

9535 広島ガス株式会社 (HIROSHIMA GAS CO., LTD.)

Kabugami V3.2 71.79/100 · B+

这家公司是做什么的

広島燃气以広島地区城市燃气为主业，同时经营LPG、LNG销售、市场联动型电力零售、再生能源发电、燃气设备与工程，并通过集团经营建筑和高龄者服务等业务。

最近亮点

2027财年Q1销售223.53亿日元、同比+4.1%，营业利润7.04亿日元、同比-22.6%，经常利润7.18亿日元、同比-27.4%，归母净利润3.84亿日元、同比-32.9%。LNG销售增加推动增收，但原料价格变动传导…

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	5f603b63197e53162c6088bcef374b1351bb04f4
评分版本	V3.2
发布源 SHA	d3b2773eff2fa1057da036199138b07d9d525f4c
交付代码版本 SHA	d3b2773eff2fa1057da036199138b07d9d525f4c
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 15.84 亿日元、同比 +26.5%，经营现金流 116.67 亿日元覆盖 84.32 亿日元投资现金流；自己资本比率 54.2%，有息负债一年减少 44.85 亿日元。公司已经明确承认 PBR 低于 1 倍、ROE 低于约 5% 的股东资本成本，并以 2030 年 ROE 8%、电力零售 10 万件、可再生能源 6 万 kW 为改善路径。2026 年 7 月大野浦 1.99MW 木质生物质电站投入运行。
最需要担心什么	2026 财年 ROE 只有 3.0%、营业利润率 1.8%，说明大量基础设施资本尚未产生足够回报。Q1 燃气分部利润因原料价格传导时滞同比-70.2%。公司仍从俄罗斯采购部分 LNG，原油、汇率和地缘风险真实存在；人口下降、节气、电气化也会压制长期燃气量。投资有价证券约 170.87 亿日元，对低 PBR 公司而言是重要资本效率问题。电力零售虽然战略重要，但 2025 财年销售量仅约 41 百万 kWh，当前仍远小于燃气主业。
Kabugami 现在怎么看	广岛燃气当前最值得研究的不是“0.43 倍 PBR 是否便宜”，而是管理层能否把高安全性、低回报的成熟燃气资产，重新配置成 ROE 高于资本成本的综合能源组合。燃气仍提供客户和现金流底盘，2026 年的基本料金上调开始修复成本传导；电力则从 2025 年才开始以“このまち電気”全国扩张，规划从 2025 年度约 41 百万 kWh 提高到 2028 年度 198 百万 kWh，并以 2030 年 10 万件为目标。这个第二轴有真实战略意义，却还没有证明足够利润贡献。当前 B+ 来自低估值、资产负债表、现金流、资本成本意识以及刚发生的长期价格突破；不能给更高评价的核心原因是 ROE 和营业利润率仍明显低于应有水平。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：低 PBR 是未释放的资产价值，还是低 ROE 的合理结果

广岛燃气长期拥有稳定客户、管网、制造设备和 LNG 采购能力。

这种基础设施使公司不容易发生经营性崩塌，但也长期占用大量资本。

2026 财年自己资本约 715 亿日元，归母净利润只有 21.05 亿日元，ROE 约 3.0%。公司自己在中期计划里把股东资本成本认知定为约 5%，并明确承认 ROE 低于资本成本。

因此本轮最核心的问题不是“PB 只有 0.43 倍会不会回到 1 倍”，而是：

广岛燃气能否通过燃气价格/成本结构正常化、电力和再生能源增长、资产效率改善以及资本重配，把 ROE 持续抬到资本成本以上，并向 2030 年 8% 目标靠近。

01.2 | Power44 起始问题：电力销售是不是能改变公司的资本回报结构

答案是：战略上已经 material，财务上仍是早期。

公司从 2025 年 2 月开始销售市场联动型“このまち電気”，随后从中国区域扩展到关东、东北，并在 2026 年 8 月进一步扩到中部、北陆、四国，服务范围达到 1 都 31 县。

中期计划把电力事业明确列为与燃气并列的增长轴，目标 2030 年度客户 10 万件，电力销售量规划从 2025 年度约 41 百万 kWh 提高到 2026 年度 78、2027 年度 131、2028 年度 198 百万 kWh。

但当前电力仍包含在燃气事业而非独立报告分部；2025 年度 41 百万 kWh 与 457 百万 m³ 城市燃气主业相比，经济规模仍小。

所以本轮不把电力零售包装成已经成熟的第二利润柱，而定义为：有明确产品、全国扩张、供应/电源布局 and 量化目标的高 VOI 增长期权。

01.3 | 当前答案：资产折价真实，但重估要靠 ROE 而不是账面净值

公司财务安全性正在改善：2026 财年经营现金流 116.67 亿日元、有息负债下降 44.85 亿、自己资本比率 54.2%；Q1 自己资本比率进一步升到 57.1%。

但低 PBR 并非市场错误的自动证明。

只要 ROE 停在 3% 左右，即使账面资产真实，市场也有充分理由长期给折价。

本轮真正有吸引力的地方在于：管理层已经承认问题并提出了可证伪的改善路径——ROE 8%、资本成本约 5%、气价结构调整、电力扩大、投资效率和政策持股检证。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 燃气是现金流底盘，电力与周边服务是新增资本回报尝试

2026 财年集团销售 883.96 亿日元。

其中报告口径：

- 燃气事业销售 688.77 亿、分部利润 9.61 亿；
- LPG 事业销售 181.01 亿、分部利润 2.70 亿；
- 其他事业销售 46.09 亿、分部利润 2.08 亿；
- 连结调整后集团营业利润 15.84 亿。

燃气仍然是绝对主轴。

公司当前的变化，是试图在这条稳定但低回报的基础设施上叠加电力、新能源、能源服务和数字化销售渠道。

02.2 | 燃气商业模式具有成本传导，但不是即时传导

城市燃气采用原料费调整制度，把 LNG/LPG 进口成本变化按规则反映到销售单价。

这降低长期商品价格裸露风险，却存在明显时间差。

2027 财年 Q1 就是直接例子：LNG 销售增加使集团增收，但原料价格变化尚未完全反映到售价，燃气分部利润同比下降 70.2%。

因此季度利润会受到原油、汇率和传导时滞影响，不能把单季毛利率直接年化。

02.3 | 2026 年基本料金上调是在修复固定成本回收

公司 2026 年决定提高一般燃气及家庭/业务选择约款基本费：最终一律提高 440 日元；为缓冲客户负担，2026 年 8 月起先提高 220 日元，2027 年 4 月起全额实施。

公司给出的理由是物价上涨导致业务相关固定成本提高，单靠内部降本已难以维持原料金水平。

这不是成长故事，而是成熟基础设施公司非常重要的盈利结构修复：让固定服务/保安/运维成本更多通过固定料金回收，而不是完全依赖气量。

02.4 | 电力是从本地客户延伸到全国市场的第一次真正跨区域业务

燃气管网天然受地理限制，电力零售没有同样限制。

“このまち電気”采用市场联动型价格，公司通过清晰料金体系和支付机制降低月度价格波动感知；2026 年又加入低压动力产品。

如果客户数和销量按计划扩大，电力的战略意义不仅是增加销售额，而是让广岛燃气第一次拥有可全国复制的能源客户获取模型。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 约 42 万城市燃气客户构成最稳定的关系资产

2026 财年末城市燃气客户 419,257 户，同比增加 923 户。

在广岛地区人口结构压力下还能维持净增加，说明客户网络并未立即衰退。

但销量并没有同步增长：2026 财年城市燃气销售 457 百万 m^3 ，同比-0.5%；家庭用 92 百万 m^3 、同比-1.5%，业务用 281 百万 m^3 、同比-5.0%。

这正说明“客户数稳定”与“每户用气下降”可以同时发生。

03.2 | 工业/大口需求是燃气量最重要的边际变量

家庭需求受气温、人口和节气影响，长期难以高增长。

公司中期计划因此重点推动工商业客户从油/煤转向天然气，并规划城市燃气总销售从 2025 年度约 479 百万 m^3 提高到 2028 年度 508 百万 m^3 。

这种增长若来自大型工业用户，单位销售获取成本可能比大量家庭拉新更低，但也会提高大口客户集中风险。

03.3 | LNG 采购与地缘风险不能被原料费调整完全消除

公司披露仍从俄罗斯采购部分 LNG，并假设采购可以继续会计估计。

目前供应未发生中断，但俄罗斯相关制裁、航运、保险和合同变化都可能影响物理供应。

原料费调整能转嫁价格，不能制造缺失的气源。

因此能源安全、采购来源分散和库存/船期仍是一阶风险。

03.4 | LPG 提供第二种区域能源渠道，但盈利波动也明显

2026 财年 LPG 销售 181.01 亿日元、分部利润 2.70 亿，同比利润下降 35.1%。

公司计划通过代理店化、M&A、共同配送/销售以及工业燃料转换扩大 LPG。

它可以覆盖管网外客户，但同样面临燃料价格、配送效率和区域人口结构压力。

03.5 | 其他事业提供非能源现金流，但尚不足以改变集团性质

其他事业包含建筑和高龄者服务等，2026 财年销售 46.09 亿、利润 2.08 亿。

销售同比增长 17%，但利润下降 3%。

这些业务可以分散能源周期，却还没有形成集团第二主轴。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 城市燃气管网具有真实地域壁垒

管网、制造设备、保安系统、施工能力和客户关系需要长期资本投入与监管许可。

这种基础设施不容易被新进入者复制。

但终端能源需求可以在天然气、LPG、电力、热泵、太阳能等方式之间切换，所以护城河不是“客户永远不会走”，而是在区域综合能源关系中拥有最强现有入口之一。

04.2 | 中国电力既是竞争者，也是公司跨区域电力战略的参照物

“このまち電気”最初进入中国电力网络区域，随后跨向关东、东北、中部、北陆和四国。

这使竞争从传统的“地方燃气公司之间”变成与大型电力、新电力和全国数字渠道竞争客户。

广岛燃气的优势是既有品牌、能源客户关系和未来可再生电源；弱点是电力规模和交易/风险管理经验尚处早期。

04.3 | 市场联动型电价把风险更直接地传给客户，也降低固定价错配

固定价零售在批发电价暴涨时可能吞噬利润。

广岛燃气选择市场联动型产品，经济上更接近把批发价格变化传递给用户，并用支付设计平滑体感。

这能降低长期价格错配风险，但会把客户留存和产品透明度变成新的竞争变量。

04.4 | 岩谷产业 11.06%持股构成重要产业关系，但不是控制股东

2026 年 6 月底第一大股东岩谷产业持股约 11.06%；其后为信托银行、生命保险、广岛银行、广岛电铁和西部ガス HD 等。

股权结构呈现地方金融/产业网络色彩，没有单一绝对控制方。

这对长期合作稳定有帮助，也意味着资本政策可能更偏稳健而非激进。

05 | 护城河判断

广岛燃气的护城河属于强区域基础设施壁垒 + 低至中等增长型客户关系优势。

强项包括：

- 城市燃气制造、管网和保安体系；
- 约 42 万燃气客户；
- LNG 采购和区域供应能力；
- 约 1,676 名集团员工形成的运营/施工/客户服务组织；
- LPG 与工程等补充渠道；
- 地方品牌与产业/金融关系。

正在形成但尚未证明的第二层壁垒包括：

- 全国电力零售客户获取能力；
- 市场联动型电价产品和渠道；
- 可再生能源电源；
- LAES 等储能技术；
- DX 和跨商品客户关系。

反证同样明确：ROE 只有 3%，说明这些资产虽然难复制，却没有自动转化成高经济租金。

所以当前最准确的表述是：“资产壁垒强，资本回报壁垒弱。”

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2026 财年利润改善，但盈利率仍偏低

2026 财年：

- 销售 883.96 亿日元，同比-3.5%；
- 营业利润 15.84 亿，同比+26.5%；
- 经常利润 26.02 亿，同比+36.3%；
- 归母净利润 21.05 亿，同比+24.7%；
- 营业利润率约 1.8%；
- ROE 约 3.0%。

利润改善主要来自费用效率、原料/销售结构及持分法投资收益增加，但绝对盈利率仍低。

06.2 | 经营现金流明显强于会计利润，是重要正面证据

2026 财年经营现金流 116.67 亿日元，高于 21.05 亿归母净利润。

其中折旧约 76 亿日元，基础设施企业本来就会形成较大非现金费用；仕入债务增加也贡献了现金。

因此不能简单把 OCF/净利润倍数当作永久高现金转换率，但“持续正 OCF + 可覆盖投资”本身仍是资产安全的重要证据。

06.3 | 自由现金流 2026 财年转正，并用于明显降债

投资现金流约-84.32 亿日元，经营现金流减投资现金流约形成 32.35 亿日元正自由现金流。

财务现金流-54.07 亿，主要包括长期借款偿还 59.20 亿和分红 8.24 亿。

有息负债年末 403.47 亿，较上一年 448.32 亿减少 44.85 亿；现金及现金等价物 163.64 亿。

这不是净现金公司，但杠杆方向在改善。

06.4 | 资产负债表安全性继续提升

2026 财年自己资本比率 54.2%，Q1 进一步升到 57.1%。

Q1 末总资产 1,255.62 亿、净资产 749.90 亿；长期借款从 178.82 亿降到 151.82 亿，社债 160 亿保持不变。

在能源基础设施行业，这给公司推进成长投资提供了相当缓冲。

06.5 | 投资有价值证券 170 亿日元是低 PBR 研究里不能忽略的资产效率问题

2026 财年末投资有价值证券 170.87 亿日元，约相当于自己资本的 24%。Q1 又升至 176.48 亿。

其中包含哪些政策持股、战略投资和纯金融资产，需要逐项拆分；公开中期计划已经把“政策保有株式的持续检证”列为提高资产效率的一环。

对于 PBR 0.43 倍公司，如果低回报金融资产长期不动，账面折价会有经济理由；如果逐步变现并投入高 ROIC 项目或返还股东，折价才可能真正缩小。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 董事会外部监督框架存在

公司治理页面披露，董事会由 11 名董事构成，其中 4 名为社外董事；监察役会 4 名中 2 名为社外监察役。

指名委员会和报酬委员会半数以上由社外役員构成。

这不能保证资本配置一定优秀，但形式上具备较好的外部监督结构。

07.2 | 大股东结构体现地方产业网络

岩谷产业持股 11.06%，其后包括 Master Trust、明治安田生命、广岛银行、日本生命、广岛电铁、西部ガス HD 等。

这种结构有利于长期关系稳定，但也可能强化成熟公用事业“稳健优先、资本回报改革缓慢”的惯性。

本轮没有把这种可能性当成事实，只保留为治理观察点。

07.3 | 公司已经公开承认资本成本问题，这是重要治理进步

中期计划明确写明：PBR 远低于 1 倍、ROE 低于股东资本成本；公司认知股东资本成本约 5%，2030 年 ROE 目标 8%。

相比只宣传增长，这种自我诊断更有信息价值。

真正的验收不是 PPT，而是未来几年 ROE、资产周转率、政策持股和资本配置是否改变。

07.4 | 政策持股仍是未来治理重点

公司明确把政策持股持续验证写入 PBR 改善措施。

鉴于投资有价证券规模较大，本轮将其列为高优先 Research Debt，而不是假设管理层已经完成优化。

08 | 资本政策

08.1 | 分红政策稳定，但回报强度仍偏温和

公司以稳定持续分红为基础，并以剔除短期利润波动后的连结配当性向 30% 以上为目标。

近年年度分红：

- 2022 财年 10 日元；
- 2023 财年 12 日元；
- 2024 财年 12 日元；
- 2025 财年 12 日元；
- 2026 财年 12 日元；
- 2027 财年预测 12 日元。

按 448 日元约 2.7% 收益率，属于有现金回报但不高。

08.2 | 当前资本配置优先级是降债 + 基础设施 + 新能源，而不是回购

2026 财年自由现金流主要用于偿债和分红。

2026 年度设备投资计划约 102 亿日元，其中约 13 亿为碳中和投资；2027/2028 计划分别约 72 亿和 64 亿。

公司还在讨论更大型投资和 CN 投资。

因此资本配置质量将越来越取决于项目回报，而不是单纯财务安全。

08.3 | 2030 ROE 8% 是最重要的资本纪律验证线

公司认知股东资本成本约 5%，目标 ROE 8%。

从 3% 提高到 8% 不可能只靠削减费用，需要同时：

- 提高燃气固定成本回收；
- 扩大电力/新能源等增长收入；
- 控制低回报资本开支；
- 提高资产周转率；
- 优化政策持股/现金；
- 必要时增强股东回报。

这使 ROE 目标具备强可证伪性。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.43 倍 PBR 很低，但低 ROE 解释了大部分折价

9 月 18 日收盘 448 日元，PBR 约 0.43 倍。

账面净资产每股约 1,040 日元，表面折价巨大。

但 2026 财年 ROE 只有 3.0%，低于公司认知的约 5% 股东资本成本。

因此市场并非必然“错杀”；它在给低资本效率定价。

09.2 | 约 14 倍预测 PER 并不极低

公司预测 EPS 32.01 日元，对应 448 日元约 14 倍 PER。

在成熟公用事业里，这不是高估，但也不像 PBR 那样极端便宜。

如果 ROE 向 8% 移动，PBR 重估空间明显；如果 ROE 长期停在 3%，14 倍 PER 已经要求盈利稳定。

09.3 | 2026 基本料金上调是估值最重要的现实修复变量之一

基础费用最终提高 440 日元，对约 42 万燃气客户而言有明确收入意义，但实际净利润贡献还取决于合同类型、适用客户、成本和客户变化。

本轮不把 $440 \times$ 客户数简单粗算成利润，而把它作为“固定成本回收改善”的方向性证据。

09.4 | 电力零售是估值可选项，不能提前资本化成成熟利润

2030 10 万件、电力销售量快速增长和全国区域扩张为增长期权。

但目前电力尚未单独披露利润，2025 财年销量只有 41 百万 kWh。

因此估值上保留期权价值，但不为尚未证明的电力利润给高倍数。

09.5 | 当前安全边际来自资产折价 + 现金流，而不是“股价仍在历史低位”

448 日元已经是 2026 年新高附近，并突破过去十年多数时间的 300—415 区间。

所以价格位置不再是纯底部。

真正安全边际来自：高自己资本比率、正 OCF、降债、0.43 倍 PBR 和可验证的 ROE 改善路径。

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 3907。该图为 Section 10 公开视觉权威；Technical 判断同时基于 1996 年以来长期真实年次价格、2026-09-18 完整交易日和重大事件后价格响应，不以单张 Owner 图替代价格研究。

10.1 | Technical Question：长期 300—400 日元平台刚向上突破，是真迁移还是又一次脉冲 广岛燃气长期价格历史很适合用“历史记忆”理解。

1996—2014 多数年度价格活动在 200—350 日元；2004—2006 曾冲到 559/519，但随后又长期回落。2015 年再次冲到 515，2016 又跌到 296。

这意味着过去两次高位脉冲都没有永久改变价格中心。

因此本轮最重要的 Technical Question 是：

2026 年突破 415—430 并触及 453，能否与过去 2005/2015 的脉冲不同，真正把长期价格中心抬到 400 以上。

10.2 | Chart Truth：2017—2025 形成了非常清晰的 300—415 多年度平台 近年年度结构：

- 2017：高 384、低 342、收 370；
- 2018：高 420、低 315、收 342；
- 2019：高 366、低 320、收 359；
- 2020：高 392、低 302、收 375；
- 2021：高 427、低 351、收 368；
- 2022：高 371、低 308、收 344；
- 2023：高 414、低 334、收 382；
- 2024：高 407、低 360、收 385；
- 2025：高 415、低 311、收 381；

- 2026 截至 9 月 18 日：高 453、低 361、收 448。

九年多时间里，上沿反复落在 400—420，下沿多次落在 300—350。

这不是短期整理，而是强历史记忆平台。

10.3 | 2025 低点 311 → 2026 低点 361，是本轮突破质量的重要前置证据

2025 年股价曾下探 311，但年末重新收 381。

2026 年低点抬到 361，之后在 9 月突破过去多年高点区并收 448。

这满足用户长期偏好的一个关键特征：尾端突破之前，最近一轮回落没有破坏历史低位结构，反而把低点抬高。

10.4 | 突破已经发生，但“突破后回抽不破”还没有完成

9 月 16 日高点 453，9 月 18 日收 448。

价格已经越过 2018 高 420、2021 高 427、2023 高 414、2025 高 415，说明旧上沿正在被测试/突破。

但时间还太短，尚未经历一次真正回抽。

因此当前 Technical 不能直接升级为成熟迁移确认；最有信息价值的是未来回到 415—430 时，市场是否把旧阻力变成支撑。

10.5 | Historical Memory：旧 300—380 中心仍很强，但正在首次被系统性挑战

2017—2025 年末价格几乎都落在 342—385 之间。

这种年末聚集说明长期记忆极强。

2026 若能在 400 以上持续数月甚至以 400 以上收年，才是第一次清晰打破这段记忆。

10.6 | Damping / Compression：这是典型的多年低能量平台末端

相较 2004—2006 和 2015 的大幅脉冲，2017 以后年度波动收窄，价格反复回到 300—400 中间区域。

2023—2025 尤其呈现低波动横向组织。

2026 突破因此更像“长期压缩后的释放”，而不是孤立事件跳涨。

但真正高质量状态转换仍需要释放之后的保留。

10.7 | 重大基本面事件响应：资本成本计划和气价上调之后，价格逐步而非一次性重估

2026 年 4 月公司公布中期计划，明确 PBR/ROE 问题、电力扩张和气价调整；5 月本决算确认现金流/降债，8 月 Q1 虽然减益，股价没有重新回到 360 附近，而在 9 月创出 453 年内高点。

Technical 只记录市场结果：坏的 Q1 利润并没有破坏新高路径，说明市场目前更看重价格结构修复、中长期 ROE 路径或防御价值。

但这种解释仍需后续价格保留验证，不能把原因当作已证明因果。

10.8 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State 定义为：

广岛燃气经历 2017—2025 约 300—415 日元的长期平台压缩后，2026 低点抬升至 361 并首次有效突破多年 400—427 上沿，9 月收盘接近 448；这是一项高质量早期状态迁移信号，但尚缺一次突破后回抽 415—430 区域并成功保留的确认。

Technical Confidence：HIGH。

10.9 | Price-Fundamental Timing

当前属于 Price-led early migration。

基本面 ROE 仍只有 3%，Q1 利润还在下降；价格却先突破多年平台。

这意味着市场在提前定价气价结构修复、电力/新能源增长和资本效率改善。

如果这些基本面兑现，价格迁移有支撑；如果 ROE 长期不升，当前突破更可能退化为过去 2005/2015 那类高位脉冲。

10.10 | 下一次最有信息价值的价格证据

重点观察：

- 415—430 旧平台上沿回抽时是否保持；
- 400 是否成为新的长期最低记忆区域；
- 453 突破后是否能在 450 以上停留，而不是快速回落；
- 2027 财年 2Q/全年盈利兑现时价格是否继续保留；
- 若出现外部能源价格冲击，361 年内低点是否仍然安全。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 原油、LNG 与汇率风险

Q1 JCC 从 75 美元/桶升到 113 美元，美元兑日元从 145 升到 159。

原料费调整最终能传导大部分价格，但存在时间差，季度利润会被压缩。

11.2 | 俄罗斯 LNG 与供应安全

公司仍从俄罗斯进口部分 LNG，并披露目前供给正常。

地缘政治、制裁、船运或合同变化可能影响实物采购；这一风险不能靠价格调整解决。

11.3 | 人口、节气和电气化

人口减少、高龄化、建筑节能以及热泵普及可能降低每户天然气使用量。

客户数稳定不代表气量稳定，2026 财年就是直接反证。

11.4 | 电力全国扩张的获客/风险管理风险

市场联动型产品降低固定价采购错配，但公司仍需要管理 JEPX 结算、区域损失率、平衡成本、代理渠道、坏账和客户流失。

目前公开资料不足以证明客户获取成本和单位经济性已经成熟。

11.5 | 资本开支与低 ROE 风险

2026 年度 102 亿设备投资相当于 2026 财年营业利润的约 6.4 倍。

基础设施投资有必要，但如果新增项目回报低于约 5% 的资本成本，ROE 8% 目标会越来越难。

11.6 | 政策持股/投资证券资本效率

约 170 亿日元投资有价证券规模很大。

如果其中大量为低回报政策持股，会继续拖累资产效率；若能优化并转向成长/股东回报，则可能成为 PBR 修复催化剂。

11.7 | 催化剂

正面催化剂包括：

- 2026/2027 基本料金上调完全落地；
- 2027 财年营业利润 20 亿预测兑现；
- 电力销售量从 41 向 78/131/198 百万 kWh 计划推进；
- “このまち電気”客户数和全国覆盖持续扩大；
- 大野浦生物质与其他再生能源形成稳定现金回报；
- 2030 电力 10 万件和再生能源 6 万 kW 逐步兑现；
- 政策持股/低效资产优化；
- ROE 从 3% 向 5% 资本成本以上移动；
- 股价回抽 415—430 后成功保留。

12 | 反常识发现

12.1 | Power44 最重要发现：电力现在还不是利润柱，但它可能是公司摆脱“地域燃气低 ROE”的关键

2025 财年电力销售量只有 41 百万 kWh，当前还小。

但燃气业务受管网地域限制，电力零售可以跨区域复制；中期计划甚至把它明确写成未来新业务分部候选。

所以电力的价值不应按今天利润大小判断，而应按能否提供一个不依赖广岛管网的可扩展客户模型来判断。

12.2 | 低 PBR 最强反证就在公司自己文件里：ROE 低于资本成本

市场给 0.43 倍 PBR 并不神秘。

公司自己认知资本成本约 5%，ROE 只有 3%，这已经解释了折价的经济基础。

真正的重估不是“市场发现账面资产”，而是 ROE 跨过资本成本。

12.3 | 经营现金流看起来极强，但其中有成熟基础设施折旧和营运资金贡献

116.67 亿 OCF 远高于 21.05 亿净利润，很容易得出“现金质量极高”。

但其中约 76 亿折旧、仕入债务增加都是重要组成。

这不是负面，而是提醒：判断资本效率必须把维护/更新投资也放回去。2026 财年扣除投资后约 32 亿自由现金流才更接近真正可分配缓冲。

12.4 | 2026 年的气价改革可能比任何新能源故事更快影响 ROE

全国电力扩张、LAES 和生物质很吸引眼球，但短期最直接的利润修复可能只是“固定成本终于能通过基本料金回收”。

这类看起来不性感的价格结构变化，反而可能比小规模新能源更快改变营业利润。

12.5 | Technical 比基本面提前了一步

基本面 ROE 仍低，股价却已经突破多年平台。

这不是自动正面；它制造了非常清晰的验证：如果未来 ROE 不改善，价格领先会被证伪；如果 ROE 改善，当前突破可能是状态迁移的早期定价。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 燃气主业

- 2027 财年城市燃气销售能否达到 463 百万 m^3 ；
- 基本料金从+220 日元过渡到+440 日元后的收入/客户流失；
- 原料费调整时滞对季度毛利的影响；
- 工业燃料转换和新大口客户；
- 俄罗斯 LNG 及其他采购来源变化。

13.2 | Power44 电力专项

- “このまち電気”实际客户数和净增；
- 全国各区域获客成本与解约率；
- 电力销量 78→131→198 百万 kWh 规划的兑现；
- 市场联动型产品在电价高波动期的客户留存；
- 电力业务何时单独形成可量化利润披露；
- 大野浦生物质、风电、LAES 和其他电源如何参与采购/零售组合；
- 2030 年 10 万件目标是否仍具经济意义，而不是只追求规模。

13.3 | 资本效率

- ROE 何时超过约 5% 的资本成本；
- 2030 年 8% ROE 路径；
- 2026—2028 设备投资实际回报；
- 投资有价证券/政策持股压缩；
- 自己资本比率和有息负债是否继续改善；
- 现金是否积累过度或开始更多返还股东。

13.4 | 治理与股东回报

- 连结配当性向 30% 以上是否真正持续；
- 是否出现回购/注销等更直接每股资本效率动作；
- 政策持股检证结果；
- 新事业投资是否有清晰退出纪律。

13.5 | Technical

- 415—430 突破回抽；
- 400 上方停留时间；

- 450—453 再突破后的保留；
- 361 年内低点是否成为明显更高的长期低点；
- 盈利改善/恶化后价格是否继续表现出新的高位记忆。

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	自己资本比率 54.2%、Q1 升至 57.1%，OCF11 6.67 亿、有息负债下降；但能源基础设施和 LNG 采购仍是资本/商品密集型。
竞争优势与结构耐久性	14	74	10.36	管网、制造/保安体系、约 42 万客户和区域品牌复制成本高；人口、电气化与跨能源竞争限制长期经济租金。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	57	9.69	OCF 与自由现金流明显改善，降债真实；但营业利润率 1.8%、ROE3.0 % 低于资本成本，资本效率仍是最大短板。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	72	7.92	燃气/LPG 底盘稳定，电力和新能源提供可扩张第二轴；仍高度依赖区域需求、LNG/汇率和基础设施利用率。
估值与安全边际	15	84	12.60	0.43 倍 PBR 极低、资产负债表稳、FCF 转正；约 14 倍预测 PER 并不极端，低 ROE 解释部分折价。
资本配置与股东回报	10	63	6.30	降债、30%以上配当性向和投资纪律方向正确；大量投资证券、无明显回购以及高资本开支仍需更强资本效率动作。

治理、所有权与管理层	7	70	4.90	社外董事/监察、指名/报酬委员会及资本成本披露较完整；地方产业股东网络稳定，但政策持股与投资退出纪律仍待验证。
Kabugami 技术结构	13	76	9.88	2017—2025 多年 300—415 平台后，2026 低点抬升并突破多年上沿，属于高质量早期迁移；尚缺突破后回抽确认。
总分	100		71.79	B+

14.1 | 为什么是 B+

广岛燃气最强的部分是：基础设施真实、财务安全、现金流改善、估值折价大，而且管理层已经开始正面处理资本成本问题。

最弱的部分同样清楚：ROE 只有 3%，也就是说这些安全资产还没有赚出足够高的股东回报。

所以 B+代表：低估值和改革路径都值得认真跟踪，但必须看到 ROE/资本效率真正改善，不能只因为 PB 低就把它当成高质量价值股。

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 2026-08-07 发布的 2027 年 3 月期 Q1；本轮已纳入 2026-07-01 大野浦生物质发电商业运行及 2026-08-03 后“このまち電気”新区域扩张。Technical settled 观察使用 2026-09-18 完整交易日，不把未完成交易日价格当作确认。

Power44 临时电力方向只作为 Open Discovery 起始 VOI 假设。研究确认电力目前财务规模仍小于燃气主业，但被公司明确列为与燃气并列的增长轴，拥有全国区域扩张、销量与 2030 客户数目标，因此属于 material future domain。本轮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 3907 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. 広島ガス | 2027 年 3 月期第 1 四半期決算短信（2026-08-07）

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/ir/upload_file/m004-m004_02/260807_tan.pdf

2. 広島ガス | 2026 年 3 月期決算短信（2026-05-11）

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/ir/upload_file/m004-m004_02/260511_tan.pdf

3. 広島ガス | 2026 年度グループ中期経営計画 (2026-04-02)

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/w_new/release/2026/image/plan0402.pdf

4. 広島ガス | 2026 年度事業計画

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/w_new/release/2026/plan2026_02.htm

5. 広島ガス | 都市ガス料金改定 (2026-03-16)

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/w_new/release/2025/ryokin0316.htm

6. 広島ガス | このまち電気・中部/北陸/四国エリア拡大 (2026-06-25)

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/w_new/release/2026/konomachidenki0625.htm

7. 広島ガス | このまち電気 (低圧動力) 販売開始 (2026-01-13)

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/w_new/release/2025/konomachidenki0113.htm

8. 広島ガス | このまち電気販売開始 (2025-02-26)

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/w_new/release/2024/konomachidenki0226.htm

9. 広島ガス | 大野浦バイオマス発電所営業運転開始 (2026-07-01)

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/w_new/release/2026/biomass0701.htm

10. 広島ガス | コーポレート・ガバナンス

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/ir/management/management_03.html

11. 広島ガス | 株主還元 (配当等)

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/ir/stock_bond/stock_bond_02.html

12. 広島ガス | 株主の状況 (2026-06-30)

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/ir/stock_bond/stock_bond_04.html

13. 広島ガス | 連結損益計算書

https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/ir/finance/finance_05.html

14. 広島ガス | IR カレンダー/資料室

<https://www.hiroshima-gas.co.jp/com/ir/calendar.html>

15. Yahoo!ファイナンス | 9535 2026-09-18 価格/PER/PBR

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9535.T/history>

16. 株探 | 9535 長期年次価格履歴

https://s.kabutan.jp/stocks/9535/historical_prices/yearly/

17. IRBANK | 9535 IR/株価・長期估值参考

<https://irbank.net/9535>

18. Owner 提供 9535 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3907；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

- “このまち電気”实际客户数、获客成本、解约率和单位客户毛利；
- 市场联动型电价在极端 JEPX 价格下的坏账/流失/利润表现；
- 电力采购组合、平衡成本和套期政策；
- 2030 年电力 10 万件目标对应的收入、营业利润和资本需求；
- 大野浦生物质、北海道小型风力、LAES 等项目的项目级 IRR/ROIC；
- 2026—2028 设备投资的项目回报和维护资本占比；
- 投资有价证券约 170 亿日元中政策持股、战略持股和纯投资资产的拆分；
- 俄罗斯 LNG 采购比例、合同期限和替代来源；
- 基本料金上调完全实施后的客户流失、销售量和利润净效应；
- ROE 从 3% 跨过约 5% 资本成本并向 8% 目标靠近的真实桥梁；
- 415—430 日元突破区域首次回抽的保留质量。

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 9535 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。