碳解决方案。

04.2 | 供给灵活性正在变成比单纯规模更重要的竞争变量

电价波动、数据中心负荷增长和再生能源波动，使客户越来越需要稳定供电、PPA、CGS 和调节能力。

东京燃气通过 TGES 推进数据中心燃气 CGS、PPA 和能源服务，说明其竞争边界正在从“卖气/卖电”转向“帮客户解决供能约束”。

这种能力如果能形成高附加值长期合同，盈利质量会高于标准化零售；目前仍需更多分部利润和续约数据验证。

04.3 | 静冈燃气等地方燃气公司同时可能是竞争者和批发客户

2027 年起东京燃气每年向静冈燃气销售 5 船 LNG，并成为其主要供应商之一。

这说明全国竞争格局不是简单零和：东京燃气的 LNG 采购/贸易规模能够把同行转成批发客户。

05 | 护城河判断

05.1 | 客户基盘+LNG 基础设施+采购/交易能力构成高强度组合壁垒

东京燃气的护城河不是单一管道。

更准确地说，它来自：

- 886 万燃气客户和 434 万电力客户；
- 140 年品牌与安全运营经验；
- LNG 基地、船队、长期合同；
- 网络/设备/工程技术；
- 国内发电与批发能力；
- 北美气源与国际 LNG 贸易；
- 首都圈住宅和企业客户接触。

竞争者可以复制其中一部分，但同时复制全部组合需要大量资本、监管经验和长期客户关系。

05.2 | 传统燃气需求下降是护城河的长期侵蚀项

节能、人口结构、建筑效率和电气化会压低单位燃气需求。

公司 2026 年已因成本上升与燃气销售量下降决定调整部分燃气费率。

因此护城河必须通过电力、解决方案和海外利润转化为新经济租金，否则旧燃气资产的高稳定性会逐渐变成低增长资本负担。

05.3 | 当前判断：护城河很强，但必须从“客户保有”升级为“资本回报”

东京燃气几乎不需要证明自己能活下来。

它真正需要证明的是：这些壁垒能不能持续创造高于资本成本的 ROIC。

这也是本轮评分没有把“规模大”直接换成 90 分以上的原因。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2026 财年现金流质量很强

2026 财年：

- 营业现金流 4,518.37 亿日元；
- 投资现金流-2,069.34 亿日元；
- 简单 FCF 约+2,449 亿日元；
- 财务现金流-2,963.37 亿日元；
- 期末现金及现金等价物约 1,870.43 亿日元。

与 2025 财年营业现金流 3,631.2 亿相比，经营现金流同比增加 24.4%。

现金层面的改善是真实的。

06.2 | 但 2026 财年净利润不能直接当正常化盈利

2026 财年销售 2.8347 万亿日元、营业利润 1,976.77 亿、经常利润 1,937.01 亿、归母净利润 2,268.57 亿。

净利润大幅超过营业利润的重要原因包括：

- 固定资产出售益约 487 亿；
- 投资有价证券出售益约 120 亿；

- 汇兑换算调整勘定取崩益约 680 亿；
- 同时存在约 302 亿减值损失。

这些项目对资本回收有真实意义，但不是每年重复的营业盈利。

因此估值和 ROE 要同时看正常化经营利润与资产循环成果。

06.3 | 2027 财年 Q1 再次显示能源利润具有周期/时滞波动

Q1 销售同比+4.0%，营业利润同比-11.4%，营业利润率从 9.7%降到 8.2%。

海外利润改善，但 Energy Solution 利润下降，气温、原料价格和时滞继续影响季度表现。

公司全年仍预计营业利润 1,860 亿、经常利润 1,730 亿、归母净利润 1,370 亿。

这意味着 2026 财年高净利润不是新的稳定基线。

06.4 | 资产负债表可承受大投资，但资本纪律不能放松

2026 财年末总资产约 3.892 万亿日元、净资产约 1.797 万亿；Q1 末总资产约 3.869 万亿、自己资本比率约 44.6%。

这是一张有韧性的资产负债表，但不是净现金公司。

2026 年度仍计划投资 4,777 亿日元，扣除投融资回收和资产出售后的净投资约 4,145 亿。

如果未来 ROIC 不能同步提高，大体量投资会重新拉低资本效率。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 治理结构已经明显市场化

东京燃气采用指名委员会等设置公司结构。

截至 2026 年 6 月 26 日，董事 9 人，其中 6 人为独立社外董事；6 名社外董事全部按交易所标准登记为独立董事。

董事会主要承担经营方针决定与执行监督，并把重要业务执行委托给执行役。

从形式结构看，独立性较强。

07.2 | 真正重要的是资本配置行为已经改变

公司过去长期被市场质疑资产效率偏低。

近年的动作包括：

- 出售部分海外/金融/不动产资产；
- 出售东京燃气租赁 80%股权；
- 大额回购并注销股份；
- 把 ROE/ROIC 写进经营计划；
- 继续扩大股息。

这些行为比治理文件本身更能证明董事会对资本效率的响应。

07.3 | 治理下一阶段要证明“增长投资不会抵消资产改革”

未来三年能源、北美、解决方案仍需要巨额投资。

如果一边卖旧资产、回购股份，一边以低 ROIC 收购/新建新资产，改革就会被抵消。

所以真正的治理指标是项目后评估、资产退出速度和 ROIC。

08 | 资本政策

08.1 | 回购与注销力度已经进入日本大型公用事业的高强度区间

2025 年 10 月批准的回购上限为 2,000 万股、800 亿日元；截至 2026 年 2 月底累计回购约 1,139.1 万股、747.76 亿日元。

随后公司注销了大量库存股。

2026 年 4 月 28 日，公司又批准上限 1,200 万股、500 亿日元的新回购，约相当于当时流通股 3.6%，执行期至 9 月 30 日。

连续两轮回购证明每股资本效率改善是当前资本政策的重要组成部分。

08.2 | 分红同步上升

2025 财年每股分红 80 日元，2026 财年 110 日元，2027 财年计划 120 日元。

当前股息率约 1.9%，不算高股息股。

真正的股东回报来自“分红 + 回购 + 资产出售 + 盈利增长”的组合，而不是单独靠股息。

08.3 | 资产循环比简单缩表更重要

公司一方面出售低效率/非核心资产，一方面把资本投向北美天然气、电力供给力、解决方案和城市业务。

这不是“越少资产越好”，而是把资本从低 ROIC 资产迁移到更高回报用途。

本轮高分来自资本政策已经有真实现金行动；未来若新投资回报低于目标，评分会下降。

09 | 估值与安全边际

09.1 | PBR 已经从深折价修复到约 1.21 倍

9 月 18 日收盘 6,309 日元，对应预测 PER 约 15.29 倍、PBR 约 1.21 倍。

这与过去长期低于 1 倍 PBR 的东京燃气已经不是同一估值状态。

市场正在给资本效率改革、北美增长和回购更多信用。

09.2 | 15 倍预测 PER 合理，但已经需要盈利兑现

预测 EPS 约 412.7 日元。

如果 FY2027 归母净利润 1,370 亿能够正常实现且资产出售依赖下降，15 倍并不夸张。

但如果正常化 ROE 仍回到 8% 左右、ROIC 只有 4%—5%，再估值空间就会显著小于过去从 0.6—0.8 倍 PBR 修复到 1 倍的阶段。

09.3 | 当前安全边际来自质量，不再来自绝对便宜

现在最重要的下行保护是：

- 稳定燃气客户与网络；
- 大型电力客户盘；
- LNG 资产和采购能力；
- 正 FCF；
- 可出售资产；
- 主动回购。

但这些已经部分被股价计入。

所以当前更像“高质量公司等待回报率继续改善”，而不是“极端低估资产股”。

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：四年连续抬升后的 2026 深回抽，是高位失速还是新长期状态的第一次真正压力测试

东京燃气的长期价格史在 2021 后发生了清晰变化。

2021 年价格低至约 1,854 日元，随后：

- 2022 年收盘约 2,585 日元，全年涨约 25%；
- 2023 年收盘约 3,238 日元，再涨约 25%；
- 2024 年收盘约 4,370 日元，涨约 35%；

- 2025 年收盘约 6,205 日元，涨约 42%。

这是连续多年的价格重心抬升，不是一根短期脉冲。

2026 年又一度冲到 7,967 日元，但 8 月最低回到 5,876，9 月 18 日收 6,309。

因此本轮 Technical Question 是：

2022—2025 形成的长期迁移是否仍然有效，还是 2026 年 7,967 日元已经成为高位过冲，价格正在重新回到旧状态。

10.2 | Chart Truth：旧的 2,000—3,000 日元运行时代已经明显失去控制

2019—2021 价格大体围绕 2,000—3,000 日元波动，2021 低点 1,854。

从 2022 开始，年度低点和收盘连续抬升：

- 2022 低 2,064；
- 2023 低 2,429；
- 2024 低 2,961；
- 2025 低 4,012；
- 2026 截至 9 月低 5,876。

每年低点都高于上一年，是非常强的长期结构证据。

10.3 | Center / Memory：价格重心从 2,000 附近迁移到 6,000 附近

2022—2025 不仅高点上升，年度收盘也连续从 2,585 → 3,238 → 4,370 → 6,205。

这说明新状态并非一次性高点，而是实际停留和收盘位置持续上移。

长期均衡记忆已经明显离开旧低位区域。

10.4 | 2026 的 7,967 更像高能量扩张，真正关键是回抽位置

2026 年 3 月价格冲到 7,967，随后最低回撤到 5,876，较高点约回撤 26%。

这是一轮足以检验新状态的实质回抽。

重要的是：5,876 仍明显高于 2024 高点 4,637，也接近 2025 主要高位运行区间和年末 6,205。

所以这轮回撤尚未把价格重新吸回 2023—2024 旧区间。

10.5 | Return Topology：回到 2025 上沿附近后开始重新稳定

8 月见 5,876 后，9 月价格重新回到 6,000—6,500 附近；9 月 18 日收 6,309。

这意味着 3 月高点没有被完全保留，但回抽后的重组仍然发生在过去四年显著更高的位置。

当前最重要的技术事实不是“离 7,967 还有多远”，而是旧状态能否把价格重新吸回 4,000—5,000。到目前为止，它还没有做到。

10.6 | Envelope：上行速度明显降温，但长期低点序列仍完整

2022—2025 属于连续扩张阶段；2026 则出现冲高、深回撤、横向重组。

动量已经从“持续加速”转为“高位消化”。

但只要 5,800 附近以及 2025 高位区继续保持，长期上移结构仍然成立。

10.7 | 事件响应：资本改革与高利润被市场提前重估，Q1 减益没有把价格打回旧区间

2025—2026 市场持续看到资产出售、大额回购、利润修复和新中期计划，价格从 4,000 级快速升到 7,000 级。

2026 年 Q1 营业利润同比下降 11.4% 以后，股价并没有重新跌回 2024 的 4,000 级，而是仍在 6,000 附近组织。

这属于 Price-resilient / Price-led after rerating：价格已经提前给资本效率改革较高信用，当前处于验证期。

事件本身不是 Technical 证据；这里使用的是事件之后的实际回撤和保留。

10.8 | Failed Pulse Memory：未来最危险的不是小回调，而是重回 5,000 以下

如果 5,800—6,000 被反复守住，2026 高点更像新状态的首次过度扩张。

如果跌破 5,800 后继续回到 5,000 以下、甚至重新进入 4,000 级，说明 2025—2026 的高位重估可能正在被旧状态重新吸收。

因此未来 Technical falsification 很清晰。

10.9 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State 定义为：

2021 低点以来，年度低点与收盘连续四年以上抬升，价格重心已经从约 2,000 日元迁移到 6,000 日元级；2026 年 7,967 后的 26% 左右深回抽显著削弱短期动量，但回撤低点仍停在 2025 高位区域并远高于 2024 旧区间，说明新长期状态仍在控制。当前属于“已完成主要迁移后的首次高位压力测试”，而不是早期突破。

Technical Confidence：HIGH。

10.10 | 下一次最有信息价值的价格证据

重点观察：

- 5,876 附近再次回抽时能否继续守住；
- 6,000—6,300 是否形成可重复运行区间；
- 6,500 以上停留时间能否恢复；
- 7,000—7,967 重新突破后是否回抽不破 6,500；
- 若跌回 5,000 以下并长期停留，需重新评估 2022—2025 迁移质量。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 能源价格与时滞

LNG、原油、Henry Hub 与汇率会影响采购和海外利润。

燃气原料费调整存在时滞，因此单季度利润可能与当期现货价格方向不同。

11.2 | 北美天然气周期

北美页岩气已经成为利润驱动之一。

Henry Hub 上涨可提高利润，也可能抬高资产估值和资本开支；价格下跌则直接压缩盈利。

11.3 | 国内燃气结构性需求下降

节能、人口、电气化与建筑效率会减少单位燃气需求。

未来必须靠电力、解决方案和海外填补旧业务自然收缩。

11.4 | 电力零售竞争

433 万客户规模很强，但客户可切换。

如果竞争导致获客成本上升或单位电量利润下降，规模本身不能保证高 ROIC。

11.5 | 大额投资回报

2026 年度投资计划 4,777 亿日元。

北美、电力、解决方案和城市业务若投资回报低于资本成本，会抵消回购和资产出售带来的每股改善。

11.6 | 资产出售收益不可重复

FY2026 净利润包含大量固定资产、证券与汇兑特殊收益。

若投资者把这些利润机械外推，估值会被低估。

11.7 | 政策与碳转型

e-methane、氢、CCUS、再生能源、燃气基础设施均受政策与技术成本影响。

天然气作为转型燃料的角色可能延长，也可能在更快电气化情境下受到压缩。

11.8 | 正面催化剂

- FY2027 营业利润 1,860 亿按计划兑现；
- 正常化 ROE 持续超过 8%并向中期 9%目标靠近；
- 电力客户与双能源客户继续增长；
- LNG 交易/静冈燃气等外售扩大；
- 北美天然气在可控资本下贡献稳定现金；
- 资产出售后的资本继续用于回购/高 ROIC 项目；
- 2026 回购完成并进一步注销股份；
- 股价在 5,800—6,300 形成稳定平台后重新突破 7,000。

12 | 反常识发现

12.1 | Power44 最重要发现：东京燃气卖电的价值不在电费毛利本身

433.7 万电力客户已经让东京燃气成为日本最大的“新电力”之一。

但真正更有价值的是，这些客户大多建立在原有燃气客户、品牌、门店和设备服务网络上。

因此电力零售的战略意义是重新使用历史客户获取成本，并给 LNG 采购、发电与脱碳解决方案提供最终需求出口。

12.2 | 资产出售不是“缩小公司”，而是给 ROIC 重新定价

过去东京燃气有大量低流动性地产、交叉持股和非核心资产。

把这些资产卖掉、再回购低估股份或投入高回报业务，会同时改变分子和分母：利润可能短期减少，但每股资本效率可以提高。

所以评价资产出售不能只看一次性利润。

12.3 | 2026 财年 ROE13.2%并不是新的正常化 ROE

FY2026 归母净利润含多项大额特殊收益。

公司自己 2026 年度经营计划给出的 ROE 目标只有 8.0%，中期目标约 9%。

这说明管理层也没有把 13%直接当成可持续基线。

12.4 | 北美气源与日本 LNG 交易正在形成同一条价值链

美国长期 LNG 采购采用 FOB 且无目的地限制，日本又开始对地方燃气公司做长期外售。

这意味着北美/美国 LNG 不只是“海外分部”，而是可以与日本客户、交易和批发连接。

如果商流真正打通，集团的地域分类会越来越不能解释经济价值。

12.5 | Technical 已经从“低位修复”进入“高位状态验证”

东京燃气当前不是等待月线金叉的底部股票。

2022—2025 已经完成大幅价格重心迁移，2026 的研究重点反而是：第一次深回抽能否留下一个更高、可重复的新长期状态。

这使当前投资问题从“便宜会不会重估”变成“重估后基本面能否跟上”。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | Power44 零售与客户经济

- 电力零售客户数、燃气客户数与双能源客户渗透；
- 电力销售量与单位利润；
- 客户流失/续约率；
- 三井不动产等新渠道实际转化；
- 高压/低压客户结构；
- PPA、环境价值与解决方案收入占比。

13.2 | LNG 与海外

- Venture Global 长期 LNG 合同的最终经济性；
- 静冈燃气每年 5 船合同开始后的交易收益；
- Henry Hub 敏感度；
- 北美页岩气产量、单位成本和资本开支；
- 资产出售与新收购的 ROIC。

13.3 | 财务与资本效率

- FY2027 营业利润 1,860 亿完成度；
- 剔除原料费时滞与特殊收益后的正常化利润；
- OCF 与净投资覆盖率；
- ROE/ROIC；
- 500 亿回购实际完成规模与注销；
- 政策持股/非核心资产进一步出售；
- 2026—2028 投资的项目回报。

13.4 | 国内能源与政策

- 2026 年 10 月燃气费率调整后的客户反应；
- 燃气销售量结构性下降速度；
- 电力供给力扩充；
- e-methane、氢、CCUS 成本与政策；
- 数据中心电源解决方案商业转化。

13.5 | Technical

- 5,876 低点；
- 6,000—6,300 新平台质量；
- 6,500 上方停留；
- 7,000—7,967 再挑战；
- 跌回 5,000 以下时是否出现长期状态降级。

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	78	10.14	FY2026 OCF4,518 亿、FCF 约 2,449 亿，自己资本比率约 44%，现金生成强；但集团仍高度资本密集并持续进行 4,000 亿级年度投资。
竞争优势与结构耐久性	14	82	11.48	886 万燃气客户、434 万电力客户、LNG 基地/船队/采购、网络与工程能力形成强组合壁垒；燃气需求下降和零售竞争是长期侵蚀项。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	67	11.39	经营现金流强，但 FY2026 净利润被资产出售/汇兑特殊收益显著抬高，Q1 营业利润回落，正常化 ROE/ROIC 仍需验证。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	88	9.68	燃气、电力、LNG 交易、发电、解决方案与海外气源形成高度完整的客户—供应链；规模与选择权都强，但商品价格/政策依赖无法

				消失。
估值与安全边际	15	60	9.00	约 15.3 倍预测 PER、1.21 倍 PBR 合理但已不便宜，过去深折价重估已发生；安全边际主要来自业务质量和资本回报，而非账面折价。
资本配置与股东回报	10	85	8.50	连续大额回购、注销、增配与非核心资产出售是实质性改革；风险是未来巨额增长投资若 ROIC 偏低，会重新稀释改革效果。
治理、所有权与管理层	7	83	5.81	9 名董事中 6 名独立社外董事、指名委员会等设置公司，且资本效率改革已进入现金行动；未来项目后评估仍是关键。
Kabugami 技术结构	13	75	9.75	2022—2025 连续多年高低点与收盘抬升，2026 深回抽仍停在显著更高区域；短期动量降温，但长期迁移尚未破坏。
总分	100		75.75	A

14.1 | 为什么是 A

东京燃气已经具备 A 档最重要的几项条件：强客户基盘、强现金流、真实组合壁垒、主动资本效率改革，以及已经完成长期价格重估的 Technical 结构。

限制分数继续上升的不是公司会不会生存，而是：

- 正常化 ROE/ROIC 仍低于顶级复利企业；
- FY2026 净利润特殊收益较多；
- 估值已经从深折价修复；
- 新一轮巨额投资需要证明回报。

所以当前 A 代表质量与改革都被证明到相当程度，但未来回报取决于正常化资本效率继续提高，而不是继续靠低 PBR 重估。

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。最新完整财务信息使用 2026-07-30 发布的 2027 财年 Q1；2026-09-15 发布的 Integrated Report 2026 及 9 月公开公司事件用于补充治理、资本和业务方向。Technical settled 观察使用 2026-09-18 完整东证交易日收盘 6,309 日元，不使用 9 月 19 日周六不存在的新 K 线。

Power44 临时电力方向仅作为 Open Discovery 起始 VOI 假设。由于电力零售已达到 433.7 万客户、并与燃气客户、LNG 采购、发电及解决方案直接连接，本轮自然把零售客户经济放进核心投资问题；没有给电力业务增加 Score 权重，也没有改变 Coverage35、Technical、Synthesis、Score、Routing 或 00—15 结构。

Owner 月线图 attachment 3903 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，由现有 /owner-media/assign 同轮完成 Review-specific 绑定；该图用于公开视觉，不是 Technical 唯一证据。

15.2 | 主要来源

1. 東京ガス | IR 首页 / 2027 财年 Q1 与 2026 Integrated Report

<https://www.tokyo-gas.co.jp/IR/index.html>

2. 東京ガス | 2027 年 3 月期第 1 四半期決算短信

https://www.tokyo-gas.co.jp/IR/library/earn_j.html

3. 東京ガス | 2027 年 3 月期 Q1 決算说明资料/Q&A

https://www.tokyo-gas.co.jp/IR/library/document_j.html

4. 東京ガス | Integrated Report 2026

https://www.tokyo-gas.co.jp/IR/library/anurp_j.html

5. 東京ガス | 2026 年度集团经营计划 (ROE8.0%、ROIC4.8%、投资 4,777 亿)

<https://www.tokyo-gas.co.jp/news/press/20260325-04.html>

6. 東京ガス | 快速了解东京燃气 (燃气 886.1 万、电力 433.7 万客户)

https://www.tokyo-gas.co.jp/IR/manage/digest_j.html

7. 東京ガス | 2026 年 3 月期決算短信 / 现金流

<https://www2.jpx.co.jp/disc/95310/140120260427512335.pdf>

8. 東京ガス | 股票状况 / 股份数

https://www.tokyo-gas.co.jp/IR/stock/stock_j.html

9. 東京ガス | 治理方针 (2026-06-26 董事 9 名/独立社外 6 名)

https://www.tokyo-gas.co.jp/IR/gvnnc/policy_j.html

10. 東京ガス | 2026-04-28 新一轮回购 (上限 1,200 万股/500 亿日元)

<https://www.tokyo-gas.co.jp/IR/support/list.html>

11. 東京ガス | 2026-05-08 与静岡燃气长期 LNG 销售合同

<https://www.tokyo-gas.co.jp/news/press/20260508-01.html>

12. 東京ガス | Venture Global 美国 LNG 长期采购 (2030 起 20 年、100 万吨/年、FOB)

<https://www.tokyo-gas.co.jp/news/press/20251126-01.html>

13. 東京ガス | 2026-09-01 与三井不动产住宅电气/燃气销售合作

<https://www.tokyo-gas.co.jp/news/press/20260901-01.html>

14. 東京ガス | 2026-04-27 燃气费率调整

<https://www.tokyo-gas.co.jp/news/press/20260427-03.html>

15. 東京ガス | 2026-03-25 海外 biomethane 工业客户供应

<https://www.tokyo-gas.co.jp/news/press/20260325-03.html>

16. 東京ガス | 2026-01-30 东京燃气租赁 80%股权出售

<https://www.tokyo-gas.co.jp/news/press/20260130-03.html>

17. 東京ガス | 2025-02-21 Eagle Ford 资产出售/北美资产集中

<https://www.tokyo-gas.co.jp/news/press/20250221-01.html>

18. Yahoo!ファイナンス | 9531 2026-09-18 价格/估值/时序

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9531.T/history>

19. 株探 | 9531 长期价格历史

https://s.kabutan.jp/stocks/9531/historical_prices/yearly/

20. Owner 提供 9531 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3903；依据 Power44 CURRENT MAP 明确映射，正式 HANDOFF 携带既有 Single Report Owner Media 控制。

15.3 | 重要 Research Debt

- 433.7 万电力客户中燃气+电力双重客户占比、续约率和单位获客成本；
- 家庭/法人电力零售单位毛利与价格竞争弹性；
- LNG 长约不同价格公式、期限、FOB/DES 与实际交易利润；
- 北美天然气资产的单位生产成本、hedge 覆盖和 Henry Hub 盈亏敏感度；
- Energy Solution 分部剔除原料费时滞后的正常化利润；
- 2026—2028 各投资项目真实 ROIC 与退出纪律；
- 2026 年 500 亿回购最终完成规模与注销进度；

- 政策持股和低效率不动产进一步削减的规模；
- 数据中心/CGS/PPA 等解决方案的合同利润率与资本占用；
- 5,876—6,300 高位回抽区域能否在下一次市场冲击中继续保持。

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 9531 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。