

9534 北海道瓦斯株式会社 (Hokkaido Gas Co., Ltd.)

Kabugami V3.2 77.08/100 · A

这家公司是做什么的

北海道瓦斯以北海道为主要区域供应城市燃气和LNG，同时在全道销售电力，运营石狩LNG基地、燃气发电与再生能源资产，并经营LP气、热供给、能源设备/工程和家庭/企业能源管理服务。

最近亮点

2027财年Q1销售380.39亿日元、同比-0.7%，营业利润34.24亿日元、同比-41.1%，经常利润35.36亿日元、同比-40.9%，归母净利润25.17亿日元、同比-41.5%。春季偏暖压低燃气暖房需求，同时智能表、D...

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	f476f2067c77300203633299c2306581a77bc10d
评分版本	V3.2
发布源 SHA	5f603b63197e53162c6088bcef374b1351bb04f4
交付代码版本 SHA	5f603b63197e53162c6088bcef374b1351bb04f4
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	2026 财年销售 1,745.19 亿、营业利润 164.37 亿、ROE 约 12.6%，经营现金流 270.28 亿日元；自己资本比率从 44.1%升至 49.1%，有息负债从 691 亿降至 606 亿。电力已有 25.7 万客户和 8.62 亿 kWh 年度销售，自有电源约 17%、相对电源约 50%、市场/其他约 33%，不是纯市场购电转售。2026 年 9 月公司完成 1,155,400 股、约 10 亿日元回购，并继续实施累进分红、DOE 2.5%目标。
最需要担心什么	业务高度暴露于北海道气温、人口/住宅结构、LNG/原油与汇率、批发电力价格、监管和大规模资本开支。2027 财年公司计划连结设备投资 225 亿日元，比上年增加约 50 亿；Q1 营业利润大幅下降且全年来看仍预计营业利润同比-22.1%。电力虽然扩大客户和销量，但 2026 财年分部利润仍同比-19.3%，说明采购组合、修缮和再生能源折旧会侵蚀利润。
Kabugami 现在怎么看	这家公司已经不应只按“地方燃气公用事业”理解。其真实经济系统是：区域燃气客户和管网提供稳定入口，石狩 LNG 基地与长期采购合同提供能源安全，自有燃气/再生电源与相对采购降低纯市场电价暴露，电力零售和 TagTag/EMS 把同一客户关系扩展到第二种能源，DX 与智能表又试图把高人工密度的传统公用事业变成可自动化、可交叉销售的区域能源平台。Power44 专项因此确认电力零售是重要价值层，但尚未强到取代燃气成为利润主轴。当前 A 来自真实基础设施护城河、持续正现金流、ROE、低于 1 倍 PBR、资本政策改善和已经发生的长期价格中心上移；最大的反证是增长投资尚未证明能在资本成本以上持续创造增量回报，且价格已经提前反映了相当一部分改善。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：区域燃气垄断型资产能否进化成更高 ROIC 的综合能源平台

北海道瓦斯的表面身份是城市燃气公司，但投资问题已经不只是“今年冬天冷不冷、卖了多少气”。

公司拥有北海道唯一的 LNG 一次接收基地——石狩 LNG 基地，经营燃气管网和客户入口，同时已经把电力零售做到约 25.7 万客户、年销售约 8.62 亿 kWh，并建立燃气发电、风力等自有电源、相对电源和市场采购组合。

因此本轮公司特有问题是：

北ガス能否用既有燃气基础设施、LNG 采购、客户关系、自有/相对电源和数字化平台，把传统公用事业的稳定现金流转换成更高客户价值、更低单位运营成本和持续高于资本成本的综合能源回报，而不是把利润重新投入一轮低回报基础设施扩张。

01.2 | Power44 起始问题：电力零售是不是“真正的第二利润池”

答案是：已经是重要业务，但还不是决定集团价值的唯一第二引擎。

2026 财年电力分部销售 285.28 亿日元，占剔除调整项后分部销售约 15.8%；分部利润 29.11 亿日元，利润率约 10.2%。全年销售量 8.62 亿 kWh、客户 25.727 万户。

这说明电力不是营销附属品。

但同年电力分部销售同比-2.1%、利润同比-19.3%，原因包括燃料费调整导致销售单价下降、修缮费和再生能源电源折旧增加。换言之，电力能提高客户关系价值，却仍然是需要管理采购、发电、修缮和资本成本的真实能源业务。

01.3 | 当前答案：商业结构已经升级，资本回报验证进入下一阶段

北ガス已经完成三项关键迁移：

1. 从单一燃气销售变成燃气+电力+能源管理；
2. 从纯下游零售变成 LNG 基地+自有电源+采购组合+零售；
3. 从稳定配息型公用事业转向明确关注 PBR/资本成本、DOE 和回购的资本市场沟通。

但公司 2027 财年预计营业利润从 164.37 亿降到 128 亿，同时把 225 亿日元投入制造/供应设施、再生能源、智能表和 DX。

所以现在的验证重点是：这些投资能不能带来单位成本下降、客户增长、销售量增长和 ROIC 提升。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 燃气仍是利润和客户关系的底盘

2026 财年燃气分部销售 1,080.64 亿日元、分部利润 151.29 亿日元，是集团最大利润来源。

集团燃气表安装客户约 60.62 万件，连续 13 期实现客户净增加；2026 财年燃气销售量约 6.85 亿 m³，同比增长 5.8%。

北海道寒冷气候使暖房和热需求结构性较高，城市燃气和 LNG 基础设施因此具有真实物理价值。

02.2 | 石狩 LNG 基地是供应安全和议价能力的重要节点

石狩 LNG 基地自 2012 年运营，是北海道唯一的 LNG 一次基地。

公司 2025 年与 JERA 签订 2027—2033 年度 LNG 合同，每年接收 2—3 船、约 13—20 万吨 LNG，用于分散采购来源并对应未来天然气/LNG 需求。

这种基地+合同的组合不能消除原油、汇率和国际 LNG 风险，但能提高供应稳定性和采购选项。

02.3 | 电力把同一客户关系扩展为第二能源入口

公司电力供应区域覆盖北海道全域（离岛除外）。2026 年 3 月底电力客户约 25.73 万户；2027 财年 Q1 为 25.81 万户。

2026 财年电力销售量 8.62 亿 kWh，其中低压约 6.85 亿、高压/特高压等约 1.77 亿 kWh。

电力不是完全依赖 JEPX：2025 年度电源构成为自有电源约 17%、相对电源约 50%、市场/其他约 33%。

自有北ガス石狩发电所和札幌发电所，加上相对合同，为零售提供一部分成本和供应稳定性；市场采购则保留灵活性。

02.4 | 能源管理可能比单纯多卖一度电更有长期价值

TagTag、EMINEL 和 EMINEL-smart 把客户设备、温湿度、燃气、电力、发电和蓄电数据连接起来。

公司 2026 年 9 月与 mui Lab 启动寒冷地住宅能源自动控制实证，尝试把太阳能、家庭发电、蓄电池、暖房和需求响应放入同一控制系统。

如果这些工具只提高营销转化率，价值有限；如果能降低峰值采购、提高客户留存、提高设备销售与服务收入、降低人工服务成本，就可能成为真正的结构性护城河增强器。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 客户不是单一燃气户，而是可以叠加多种能源关系的账户

公司拥有约 60 万燃气客户、约 26 万电力客户。2026 财年燃气+电力套装率约 40.5%，TagTag 会员约 32 万。

这说明交叉销售已有可观基础，但仍有大量燃气客户尚未转成电力客户，存在真实可拓展空间。

2026 财年公司计划把电力客户扩到 27 万户、销售量从 8.62 亿 kWh 提高到约 9.27 亿 kWh，同比增长约 7.5%。

03.2 | 北海道气候既是护城河，也是需求波动源

寒冷地区家庭暖房能源需求高于全国，这提高燃气和能源管理的客户价值。

但 Q1 也证明天气可以迅速反向影响利润：2026 年 4—6 月春季偏暖，燃气销售量同比-1.8%，家庭用-3.3%、业务用-1.2%。

所以“寒冷地区”不是单向成长变量，而是一个放大季节性与年度天气差异的风险因子。

03.3 | 产业需求提供对人口下降的部分对冲

北海道长期有人口减少风险，但另一方面，千岁周边半导体工厂、数据中心和 GX 产业正在增加能源需求。

北ガス自己在资本成本说明中把札幌/千岁新建需求和半导体工厂产业集聚列为综合能源服务扩大的重要机会；北海道电力也公开判断数据中心和先进半导体带动电力需求中长期反转。

这意味着北海道能源市场可能出现“居民数量下降、工业用能上升”的结构分化。

03.4 | LNG、燃气发电、相对电源和市场采购构成能源供应组合

北ガス并不追求全部自发自用。

电力组合中相对采购占比最高，自有电源其次，市场采购作为灵活调节；LNG 则通过石狩基地和长期合同管理燃气/发电燃料。

这套组合的价值在于降低单一市场暴露；风险则是多个合同期限、燃料成本和销售价格之间仍可能错配。

03.5 | 再生能源目前更像组合增强，而不是利润主轴

公司 2025 年启动北ガス石狩风力发电，并用石狩燃气发电自动调节风电出力，使送网功率稳定。

Challenge 2030 目标是到 2030 年度扩大再生能源取销量至 15 万 kW，并推进地方政府的地產地消和 PPA。

这是合理的能源组合延伸，但在当前集团利润结构中，燃气和电力客户/基础设施仍远比再生能源故事更重要。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 燃气网络具有地域基础设施壁垒，但能源客户并非永久锁定

管网、LNG 基地、施工/保安体系和长期客户关系具有极高复制成本。

但家庭和企业可在燃气、灯油、电力、热泵、LP 气等能源方式之间选择；电力零售更直接面对北海道电力等竞争者。

因此护城河来自“基础设施+客户关系+多能源服务”，而不是法律意义上的永久独占。

04.2 | 北海道电力是最重要的外部竞争/参照者

北海道电力拥有更大电源和电力客户基础，也正在提供城市燃气并建设低碳能源供应链。

这意味着北ガス在电力上进入传统电力公司的核心地盘，而北海道电力也进入燃气和综合能源领域。

竞争将逐渐从“气 vs 电”变成“谁能用更低总成本、更低碳、更稳定的组合解决客户全年能源需求”。

04.3 | 北ガスの差异化不应是最低电价，而应是家庭/建筑综合控制

如果竞争只剩电价，北ガス难以长期保持高利润。

更有价值的差异化是：已有燃气设备关系、分散型发电、EMS、维护/工程能力、TagTag 数字触点和电力合同被一体化。

这种组合能否产生更低获客成本和更高留存，是未来最值得验证的竞争变量。

05 | 护城河判断

北ガスの护城河属于强物理基础设施 + 中等数字/客户关系扩展能力。

强项包括：

- 北海道唯一 LNG 一次基地；
- 城市燃气管网、保安和施工体系；
- 约 60 万燃气客户；
- 约 26 万电力客户；
- 自有燃气发电和再生能源；
- 长期 LNG 采购、相对电源合同和市场采购能力；
- 地方政府及地区开发关系；
- 能源管理系统和数字客户平台。

反证也很明确：

- 电力分部利润会被修缮/折旧和采购成本压缩；
- 燃气需求受天气影响；
- 终端客户可被热泵、电气化或竞争者夺走；
- DX 平台是否真正降低成本/提高 ARPU 仍缺公开单位经济数据。

因此它不是“无竞争公用事业”，而是以物理基础设施为底、向更竞争性的综合能源服务迁移。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 近年盈利并非一次性高点，而是持续改善后的高位

集团营业利润：

- 2022 财年约 70.53 亿日元；
- 2023 财年约 133.42 亿；
- 2024 财年约 155.95 亿；
- 2025 财年约 143.28 亿；
- 2026 财年约 164.37 亿。

这说明过去五年经营能力整体上台阶，而不是单季偶然盈利。

2026 财年营业利润率约 9.42%，对公用事业而言具备较好盈利基础。

06.2 | 经营现金流长期为正，是本轮最重要的质量证据之一

过去多年经营现金流持续为正，2021—2026 财年主要年度约为 224 亿、197 亿、67 亿、317 亿、298 亿和 270 亿日元。

即便 2023 财年因营运资金/燃料成本等波动降到约 67 亿，仍保持正值。

2026 财年经营现金流 270.28 亿，投资现金流-165.32 亿，说明主营现金足以覆盖大部分常规投资并形成正自由现金流。

06.3 | 资产负债表在持续去杠杆

2026 财年末：

- 总资产 1,981.98 亿；
- 净资产 997.10 亿；
- 自己资本比率 49.1%；
- 有息负债 606 亿，较前一年 691 亿下降 85 亿；
- ROE 约 12.6%。

2027 财年 Q1 自己资本比率进一步升到 53.6%。

这是低 PBR 公用事业最有价值的组合之一：并非靠加杠杆维持 ROE。

06.4 | Q1 大幅减益不应简单外推全年，但也不能忽略

2027 财年 Q1 营业利润 34.24 亿，同比-41.1%。

主要原因是偏暖天气降低暖房需求，同时智能表、DX 和员工待遇等战略费用增加。

公司称各分部进度大体符合计划，仍维持全年 128 亿营业利润预测。

季节性业务使 Q1 不能机械年化；但费用前置也说明转型并非“无成本增长”。

06.5 | 2027 财年 225 亿资本开支是当前财务核心变量

公司预计连结设备投资 225 亿日元，比上一年度增加约 50 亿，涵盖 LNG 基地/制造、管网、业务设施、再生能源/热供给和 DX 无形资产。

对一家当前市值约 800 多亿日元的公司，这不是小数字。

投资只要能保持高利用率、降低人工成本或产生新客户，就可能创造价值；若长期只有折旧和维护增加，低 PBR 可能重新变成价值陷阱。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 股权结构分散，没有单一控制股东

2026 年 3 月底主要股东包括日本 Master Trust 约 8.31%、东京瓦斯 4.84%、日本生命 3.88%、北海道银行 3.88%、北洋银行 3.88%、北海道信农联 3.72%、员工持股会 3.27%、札幌市 2.54%等。

没有明显的绝对控制方，产业/金融/地方公共关系较分散。

07.2 | 董事会具备外部独立监督框架

公司披露现有 8 名董事，并选任多名独立社外董事；报酬委员会过半由独立社外董事组成。

2025 年度董事会还围绕机构设计、选任流程和治理提升进行多轮讨论。

这些制度不能替代真实经营结果，但至少说明治理框架不是纯内部封闭型。

07.3 | 资本成本意识已经从口号进入公开管理议题

公司明确承认 PBR 低于 1 倍是问题，并把提升收益性、资本效率、市场沟通和股东回报列为改善方向。

这比“低 PBR 但管理层完全无回应”更有价值。

但未来仍需要用投资回报和每股现金流证明，不能只用 IR 材料证明。

07.4 | 政策持股/投资有价证券仍需继续跟踪

Q1 投资有价证券约 105.25 亿日元，相当于自己资本约一成。

公开资料不足以在本轮逐项判断其中多少属于必要战略持股、多少属于低效率政策持股。

因此这部分保留为 Research Debt，而不是自动给高分或扣满分。

08 | 资本政策

08.1 | 累进分红 + DOE 2.5%把最低股东回报纪律明确化

公司当前配当方针以累进分红为基本，同时目标 DOE 约 2.5%。

调整分股后，年度股息从 2021 财年 12 日元、2022 年 14、2023 年 16、2024 年 19、2025 年 24.5，2027 财年预测 27 日元。

这使分红不再完全依赖单年利润高低。

08.2 | 2026 年约 10 亿日元回购是真实资本动作，但目的并非纯注销

2026 年 7 月公司批准最多 130 万股、10 亿日元回购。

截至 9 月 11 日已累计回购 1,155,400 股、金额 999,945,700 日元，计划提前完成。

但董事会明确说明目的包括限制性股票报酬、员工持股会股份分配和战略性业务展开，因此不能把全部回购金额等同于永久减少流通股的股东回报。

这仍然是资本灵活性改善，但价值取决于后续如何处置这些股份。

08.3 | 降债与高资本开支形成当前资本配置张力

过去一年有息负债下降 85 亿是正面。

与此同时，2027 财年计划 225 亿资本开支。

最优路径不是停止投资，而是让新投资的 ROIC 高于资本成本，并继续保持资产负债表弹性。

09 | 估值与安全边际

09.1 | PBR 仍低于 1 倍，但已经不是历史最低估值

9 月 18 日收盘 948 日元，PBR 约 0.85 倍。

公司自己披露 2021—2025 年度 PBR 大约从 0.5 倍长期区域提升到 0.8 倍。

当前仍有账面折价，但市场已经明显开始给综合能源转型和资本政策更高信用。

09.2 | 预测 PER 约 8.9 倍处于公用事业合理偏低区域

按公司 EPS 106.38 日元和 948 日元股价，预测 PER 约 8.9 倍。

公司此前将电气/燃气行业平均 PER 约 8.8 倍作为参照，当前已大致回到行业附近。

因此“绝对很便宜”的论点没有 PBR 单独看时那么强。

09.3 | ROE 与 PBR 组合仍有价值

2026 财年 ROE 约 12.6%，而 PBR 仍低于 1 倍。

如果 ROE 能在增长投资期间保持接近 10%以上，同时财务杠杆不反弹，0.85 倍 PBR 仍有重估逻辑。

如果新资本开支把 ROE 持续压回中低个数，当前 PBR 折价会变得合理。

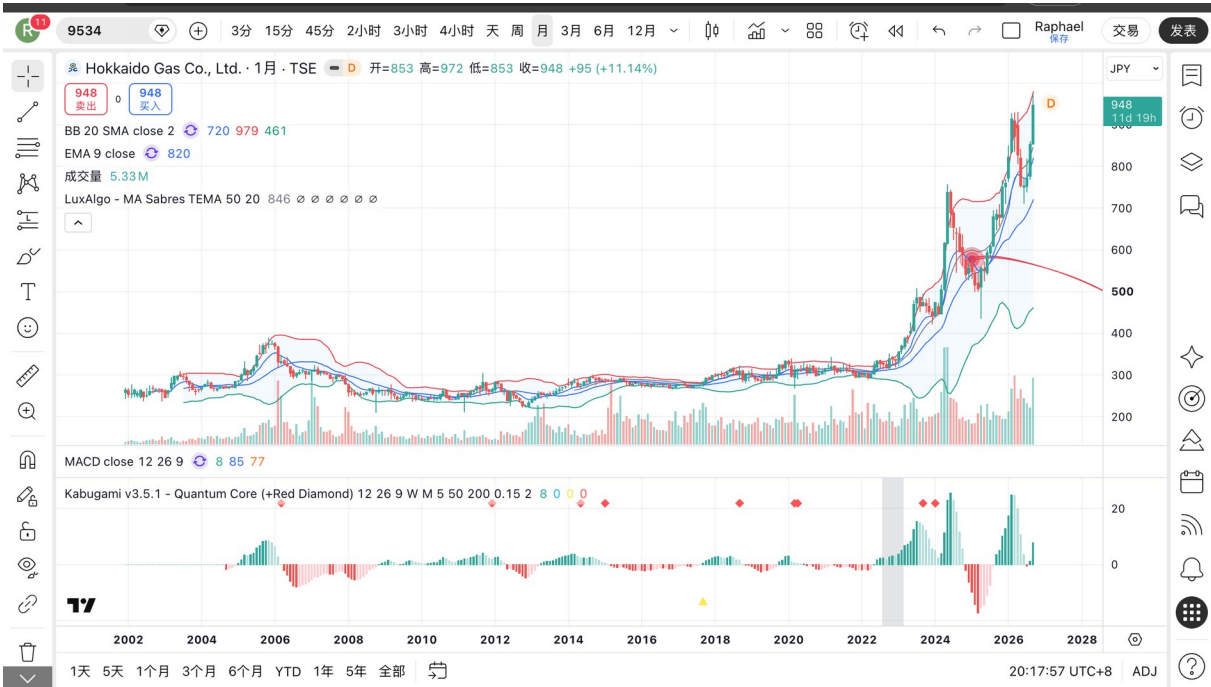
09.4 | 股价已从底部大幅上行，安全边际更多来自基本面而非价格位置

2022 年收盘约 335 日元，2023 年 440、2024 年 558、2025 年 760，2026 年 9 月 18 日已到 948。

价格三年多接近三倍，且当前接近年内高点 972。

所以投资安全边际不能再建立在“价格仍趴在历史低位”，必须建立在盈利/现金流/ROIC 继续增长。

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 3906。该图为 Section 10 公开视觉权威；Technical 判断同时使用长期年次价格、完整交易日价格和重大事件后的价格响应，不以单张 Owner 图替代真实市场研究。

10.1 | Technical Question：300 日元长期平台上方的连续三年抬升，是否已经完成价格中心迁移

这只股票过去二十多年长期在 200—400 日元范围活动。

2011 低点约 211、2012 低点 222，2013—2022 多数年度收盘仍在 235—335 附近，说明旧长期价格记忆中心非常稳定。

真正变化始于 2023：年收 440；2024 收 558；2025 收 760；2026 截至 9 月 18 日约 948。

所以本轮技术问题不是“是否见底”，而是：旧 300 日元中心是否已经被真正遗忘，800—950 附近能否成为新长期价格中心。

10.2 | Chart Truth : 2023—2026 是明确的多年度中心上移

调整后年度结构：

- 2021：高 343、低 293、收 304；
- 2022：高 350、低 288、收 335；
- 2023：高 507、低 322、收 440；
- 2024：高 757、低 440、收 558；
- 2025：高 769、低 435、收 760；
- 2026 截至 9 月 18 日：高 972、低 711、收 948。

高点、低点和年末价格总体同步上移。

尤其 2025 低点 435 虽然深度回撤，但没有重新回到 300 日元旧中心；随后收盘 760，说明更高区域已经获得时间和价格上的保留。

10.3 | Return Topology : 2024 冲高后的深回撤没有把系统吸回旧中心

2024 年价格最高 757，但同年最低 440；2025 低点又到 435。

这是一次很有信息价值的回抽。

如果 2024 突破只是短期脉冲，价格应该重新被 300 日元历史中心吸回；但 2025 最终收在 760，2026 低点也抬到 711。

因此这次突破后的 Return Topology 属于深回抽后重新站回并超越原高位，迁移质量明显强于一次事件脉冲。

10.4 | Historical Memory : 旧 300 日元中心正在失去吸引力

2013—2022 接近十年都围绕 250—350 运行，旧中心历史记忆很强。

但从 2023 开始，价格不仅突破，而且连续年度收盘 440→558→760→948。

旧中心尚不能说完全失效，但需要越来越大的下跌才能返回；历史吸引力显著衰减。

10.5 | Damping vs Restoring : 下方恢复力增强，但上行波动仍较大

2024—2025 的 440/435 低点显示价格曾发生大幅回撤。

随后价格恢复到 760 并继续到 900 以上，说明高位回撤后的恢复力已经增强。

这不是低波动压缩型底部，而是中心迁移后的高能量上行状态。

10.6 | Compression : 当前并不存在经典低位压缩

用户偏好的“历史低位附近多次接近、平台压缩、尾端突破回抽不破”曾在 2018—2022 约 270—350 长期平台中出现。

但今天的价格已经离开那个区域很远。

因此当前 Technical 优势来自迁移质量和回抽保留，而不是“仍处于月线底部”。

10.7 | 重大事件响应：2026 本決算后的负面价格冲击最终被吸收

4 月 30 日本決算/新年度減益預測公布当天，股价从此前约 917 附近快速跌至 827，5 月 1 日进一步收 785；市场显然不喜欢利润下降和投资增加。

但随后价格没有进入长期下跌：6 月 2 日年内低点 711 后逐步恢复，9 月 17 日触及 972 新高。

因此价格对“減益+高投资”的响应是：短期强烈负面，数月后完全修复并突破。

这说明市场后来给予回购、资本回报、长期需求和转型更高权重。

10.8 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State 定义为：

2013—2022 约 250—350 日元的长期旧中心已经显著弱化；2023—2026 连续完成低点、高点和收盘重心上移，2024 突破后的 435—440 深回抽未重新跌回旧中心，随后恢复到 760 并在 2026 继续抬升到 900 以上，属于已发生的长期价格中心迁移。当前结构偏强，但已接近年内高位，不再具备低位平台型的执行优势。

Technical Confidence：HIGH。

10.9 | Price-Fundamental Timing

当前更接近 Price-led / Synchronized。

基本面在 2022—2026 期间确实出现利润、ROE、资本结构、客户和资本政策改善，价格也同步重估；但 2027 财年利润计划下降时，价格仍继续上行，说明市场提前定价未来投资回报和资本政策。

这使当前最大 Technical 风险变成：如果投资回报没有兑现，价格可能比利润更早重新下调预期。

10.10 | 下一次最有信息价值的价格证据

重点观察：

- 950—1,000 区域能否长期停留，而不只是创高脉冲；
- 若回抽，800—850 能否成为新支撑中心；
- 700—720 年内低点是否继续保持；
- 2Q/3Q 继续減益时价格是否仍有吸收能力；
- 如果增长投资转化为销量/利润，价格是否出现“好消息可保留”而非冲高回落。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 天气与季节性

北海道燃气/暖房需求高度季节化。

暖冬会直接压低家庭和业务用燃气量；极端低温又会提高供应和采购压力。

11.2 | LNG、原油和汇率

Q1 全日本 CIF 原油价格同比+48.5%，美元兑日元同比+9.5%。

虽然原料费调整制度能部分传导，但存在时间差、客户承受能力和竞争影响。

11.3 | 电力采购与市场价格

公司已明确把中东紧张导致批发电力价格上涨列为 2027 财年减益因素之一。

自有/相对电源降低但不能消除市场风险。

11.4 | 225 亿资本开支的回报风险

如果智能表、DX、LNG 设施、再生能源和热供给投资只提高折旧和固定成本，而没有提高客户价值或降低运营成本，ROE 会下降。

11.5 | 人口与住宅结构

北海道人口长期下降、新屋开工可能减少；公司 2026 财年资料也指出新建賃貸住宅总体开工下降 25%。

当前公司通过提高天然气采用率、产业客户和能源交叉销售对冲，但不能完全抵消人口趋势。

11.6 | 脱碳转型风险

天然气是比煤/油低碳的过渡燃料，但不是零碳能源。

长期电气化、热泵、再生能源和碳约束可能改变燃气基础设施利用率。

11.7 | 催化剂

正面催化剂包括：

- 电力客户达到 27 万、销售量接近 9.3 亿 kWh；
- 千岁/半导体/数据中心等产业用能项目转化为新需求；
- 智能表/DX 开始明确降低单位运营费用；
- 再生能源/PPA 扩大而电力分部利润率恢复；
- 有息负债继续下降；
- 累进分红持续、回购股份处理有利于每股价值；
- 2Q 后利润下降幅度小于公司全年保守预测。

12 | 反常识发现

12.1 | Power44 最重要发现：北ガスの电力价值不在“抢了多少北海道电力客户”，而在组合采购和交叉销售

25.7 万电力客户已经足够大，但单纯追求客户数并不会自动创造价值。

2025 年度电源约 17%自有、50%相对、33%市场/其他；这意味着公司的真正能力是把不同电源和客户负荷组合起来，同时用燃气客户入口降低获客成本。

如果电力分部利润率稳定，这比单纯价格战更有持续性。

12.2 | 低 PBR 并不代表市场没发现改善——价格其实已经先发现了

PBR 仍只有约 0.85 倍，很容易被称为“被低估”。

但价格从 2022 约 300 日元升到 948、2026 年接近历史高位，市场已经显著重估。

真正尚未完全定价的是：增长投资能否让 ROE 继续维持高位，而不是“公司很好但市场不知道”。

12.3 | Q1 减益反而把最重要的验证题暴露出来

Q1 利润下降并不主要来自销售崩塌，而是天气和战略费用。

这意味着投资者可以把未来几个季度当成一个天然实验：智能表/DX 费用先增加后，单位服务成本和客户增长是否真的改善。

如果没有改善，转型只是费用；如果改善，费用就是投资。

12.4 | 北海道人口下降与能源需求增长可以同时发生

居民人口减少不等于总能源需求必然下降。

半导体工厂、数据中心、观光/工业设施可能提高高压电力、LNG 和热需求。

因此公司未来客户结构可能从“更多家庭”转为“家庭稳定+大型产业负荷增长”。

12.5 | 回购本身没有想象中那么纯粹

10 亿日元回购是正面资本动作，但用途包括员工/管理层限制性股票和战略性业务展开，并非明确全部注销。

因此最有价值的股东回报证据仍是累进分红、DOE、ROE 和净债务下降，而不是只看回购 headline。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 燃气/LNG

- 2027 财年燃气销售量是否接近 6.9 亿 m³ 计划；
- 家庭暖房需求与天气归一化后的真实客户增长；
- JERA 长期 LNG 合同实际采购条件与石狩基地利用率；
- LNG 气化器扩建进度；
- 千岁/工业客户新增负荷。

13.2 | Power44 电力专项

- 电力客户从 25.8 万向 27 万推进；
- 低压、高压/特高压销售量；
- 自有/相对/市场采购占比变化；
- 电力分部利润率能否从 2026 财年下滑中恢复；
- 石狩风电、自有燃气电源和新再生能源折旧后的真实 ROIC；
- PPA 和地方政府地產地消项目的收入/利润贡献；
- 需求响应、EMINEL 与 TagTag 是否降低采购峰值和提高留存。

13.3 | DX 与成本

- 智能表部署数量；
- 自动检针/远程开闭栓带来的人员效率；
- TagTag/EMINEL 客户渗透；
- 供给销售费增长何时见顶；
- DX 无形资产投入对应的可量化成本下降。

13.4 | 资本与股东回报

- 225 亿资本开支实际执行；

- 有息负债是否继续下降；
- 经营现金流能否继续覆盖投资；
- 回购股份最终用于何处、是否稀释/注销；
- DOE 2.5%与累进分红能否持续；
- 投资有价证券/政策持股是否进一步优化。

13.5 | Technical

- 950—1,000 高位保留；
- 800—850 回抽区；
- 711 年内低点是否成为更高长期支撑；
- 2Q/3Q 业绩公布后的坏消息吸收能力；
- 是否形成新的月线横向平台，而不是高位脉冲。

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	82	10.66	自己资本比率49.1%并在 Q1 升至 53.6%，有息负债一年下降 85 亿，长期 OCF 为正；但能源基础设施仍需高资本开支。
竞争优势与结构耐久性	14	78	10.92	LNG 一次基地、管网、客户、保安体系和长期地区关系复制成本很高；电力和脱碳时代仍存在跨能源竞争。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	76	12.92	FY2026 ROE 约 12.6%、OCF270 亿、营业利润持续较高；天气、燃料/电价调整和 225 亿增长投资使短期利润波动明显。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	80	8.80	燃气、LNG、电力、自有/相对电源、工程、EMS 构成完整区域能源系统，交叉销售空间真实；地域集中和能源价格依赖仍高。
估值与安全边际	15	72	10.80	约 8.9 倍预测 PER、0.85 倍 PBR、约 2.85% 股息仍合理偏低；

				但股价已接近年内/长期高位，低位型安全边际明显下降。
资本配置与股东回报	10	78	7.80	有息负债下降、累计分红+DOE2.5%、约10亿回购均正面；225亿资本开支和回购股份用途仍要求后续 ROIC 证明。
治理、所有权与管理层	7	72	5.04	股权分散、多名独立外部董事、独立报酬委员会及资本成本披露较好；政策持股/投资证券效率仍有进一步优化空间。
Kabugami 技术结构	13	78	10.14	2023—2026 形成明确多年度价格中心迁移，2024 突破后的深回抽未重回旧 300 日元中心并再创新高；结构强，但已远离低位平台。
总分	100		77.08	A

14.1 | 为什么是 A

北ガス同时具备四个不常同时出现的条件：

1. 高复制成本的基础设施和客户关系；
2. ROE/现金流并不弱；
3. 资产负债表在改善；
4. PBR 仍低于 1 倍且股东回报纪律增强。

扣分主要来自三个地方：高资本开支尚未证明 ROIC、能源价格/天气/监管波动，以及价格已经大幅重估。

因此 A 代表公司质量和资本效率改善已经较强，但执行时点不等于月线底部机会。

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、收益保证或针对任何特定投资者的个别意见。

本 Review 资料截止为 2026-09-19。最新完整季度为公司 2026-07-30 发布的 2027 年 3 月期 Q1；最新公司 IR 已纳入 2026-09-14 回购完成以及 2026-09-18 家庭能源自动控制实证。Technical settled 观察使用 2026-09-18 完整交易日，不把后续未完成价格当作确认。

Power44 临时电力方向只作为 Open Discovery 起始 VOI 假设。由于电力分部占集团销售约 16%、拥有约 26 万客户、自有/相对/市场电源组合并与燃气客户交叉销售，本轮证据确认电力属于 material domain，因此进行了深入研究；没有对电力给予额外 Score 权重，也没有改变 Coverage35、Technical、Synthesis、Routing 或 00—15 结构。

Owner 月线图 attachment 3906 为本 Review 指定 Section 10 公开视觉权威。正式 HANDOFF 携带现有 Single Report Owner Media 控制，由既有 /owner-media/assign 同轮绑定；该图不是 Technical 唯一证据。

15.2 | 主要来源

1. 北海道瓦斯 | 公司概况

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/ir/company/gaiyou>

2. 北海道瓦斯 | 2027 年 3 月期第 1 四半期決算短信（2026-07-30）

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/wp-content/uploads/2026/07/1fa69d8630dcfb9729470c732c7de3b0.pdf>

3. 北海道瓦斯 | 2026 年 3 月期決算補足資料（2026-04-30）

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/wp-content/uploads/2019/02/3576abd9d9cde852cf12cc585ed67e0d.pdf>

4. 北海道瓦斯 | Challenge 2030

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/ir/company/philosophy/management-plan/index.html>

5. 北海道瓦斯 | 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/wp-content/uploads/2026/05/00593d1db225f112335870f9e19c0e3c.pdf>

6. 北海道瓦斯 | 株式情報・大株主

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/ir/info/investor/kabushiki>

7. 北海道瓦斯 | 株主配当

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/ir/info/investor/return/haitou>

8. 北海道瓦斯 | 自己株式の取得状況および取得終了（2026-09-14）

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/wp-content/uploads/2026/09/0e02b8916ec03123fcbe39f114857729.pdf>

9. 北海道瓦斯 | JERA との LNG 売買契約（2025-12-18）

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/news/20251218>

10. 北海道瓦斯 | 北ガス石狩風力発電所の運転開始 (2025-04-18)

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/news/20250418>

11. 北海道瓦斯 | 電源構成・電力供給

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/ir/effort/denki/sales.html>

12. 北海道瓦斯 | EMINEL / mui Lab 寒冷地住宅自動制御実証 (2026-09-18)

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/news/20260918>

13. 北海道瓦斯 | コーポレートガバナンス

<https://www.hokkaido-gas.co.jp/ir/irinfo/management/governance>

14. 北海道電力 | 2026 年度グループ経営計画 (北海道のデータセンター/半導体等による需要増の外部参照)

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

15. 北海道電力 | 2025 年度電力小売部門収支/料金情報 (競争環境参照)

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

16. Yahoo!ファイナンス | 9534 2026-09-18 価格/PER/PBR

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9534.T/history>

17. 株探 | 9534 長期年次価格履歴

https://s.kabutan.jp/stocks/9534/historical_prices/yearly/

18. IRBANK | 9534 2026-04-30 本決算周辺価格响应

<https://irbank.net/9534/ir>

19. Owner 提供 9534 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3906；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

- 智能表/DX 投入的单位成本节约、人员再配置和真实 ROIC；
- 电力客户获取成本、流失率、燃气+电力组合客户 ARPU 与留存率；
- 电力采购组合（自有/相对/市场）未来年度边际成本和套期策略；
- 千岁半导体、数据中心等大型产业需求实际签约量与利润率；
- JERA 长期 LNG 合同价格机制及与现有采购组合的边际变化；
- 225 亿日元资本开支的项目级回报、折旧和回收期；
- 投资有价证券约 105 亿日元中政策持股/纯投资的拆分及资本效率；
- 1,155,400 股回购股份最终用于员工/管理层、战略交易还是注销，对每股价值的净影响；
- 2027 财年 2Q 以后战略费用与天气归一化利润；
- 950—1,000 日元区域能否形成新的长期价格中心。

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

Publication continuity：本轮形成 9534 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；后续公开交付只走既有 Single Report → WordPress → homepage / 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。