

9532 大阪瓦斯株式会社（大阪ガス / Osaka Gas Co., Ltd.）

Kabugami V3.2 77.47/100 · A

这家公司是做什么的

大阪燃气以关西城市燃气为传统基础，同时销售电力、经营天然气火力和LNG，在美国拥有上游天然气和Freeport LNG权益，并通过不动产、IT、材料等Life & Business Solutions业务形成多元利润来源。

最近亮点

2027财年Q1销售4,780.07亿日元、同比+1.5%，营业利润313.09亿日元、同比-34.3%，经常利润502.48亿日元、同比-15.3%，归母净利润356.8亿日元、同比-26.5%。公司维持营业利润1,500亿、经常利润1,900亿。

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	4ba06d983dcbb464c2dd2146c338795891c43959
评分版本	V3.2
发布源 SHA	fa3feaa75a8933888d8a8f7aff98abd2a31ebbf1
交付代码版本 SHA	fa3feaa75a8933888d8a8f7aff98abd2a31ebbf1
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	2026 财年营业利润 1,748.09 亿、经常利润 2,045.22 亿、归母净利润 1,527.51 亿，经营现金流 3,407.4 亿、FCF 约 989 亿。海外能源由 Freeport LNG 和美国 Sabine 上游等推动增益；姬路天然气发电站投运扩大国内电力供给。资本政策强：上一轮 700 亿回购实际几乎用满并回购 1,470.53 万股后全数注销；2026 年 5 月又启动上限 800 亿/2,800 万股回购。
最需要担心什么	国内能源盈利仍明显受原料费调整时滞、发电站投运成本及气电竞争影响；海外能源增加了 Henry Hub、Freeport 运营、汇率、资源开发和项目执行风险。2026 年度投资计划 3,200 亿日元，Browse 权益、北美和 e-methane 等扩张会继续占用资本。股价 2025 年上涨 56.9%、2026 又涨约 11.8%，低 PBR 重估已发生很大一段。
Kabugami 现在怎么看	Daigas 本轮最值得研究的不是“燃气公用事业是否稳定”，而是国内客户/电力、海外天然气/LNG 和非能源业务能否共同把集团资本回报长期维持在 5% ROIC/8%+ ROE 以上。Power44 专项确认，电力不是附带业务：2026 年度电力销售计划 209.32 亿 kWh、同比计划+26.1%，新姬路天然气发电能力和零售套餐让燃气客户基盘可以被二次利用。与此同时，公司把传统现金流通过回购注销和海外资源投资重新配置。当前最大反证是国内能源利润仍会被原料时滞和新资产成本显著波动，说明“多利润池”还没有完全消除能源周期。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：多利润池能否把传统公用事业资本回报稳定抬高

大阪燃气的经济系统已经分成三块：

- 1. 国内能源：城市燃气、电力、LNG、发电与解决方案；
- 2. 海外能源：美国天然气上游、Freeport LNG、澳洲等资源与能源资产；
- 3. Life & Business Solutions：不动产、IT、材料等。

传统燃气业务提供客户、基础设施和现金流；海外能源提供增长和商品价格暴露；LBS 提供与能源周期不同的利润来源。

因此本轮公司特有的投资问题不是“关西燃气需求会不会少一点”，而是：

Daigas 能否把三块业务组合成持续 $ROIC \geq 5\%$ 、 $ROE \geq 8\%$ 的资本配置系统，同时利用电力零售和发电扩大国内客户价值、用海外气源/LNG 增强能源组合，并避免资源投资把传统公用事业的稳定资产负债表重新变成高波动资源公司。

01.2 | 当前答案：资本回报和股东回报已经明显改善，但利润稳定性仍有周期性

2026 财年 $ROIC$ 约 5.8%、 ROE 约 8.7%，都已经达到或超过公司中期大致目标区间。

经营现金流 3,407 亿日元，对比投资现金流-2,419 亿，现金覆盖力良好。

同时，公司上一轮 700 亿日元回购几乎全额执行并注销，下一轮 800 亿回购又开始实施。

这说明资本改革不是口号。

但 2027 财年 Q1 营业利润同比下降 34.3%，营业利润率从 10.1% 降到 6.5%，说明国内能源的原料时滞、发电成本与能源市场仍会明显改变季度利润。

所以当前应定义为：多利润池与资本效率改革已成立，正常化利润的稳定性仍需继续验证。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 国内能源仍是现金底座

大阪燃气在关西拥有约 511 万燃气供给件数（2025 年 3 月末），并经营城市燃气制造、供应、销售、LNG、LPG、工业气体、发电和电力零售。

区域燃气基础设施提供稳定需求与客户关系，但自由化后零售端并非不可竞争。

关西电力也进入燃气，其他新电力参与电力，因此客户价值需要通过组合商品、价格和服务维持。

02.2 | 电力把燃气客户基盘变成第二条收入曲线

2026 年度公司计划电力销售 209.32 亿 kWh，同比计划增长 26.1%，远高于燃气销售计划 1.4% 的增长。

姬路天然气发电站 1 号机 2026 年 1 月商业运行，2 号机也按计划推进；公司以天然气火力为主要电源，并叠加 FIT/再生能源和非化石证书。

因此 Power44 专项对 Daigas 是实质性问题：电力零售与发电正在成为国内能源增长的主要出口，而不只是燃气客户套餐附属品。

02.3 | 海外能源已经成为利润引擎

2026 财年海外能源增益的重要来源包括美国 Freeport LNG 和 Sabine 上游业务。

这些资产让 Daigas 从日本 LNG 进口商变成海外天然气生产/LNG 液化价值链参与者。

9 月 18 日，公司又签约收购西澳 Browse 盆地气田群 5% 权益；JOGMEC 计划与大阪燃气澳洲共同出资相关持股公司。

这能够增加长期气源选择，但在最终开发、资本需求、监管和JV协调方面仍存在不确定性。

02.4 | LBS 是集团“非能源周期”缓冲层

不动产、信息处理、精细材料与碳材料等业务不会完全同步于LNG价格和气温。

这类业务的价值在于平滑集团利润，并提供可出售/重组资产。

但多元化只有在各业务 ROIC 高于资本成本时才有意义；单纯“业务很多”不是护城河。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 燃气客户基盘仍然是获客资产

511 万燃气供给件数意味着 Daigas 拥有长期账单关系、品牌、维修/设备接触和家庭数据入口。

电力、互联网及生活服务可以复用这个入口，降低部分新增客户获取成本。

公开资料尚不足以精确拆分燃气+电力双契约率、客户终身价值和渠道 CAC，因此这些协同只作机制判断，不虚构数字。

03.2 | Power44：电力增长来自“客户+电源”两端同时扩张

仅靠转售市场电力，零售业务容易受到采购价波动。

大阪燃气同时拥有/持有发电能力，并继续建设高效率天然气火力，这使零售端拥有更深的物理供给底座。

2026 年度电力销售量计划+26.1%，是当前国内能源中最明显的量增长。

03.3 | LNG 供应链是国内与海外共同的底层能力

Daigas 长期参与 LNG 采购、运输、接收与燃气供应，也通过 Freeport 等项目参与液化。

这使集团既是买方也是海外项目投资方。

好处是信息、商流和气源选择更多；风险是上游、液化、船运、汇率和日本需求变化会同时进入集团资产负债表。

03.4 | 最新 Browse 权益体现“供应安全+资源投资”双重逻辑

Browse 由 Brecknock、Calliance、Torosa 三个海上气田组成。

5%权益若最终完成，可增加澳洲长期天然气/LNG 资源敞口。

但目前交易仍需监管及JV伙伴批准，项目开发经济性、资本开支与投产时间也未完全锁定。

所以本轮把它保留为资源期权，不提前计入确定盈利。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 关西市场的核心对手是关西电力

燃气和电力自由化使大阪燃气与关西电力形成双向竞争：

- 大阪燃气抢电力客户；
- 关西电力抢燃气客户。

因此客户争夺从单一能源价格转成燃气+电力+服务组合。

04.2 | 大型客户的脱碳需求让解决方案能力更重要

企业客户不仅买气或电，还需要 PPA、非化石证书、节能、CGS、e-methane 与未来 CCS。

大阪燃气已经在海外 biomethane、e-methane 和 CCS 链条进行商业/技术验证。

如果这些能力形成长期合同，利润质量有机会高于普通零售；目前仍处于部分商业化、部分早期阶段。

04.3 | 海外竞争比国内更资本密集

Freeport、美国上游与澳洲资源项目面对全球油气公司、LNG 项目和资源资本竞争。

大阪燃气的优势是日本买方需求与长期运营经验，劣势是相对于全球 majors 规模更小。

因此海外扩张必须更重视项目经济性，而不是追求资源吨位。

05 | 护城河判断

05.1 | 国内客户与基础设施形成强但非绝对壁垒

关西燃气网络、客户关系、品牌、维修体系和长期 LNG 能力非常难复制。

但零售自由化意味着价格与套餐竞争真实存在。

所以护城河强度来自“综合服务+供给能力”，而不是法律意义上的永恒独占。

05.2 | 海外能力让护城河从区域基础设施扩展为全球能源组合

Freeport 和美国上游已经贡献利润，Browse 又增加潜在澳洲资源。

如果这些资产能在不同商品周期下互补，Daigas 会比纯日本公用事业更具盈利弹性。

反过来，如果资源价格同时下行，多元化也可能只是把区域稳定性换成全球周期性。

05.3 | 当前判断：护城河高，资本配置质量决定最终价值

大阪燃气已经具备高强度客户/基础设施/采购壁垒。

未来股东回报的主要差异不再由“能不能卖气”决定，而由新增投资 ROIC、资产退出和股份回购纪律决定。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2026 财年盈利与现金流同步强

2026 财年：

- 销售 2.0303 万亿日元；
- 营业利润 1,748.09 亿；

- 经常利润 2,045.22 亿；
- 归母净利润 1,527.51 亿；
- OCF3,407.4 亿；
- 投资 CF-2,418.52 亿；
- 简单 FCF 约+989 亿；
- 财务 CF-1,291.77 亿。

经营现金流明显覆盖投资现金流，说明当期盈利具有真实现金支持。

06.2 | 利润来源比传统燃气更分散

2026 财年国内能源受到姬路新电站费用等影响，海外能源则由 Freeport 与美国上游推动增益。

这证明多利润池已经真实工作。

但海外增益也意味着集团利润对美国气价和 LNG 项目运营更敏感。

06.3 | Q1 减益说明时滞与新资产成本仍然明显

2027 财年 Q1 销售仅+1.5%，营业利润-34.3%，经常利润-15.3%。

公司解释国内能源受到原料价格反映时滞等影响；前年同期还有保险金等基数差异。

单季利润不能外推全年，但它提醒我们：Daigas 并没有变成平滑 SaaS 式盈利。

06.4 | 资产负债表健康度提高

2026 财年公司披露 ROIC 约 5.8%、ROE 约 8.7%，自己资本比率约 57%、D/E 约 0.45。

这让集团有能力同时执行 3,200 亿年度投资与大额回购。

但海外资源和发电项目会增加未来资本需求，因此健康资产负债表应该被视为“投资能力”，而不是允许无限扩张的理由。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 资本效率目标已经进入经营计划

2026 年度经营计划继续使用 ROIC 约 5%、ROE 约 8%、自己资本比率 45%以上、D/E 0.8 以下等财务目标。

2026 财年实际 ROIC/ROE 已经超过目标基准。

因此治理重点从“有没有目标”转向“新投资后还能不能守住目标”。

07.2 | 回购执行记录提高了资本政策可信度

2025 年 5 月批准上限 700 亿日元回购，最终实际回购 1,470.53 万股、金额约 699.9975 亿日元，几乎用满金额上限，并在 2026 年 6 月把这批股份注销。

执行历史比公告上限更重要。

07.3 | 海外大型项目是下一阶段董事会压力测试

Browse、美国上游、Freeport 和 e-methane 会带来长期资本承诺。

治理是否优秀，最终要看董事会是否愿意退出低回报项目，而不是只不断增加战略项目名称。

08 | 资本政策

08.1 | 连续两轮大额回购是当前最强每股价值动作

上一轮 700 亿回购几乎完全执行。

2026 年 5 月 8 日新一轮回购上限为：

- 2,800 万股；
- 800 亿日元；
- 执行期 2026-05-11 至 2027-03-31。

截至 8 月底，公开资料显示累计约 535.85 万股、295.47 亿日元。

金额进度已经接近 37%。

08.2 | 130 日元分红继续提高

2024 财年 82.5 日元、2025 财年 95 日元、2026 财年 120 日元，2027 财年计划 130 日元。

股息率按 6,073 日元约 2.14%。

这不是高息价值股逻辑，而是“盈利+回购+增配”的综合股东回报。

08.3 | 投资与回购同时进行，要求更严格 ROIC 筛选

2026 年度投资计划 3,200 亿日元。

如果投资项目能维持 5%+ ROIC，大额回购与增长可以共存。

如果项目回报低于资本成本，回购只能暂时改善 EPS，而不能修复集团长期价值。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 当前约 16 倍 PER、1.26 倍 PBR 已经属于“质量定价”

9 月 18 日收盘 6,073 日元，预测 PER 约 16 倍、PBR 约 1.26 倍。

历史上大阪燃气长期以传统公用事业折价交易，当前估值已经显著修复。

09.2 | 估值提升有基本面支持，但不是免费重估

支持因素包括：

- 海外能源利润池扩大；
- ROIC/ROE 改善；
- 连续大额回购注销；
- 电力销量增长；
- FCF 为正。

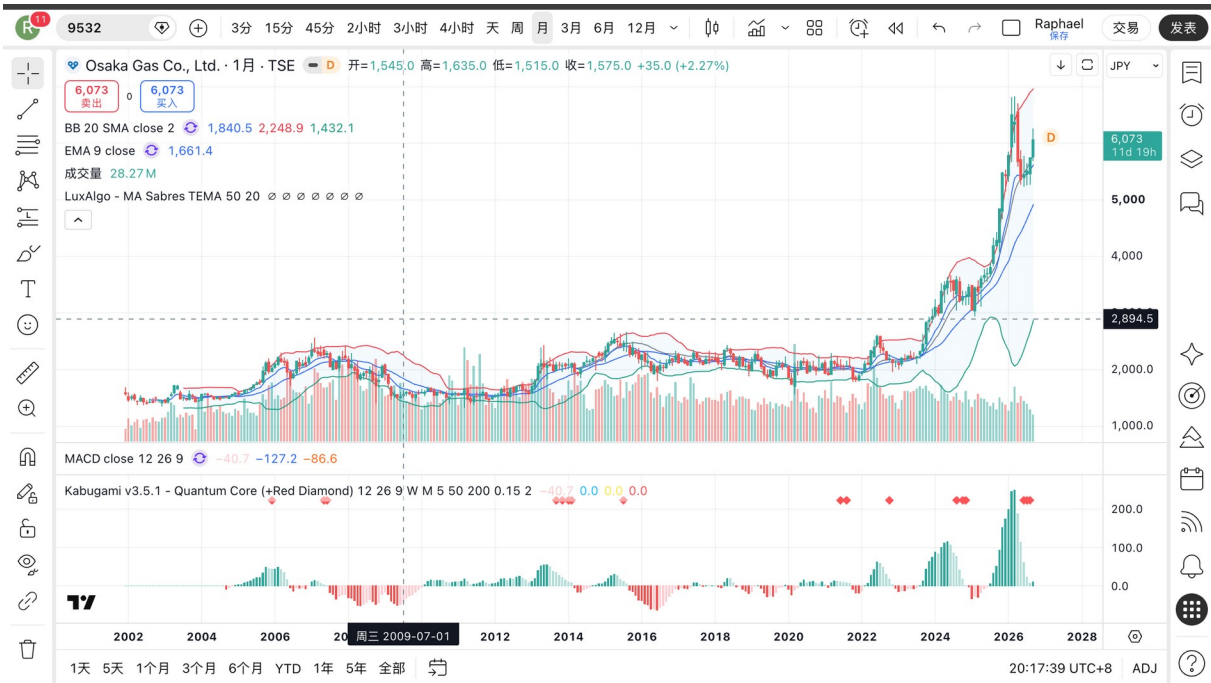
反面是 FY2027 盈利预计略降，且当前股价已经吸收了相当一部分资本改革预期。

09.3 | 安全边际来自现金流和回购，不来自低 PBR

当前最有价值的下行保护是稳定国内客户现金流、海外利润分散和真实回购需求。

如果这些现金流减弱，1.26 倍 PBR 并不会自动提供像过去 0.6—0.8 倍那样的账面折价保护。

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：2022 以来连续四年上移以后，2026 回抽是在消化高位还是准备回到旧区间

大阪燃气长期价格结构与东京燃气类似，也从 2022 开始明显迁移：

- 2022 年收约 2,130 日元，+12.1%；
- 2023 年收约 2,945，+38.3%；
- 2024 年收约 3,460，+17.5%；
- 2025 年收约 5,430，+56.9%；
- 2026 截至 9 月 18 日收 6,073，仍较年初上涨约 11.8%。

2026 年 3 月高点 6,828，6 月最低 5,236。

所以本轮 Technical Question 是：

5,200—5,500 是否已经成为新高位状态的有效下沿，还是 2025 的大幅上涨只是一次高能量脉冲。

10.2 | Chart Truth：年度低点持续抬升

年度低点：

- 2022：1,894；

- 2023：1,996；
- 2024：2,915；
- 2025：2,946；
- 2026：5,236。

2025 低点与 2024 接近，但收盘从 3,460 跃升到 5,430；2026 最低又直接抬到 5,236。

说明 2025 的迁移并没有被完全回吐。

10.3 | Center：价格重心已经从 2,000—3,000 迁移到 5,000—6,000

2023 和 2024 的大部分历史价格现在已经成为远离当前的旧记忆。

2026 回撤最低 5,236，仍显著高于 2024 高点 3,675。

这意味着长期状态迁移已经发生，不是等待突破的底部股。

10.4 | 2026 高点后的回抽有实质性，但未破坏长期结构

6,828 回撤到 5,236 约 23%。

这足够大，不能当成普通噪声。

但回抽落点恰好靠近 2025 年末 5,430 和 2025 高点 5,534 附近，属于对前一年度高位区域的重测，而不是回到旧低位。

10.5 | Return Topology：旧突破区暂时转成支撑

6 月低点 5,236 后，9 月价格重新回到 6,000 以上。

这说明 2025 高位区在当前至少一次深回抽中得到保留。

真正重要的确认不是马上创新高，而是后续再回抽时 5,200—5,500 能否重复保持。

10.6 | 最新 Browse 事件没有改变 Technical 定义

9 月 18 日公司宣布 Browse 权益交易，当天股价收 6,073、下跌 2.1%。

单日反应可能混合市场因素，不能把它解释为“市场否定 Browse”。

Technical 只记录：在长期高位状态内，价格仍处于 6,000 附近的回抽后重组阶段。

10.7 | Failed Pulse Memory

如果未来跌破 5,200 并长期回到 4,000 级，说明 2025—2026 迁移开始失败。

如果 5,200—5,500 继续成为回抽下沿，随后重新突破 6,500—6,828，则新高位状态得到更强确认。

10.8 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State 定义为：

2022 以来年度收盘和主要价格中心连续抬升，2025 完成从 3,000 级到 5,000 级的高能量迁移；2026 年 6,828 后的约 23% 回抽落在 2025 旧高位区并随后重新站回 6,000，说明新高位状态仍占主导，但短期加速已经结束，当前处于“迁移完成后的高位压力测试/再组织”阶段。

Technical Confidence：HIGH。

10.9 | 下一次最有信息价值的价格证据

重点观察：

- 5,236—5,500 再次回抽时是否保持；
- 6,000 附近能否形成长期运行中心；
- 6,500 以上停留时间；
- 6,828 突破后的回抽是否仍保持 6,000；
- 若跌回 4,000 级，重新评估 2025 迁移。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 原料费调整时滞

LNG 价格和汇率变化与燃气销售价格之间存在时间差，季度利润可能被显著放大或压低。

11.2 | 电力零售与发电竞争

电力销量快速增长是正面，但关西电力和其他零售商竞争会压缩单位利润；新发电站也带来折旧和固定成本。

11.3 | 美国天然气/LNG 周期

Freeport 和 Sabine 盈利受美国天然气价格、液化基地运营和合同结构影响。

海外增益越大，集团对全球能源周期暴露越大。

11.4 | Browse 项目执行

5%权益交易尚待批准，未来开发资本、储量兑现、LNG 方案和投产时间均存在不确定性。

11.5 | 巨额投资的资本纪律

年度 3,200 亿投资若不能维持 5%以上 ROIC，会抵消股份注销带来的资本效率改善。

11.6 | 燃气长期结构性需求下降

节能、电气化和人口变化会压低传统城市燃气增长，要求电力、海外与 LBS 持续填补。

11.7 | 正面催化剂

- FY2027 经常利润 1,900 亿兑现；
- 电力销售 209 亿 kWh 计划兑现且单位利润改善；
- 姬路两机稳定运行；
- Freeport/Sabine 继续贡献现金；
- Browse 获得批准且资本结构清晰；
- 800 亿回购继续按计划执行并注销；
- ROIC 保持 5%+、ROE 保持 8%+；
- 股价在 5,200—5,500 保持后重新突破 6,828。

12 | 反常识发现

12.1 | Power44 最重要发现：大阪燃气的电力业务是“客户价值再利用”，也是“电源投资回报出口”

电力销售计划+26.1%明显快于燃气量增长。

这意味着电力一方面可以复用已有家庭/企业客户，另一方面让新姬路电源和集团发电资产拥有最终销售出口。

真正需要跟踪的是单位电量利润，而不是只看销售 kWh。

12.2 | 海外能源越成功，Daigas 越不像防御型公用事业

Freeport 和美国上游已经显著贡献利润，Browse 又增加新资源期权。

这能提高成长性，也会提高商品周期和项目风险。

投资者不能一边给海外增长溢价，一边仍把公司当成低波动燃气债券替代品。

12.3 | 回购公告的“7%股数上限”不等于实际一定注销 7%

上一轮名义上限 3,000 万股，但因股价较高，700 亿金额上限最终实际买入约 1,470 万股。

新一轮 2,800 万股/800 亿也是双上限结构。

真正每股价值作用要看最终金额与实际股数，而不是把 2,800 万股机械计入 EPS。

12.4 | Browse 的意义首先是能源安全和组合选择权，不是立刻增加 EPS

交易刚签约，项目仍需要审批和后续开发。

它最先增加的是长期资源选择权；只有项目资本回报明确以后，才应该进入盈利估值。

12.5 | Technical 已经从“低估值重估”进入“高位结构验证”

2025 涨近 57%，2026 仍正收益。

当前研究重点不是有没有底部突破，而是回抽能否证明 5,000—6,000 级成为新的长期价格记忆。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | Power44 国内电力

- 电力销售量 209.32 亿 kWh 计划进度；
- 家庭/法人客户结构和双能源客户比例；
- 单位电量毛利；
- 姬路 1/2 号机利用率和燃料成本；
- 非化石证书/PPA/绿色套餐利润。

13.2 | 海外能源

- Freeport 液化基地利用率；
- Sabine 上游产量/成本；
- Henry Hub 与盈利敏感度；
- Browse 交易审批、资本需求与开发方案；
- 澳洲/美国项目退出与再投资纪律。

13.3 | 资本效率

- ROIC 是否持续 $\geq 5\%$ ；
- ROE 是否持续 $\geq 8\%$ ；
- OCF/投资 CF 覆盖；

- 800 亿回购最终金额/股数；
- 回购股份注销；
- 年度 3,200 亿投资项目后评估。

13.4 | 传统燃气与转型

- 燃气销售量；
- 原料费时滞影响；
- e-methane 商业化成本；
- CCS/biomethane 项目从实验到合同的转化。

13.5 | Technical

- 5,236—5,500 区域；
- 6,000 中心；
- 6,500 上方停留；
- 6,828 再突破；
- 跌回 4,000 级时的结构降级。

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	80	10.40	FY2026 OCF3,407 亿、FCF 约 989 亿，自己资本比率约 57%、D/E 约 0.45，资产负债表强；但能源/海外投资仍资本密集。
竞争优势与结构耐久性	14	80	11.20	关西客户、燃气网络、LNG 与发电形成强壁垒，海外资源增加选择权；零售竞争和燃气需求结构下降是真实侵蚀。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	74	12.58	2026 盈利有强现金支撑，ROIC5.8%、ROE8.7%；Q1 减益和能源时滞/海外周期使利润仍不够平滑。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	84	9.24	国内气电、海外资源/LNG、LBS 三利润池结构完整；关键依赖从单一燃气需求转为多种商品价格、项目和客户竞争。
估值与安全边际	15	63	9.45	约 16 倍

				PER、1.26 倍 PBR 并不便宜， 但现金流、回购和 多利润池提供质量 支撑；过去低 PBR 重估红利已 大幅兑现。
资本配置与股东回 报	10	90	9.00	上一轮 700 亿回 购几乎全额执行并 注销，新一轮 800 亿继续推进，分红 连续增加；真正风 险只在新增投资 ROIC。
治理、所有权与管 理层	7	78	5.46	ROIC/ROE 进入 经营计划，回购执 行力强；Browse 等长期项目将检验 董事会退出和资本 纪律。
Kabugami 技术 结构	13	78	10.14	2022—2025 持续 迁移，2026 深回 抽仍守在 2025 高 位区并重返 6,000，长期状态 强但短期动量已降 温。
总分	100		77.47	A

14.1 | 为什么是 A

大阪燃气已经不只是“稳定但低回报”的传统公用事业。

强现金流、海外利润池、电力增长、5%+ ROIC 与连续大额回购注销，说明资本效率改善已经进入实绩。

限制更高评分的因素是：

- 海外资源和 LNG 增加周期风险；
- 国内能源仍受时滞显著影响；
- 当前估值已经不低；
- 巨额新增投资必须继续证明回报。

因此当前 A 代表：公司质量和资本政策都强，下一阶段关键不再是“会不会重估”，而是“重估以后能否继续复利”。

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；2026-09-18 签约取得 Browse 气田权益为本轮最新重大公司事件。Technical settled 观察使用 2026-09-18 完整东证交易日收盘 6,073 日元。

Power44 临时电力方向仅作为 Open Discovery 起始 VOI 假设。由于公司 2026 年度电力销售计划同比 +26.1% 且新姬路天然气发电能力投产，电力自然成为国内增长的重要研究问题；没有增加 Score 权重，也没有改变 Coverage35、Technical、Synthesis、Score、Routing 或 00—15 结构。

Owner 月线图 attachment 3904 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. 大阪ガス | 公司概况 / 业务与燃气供给件数

<https://www.osakagas.co.jp/company/profile/>

2. 大阪ガス | 2026 年度 Daigas 集团经营计划

https://www.osakagas.co.jp/company/press/pr2026/1798896_60968.html

3. 大阪ガス | 2026 年 3 月期決算

https://www.osakagas.co.jp/company/press/pr2026/1801263_60967.html

4. 大阪ガス | 2027 年 3 月期 Q1 決算 (2026-07-30)

<https://www.osakagas.co.jp/company/>

5. 大阪ガス | 2026-09-18 西澳 Browse 气田 5% 权益取得

https://www.osakagas.co.jp/company/press/pr2026/1825620_60968.html

6. 大阪ガス | 2026-09-04 大阪湾首次 Ship-to-Ship LNG bunkering

https://www.osakagas.co.jp/company/press/pr2026/1825384_60968.html

7. 大阪ガス | 姬路天然气发电站 1 号机商业运行

https://www.osakagas.co.jp/company/press/pr2026/1796861_60968.html

8. 大阪ガス | 2026 年电源结构/非化石证书计划

<https://home.osakagas.co.jp/energy/electricity/dengen/>

9. 大阪ガス | 2026-05-08 新一轮自己株式取得

https://www.osakagas.co.jp/company/press/pr2026/1801255_60967.html

10. 大阪ガス | 2026-09-07 自己株式取得进度

https://www.osakagas.co.jp/company/press/pr2026/1825444_60967.html

11. 大阪ガス | 2026-04-24 上一轮回购结束

https://www.osakagas.co.jp/company/press/pr2026/1801090_60967.html

12. EDINET 有报 | 2026 年 3 月期回购/注销后续事项

https://regfis.com/reports/20260622_S100YFQT_E04520_null_010_030000_120

13. IRBANK | 9532 2026 财年现金流

<https://irbank.net/E04520/cf>

14. Yahoo! ファイナンス | 9532 2026-09-18 价格/估值

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9532.T/chart?trm=1d>

15. 株探 | 9532 长期年次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/9532/historical_prices/yearly/

16. Owner 提供 9532 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3904；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

- 电力零售客户数、燃气+电力双重客户比例、流失率与单位获客成本；
- 电力 209.32 亿 kWh 销售计划对应的单位毛利；
- 姬路 1/2 号机利用率、燃料成本与资本回报；
- Freeport LNG 与 Sabine 上游的合同结构/hedge 及 Henry Hub 敏感度；
- Browse 5%权益最终批准、资源量、开发方案、投资额、投产时间与预期 ROIC；
- 800 亿新回购最终实际股数/金额和后续注销；
- e-methane 与 CCS 从示范到商业化的成本；
- LBS 各子业务的 ROIC 与资产循环策略；
- 5,236—5,500 下一次回抽保持质量及 6,828 再突破结构。

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 9532 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。