

9539 京葉瓦斯株式会社 (KEIYO GAS CO., LTD.)

Kabugami V3.2 75.58/100 · A

这家公司是做什么的

京葉瓦斯以千叶县市川、松户、船桥等地区的城市燃气为核心，同时向家庭和企业销售电力，并经营LPG、燃气/电气设备与生活服务，以及Leaf City市川等不动产开发和租赁。

最近亮点

2026财年上半年销售644.46亿日元、同比-1.4%，营业利润53.71亿日元、同比+14.1%，经常利润62.65亿日元、同比+24.1%，归母净利润45.04亿日元、同比+24.3%。燃气销量因气温和业务用设备稼动下降…

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	d3b2773eff2fa1057da036199138b07d9d525f4c
评分版本	V3.2
发布源 SHA	be4f4baf5a31261f7d6d7aaf7ce5292eedec6146
交付代码版本 SHA	be4f4baf5a31261f7d6d7aaf7ce5292eedec6146
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	2025 财年经营现金流 136.99 亿日元、投资现金流-130.89 亿日元，主业现金基本覆盖投资；2026 年中期现金 258.70 亿、自己资本 1062.22 亿、自己资本比率 58.2%。城市燃气客户 2025 年突破 100 万件，电力上半年销售 323GWh 且继续增长；Leaf City 市川把旧工场土地转成持续租金资产。中期计划明确把能源、生活服务、不动产三大领域作为增长路径，并以 2027 年经常利润 60 亿、ROE4.5%为目标。
最需要担心什么	2026 全年营业利润预计 29 亿、同比-24.5%，显示上半年高利润具有强季节性；燃气销量受气温、人口/节能和工商业稼动影响。投资有价证券中期达到 386.61 亿日元，约相当于自己资本 36%，低 PBR 背景下资本效率问题显著。电力零售虽已有实际规模，但利润仍并入能源分部，无法证明独立 ROIC；不动产扩张会提高长期资本绑定。LNG/LPG、汇率、批发电力和监管变化也会通过价格调整时滞影响利润。
Kabugami 现在怎么看	京葉ガス真正的投资问题已经从“地方燃气公司不够便宜”转向“能否把 100 万客户和成熟管网转化为更高资本回报”。燃气客户和供给网络提供稳定入口，电力零售把同一客户关系扩展到第二能源，生活服务提高每户关系价值，旧工场不动产则把低利用率土地变成租金资产。Power44 专项确认电力并非附属业务；2026 上半年销量 323GWh、同比+9.1%，但公司仍不单独披露电力利润，因此不能提前把它当成成熟第二利润柱。当前 A 来自强基础设施壁垒、现金流和资产负债表、低 PBR、累进分红以及 2023—2026 明显的价格中心修复；最大的反证是 ROE 仍低、金融资产占用大，且公司 2027 年 ROE4.5%目标本身也并不高。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：100 万燃气客户能否变成更高 ROE 的平台资产

京葉ガス最容易被理解成“千葉地方燃气公用事业”。

这种描述没有错，但已经不足以解释公司的资本配置方向。

2025 年 5 月，公司的城市燃气客户达到 100 万件。这个客户基盘并不只消费燃气：公司同时销售电力、设备、生活服务，并开始把客户/区域关系延伸到不动产和社区服务。

所以本轮最重要的问题是：

京葉ガス能否在保持燃气安全供给和网络韧性的同时，提高同一客户的电力/服务渗透率、释放低利用率土地价值，并缩减低回报金融资产，使 ROE 从低个位数稳定提升到资本成本以上。

01.2 | Power44 起始问题：电力零售是真增长，还是燃气客户的附带销售

本轮证据给出的答案是：电力已经 material，但尚未证明独立高回报。

2026 年上半年电力零售销量 323.425GWh，同比+9.1%；公司明确称增长来自客户件数增加。

这一规模对地方燃气公司已经不能忽略。

更重要的是，中期计划把“电气销售强化”放在能源领域核心措施中，并计划利用既有客户接点扩大销售、发展再生能源和 VPP/聚合能力。

但财务披露把燃气与电力合并放在“能源”分部，电力独立毛利、获客成本、客户流失、采购组合和 ROIC 仍是 UNKNOWN。

因此本轮不把 323GWh 直接转换为价值，而把它定义成已经进入核心商业系统、但利润质量仍需拆开的第二能源关系。

01.3 | 当前答案：低 PBR 有改善路径，但资本效率尚未完成重构

公司 2024 年中期计划把 2021—2023 三年平均 ROE 1.3% 作为出发点，目标 2027 年 ROE 4.5%、经常利润 60 亿日元。

2025 财年经常利润 46.35 亿，已明显接近利润目标；但 ROE 仍仅约 3% 左右。

与此同时，2026 年中期投资有价证券 386.61 亿日元，约相当于自己资本 1062.22 亿的 36%。

这意味着京葉ガスの重估不能只靠业务增长，还需要资产负债表里的资本重新分配。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 燃气仍是现金流和客户入口的核心基础设施

公司在市川、松户、鎌谷、浦安全域及船桥、柏、流山、白井、习志野、我孙子等部分地区供气。

城市燃气业务依赖长期管网、制造/储存、保安、施工和客户服务体系，这些物理资产和组织能力构成高进入壁垒。

2025 财年集团燃气表安装数 1,074,418 件、燃气销量 672 百万 m³；客户数多年持续增加。

02.2 | 气价具有成本调整机制，但利润仍会受时滞和需求影响

LNG/LPG 原料价格通过原料费调整制度反映到终端价格，但存在数月时滞。

同时，气温、水温、节能和工商业设备稼动直接改变销量。

2026 上半年家庭用气同比-2.9%，业务用-2.3%，总销量-2.6%，就是这一商业模式的现实波动。

2026 年 9 月起公司又把燃气料金平均上调约 2.6%，理由是物价和运营成本上升已无法完全通过内部效率消化。

这项料金改革属于结构性固定成本修复，而不是商品价格波动本身。

02.3 | 电力把原有客户接点转化成第二能源合同

京葉ガス同时销售低压和高压电力。

2026 年上半年电力零售 323.425GWh，同比增长 26.879GWh。

电力的战略价值不只是多卖一项商品，而是：

- 提高同一家庭/企业客户的关系深度；
- 利用账单、客服和销售渠道降低获客成本；
- 未来可以叠加非化石价值、分布式能源、储能和需求响应；
- 降低公司完全依赖燃气销量的长期结构风险。

02.4 | 生活服务正在从小业务变成可见利润来源

2026 上半年生活服务销售 43.05 亿日元，同比+38.1%，分部利润 6.29 亿，同比+125.2%。

增长来自学校等客户的燃气空调设备销售和周边服务。

这说明公司并非只能靠能源价差赚钱，设备/工程/维护和生活服务能够从客户关系中创造更高附加值。

但单季设备销售可能有项目性，仍需要多期验证持续性。

02.5 | Leaf City 市川代表土地资本从沉淀资产转向运营资产

公司把旧市川工场地块开发为 Leaf City 市川，并通过租赁住宅、酒店、商业/社区设施等扩大不动产收入。

2026 上半年不动产销售 12.65 亿日元、利润 6.18 亿日元，同比利润+80.7%。

对低 ROE 公用事业而言，这种“把低利用率土地变成持续租金”比单纯账面重估更有价值，因为它真正提高资产收益。

03 | 客户、产品与供应链

03.1 | 100 万城市燃气客户是最重要的非财务资产

2025 年 5 月公司城市燃气客户达到 100 万件，从 2016 年的 90 万件增加 10 万件。

这说明即使日本人口整体下降，千叶西北部城市带仍具一定人口/住宅韧性。

客户关系同时给电力、设备、生活服务和未来数字服务提供天然入口。

03.2 | 客户数增长并不保证燃气量增长

2025 财年燃气表数继续增加，但 2023—2025 燃气销量大致为 662→665→672 百万 m³，增长并不快。

2026 上半年总销量又同比下降 2.6%。

这说明长期投资逻辑不能依赖“每户继续多用气”，必须提高客户组合价值。

03.3 | 千叶区位比典型地方燃气市场更有韧性

京葉ガス服务区靠近东京，覆盖市川、松户、浦安、船桥、柏等人口和产业密度较高地区。

相比人口收缩更快的地方城市，这种区位有利于维持客户数、住宅开发和商业用能。

但这并不意味着没有风险：建筑节能、热泵、电气化和小家庭化仍会压低单户用气量。

03.4 | LNG/LPG 供应成本仍是核心输入

公司城市燃气原料包括 LNG、LPG 以及千叶县产天然气。

LNG/LPG 价格随原油、汇率和全球供需变化，原料费调整制度只能转嫁价格，不能消除时间差和物理供应风险。

因此采购组合、长期合同和库存管理仍是盈利质量的重要组成。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 燃气网络壁垒强，终端能源竞争却在增强

管网和保安系统不容易复制，但客户可以选择电力、热泵、LP 气、太阳能等其他能源方式。

京葉ガス因此必须从“燃气供应商”变成“综合能源关系提供者”。

04.2 | 东京电力/东京燃气体系是最重要的外部竞争参照

千叶西北部处于首都圈，消费者对能源供应商的选择比传统地方市场更多。

大型电力、燃气和新电力都能争夺终端合同。

京葉ガスの结构优势是本地燃气网络和长期客户关系；劣势是电力采购规模和全国交易能力不及大型综合能源公司。

04.3 | 电力增长的护城河不应来自低价补贴

如果电力客户只依赖短期折扣或两个月基本费免费等促销获得，经济价值有限。

真正可持续的优势应来自：

- 已有燃气客户的低获客成本；
- 一张账单/一个客服关系；
- 设备和能源管理交叉销售；
- 稳定采购和风险管理；
- 非化石/本地再生能源等产品差异化。

这些单位经济数据目前披露不足，是 Power44 后续最重要的 Research Debt 之一。

04.4 | 不动产把公司带入另一种竞争结构

Leaf City 市川和其他租赁资产面对的不是能源公司，而是房地产开发商、资产管理公司和区域物业运营商。

这能分散能源周期，但也意味着公司需要具备不同的资本配置能力。

如果地产只是持有低收益资产，反而会进一步压低 ROE；只有租金收益和土地价值释放高于资本成本才创造价值。

05 | 护城河判断

京葉ガスの护城河可以分成三层。

第一层最强：城市燃气物理网络与保安能力。

管网、制造/供给设备、长期客户连接和合规安全体系具有高复制成本。

第二层中等：100 万客户关系与区域品牌。

它能降低电力、设备和生活服务的获客成本，但客户并非永久锁定。

第三层仍在建设：电力+生活服务+不动产的多业务协同。

生活服务和不动产已经出现真实利润增长，电力销量也具规模；但尚未证明三者合并后能让集团 ROE 长期提高到高个位数。

所以最准确的判断是：护城河很强，但资本回报转化效率仍弱。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 盈利已经从 2022 低谷恢复，但仍不是高回报状态

集团营业利润：

- 2021：18.70 亿日元；
- 2022：0.39 亿；
- 2023：17.04 亿；
- 2024：14.34 亿；
- 2025：38.39 亿。

2022 原料/能源环境冲击后，公司恢复明显。

但 2026 全年营业利润预测 29 亿、同比-24.5%，说明当前盈利仍会随销量、原料时滞和季节性波动。

06.2 | 2025 经营现金流 136.99 亿，是财务韧性的核心证据

2025 财年：

- OCF 136.99 亿日元；
- 投资现金流-130.89 亿；
- 财务现金流+22.80 亿；
- 年末现金等价物 163.99 亿。

经营现金几乎覆盖当年投资。

其中约 103.51 亿折旧是公用事业高 OCF 的重要来源，因此不能把 OCF 全部当可自由分配现金；但主业现金没有长期依赖外部融资来覆盖所有资本支出，仍是明显正面。

06.3 | 中期资产负债表安全性进一步提高

2026 年 6 月底：

- 总资产 1,824.29 亿日元；
- 净资产 1,098.06 亿；
- 自己资本 1,062.22 亿；
- 自己资本比率 58.2%；
- 现金 258.70 亿；
- 长期借款 278.23 亿；
- 一年内固定负债 35.94 亿；
- 社债 6.37 亿。

财务杠杆并不激进。

06.4 | 投资有价证券 386.61 亿是本轮最大的资本效率反证

2025 年末投资有价证券 341.99 亿，2026 年中期进一步增至 386.61 亿。

这相当于自己资本约 36%。

其中一部分来自市场价格上涨和战略持股，不能简单假定都是可立即出售的闲置资产；但对 PBR 0.4 倍、ROE 低个位数的公司而言，规模已经足以成为核心投资问题。

中期计划也明确提出根据持有目的讨论政策持股缩减。

06.5 | 上半年利润很强，但季节性使全年不能简单年化

2026 上半年营业利润 53.71 亿，已经远高于全年预测 29 亿。

这不是预测矛盾，而是燃气行业冬季需求在上半年集中、下半年常出现低利润甚至亏损。

因此不能把 H1 利润乘二估值。

真正该看的是全年正常化 ROE 与现金流。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 治理框架以地区基础设施稳定经营为核心

公司明确把客户视角、能源稳定供给、保安和地区信任作为治理基础。

对于公用事业，这种保守文化有价值，因为极端追求短期 ROE 可能损害安全和韧性。

但同样的文化也可能让低回报资产、交叉持股和资本积累调整较慢。

07.2 | 中期计划开始明确回应资本市场要求

2025—2027 计划首次更清晰地把 ROE、政策持股、信息披露和股东回报放在同一资本政策框架里。

目标包括：

- 2027 经常利润 60 亿日元；
- ROE 4.5%；
- 讨论政策持股缩减；
- 根据 DOE 等综合判断，推动累进分红。

这是比过去单纯追求稳定经营更清晰的资本市场回应。

07.3 | 4.5% ROE 目标本身仍偏保守

即使 2027 达到 4.5%，对一个 PBR 显著低于 1 倍的上市公司而言，也只是从极低资本效率向“接近最低可接受”移动。

所以目标达成是必要条件，不是重估终点。

若公司未来能把 ROE 稳定提高到 6%—8%同时保持财务安全，PBR 逻辑才会发生更强变化。

08 | 资本政策

08.1 | 累进分红是 2025 年后的明确股东回报升级

公司从 2025 财年起表示综合考虑业绩、财务和 DOE 等，目标实行累进分红。

调整分股后年度股息大致从 2021 年 20 日元、2022—2023 年 20、2024 年 21.7，提高到 2025 年 26 日元（含纪念配当），2026 年预测维持普通配当 26 日元。

这建立了比过去更清晰的最低回报预期。

08.2 | 当前股息率不高，资本效率改善比高分红更重要

1,366 日元对应 26 日元股息率约 1.9%。

所以京葉ガス不是靠高股息本身吸引投资者。

真正价值释放依赖 ROE 提升、金融资产优化和新业务回报。

08.3 | 政策持股/投资证券是最有潜力的资本重配来源之一

386.61 亿日元投资有价证券规模巨大。

即使只有部分属于低战略价值持股，逐步缩减也可能释放用于：

- 网络韧性投资；
- 电力/再生能源；
- 高回报不动产；
- 降债；
- 分红/回购。

未来最重要的是看“卖掉以后钱去了哪里”。

08.4 | 不动产投资必须接受独立 ROIC 考核

旧工场土地开发能释放沉淀价值是正面。

但公司计划进一步扩大不动产投资，物流设施、住宅、高龄者设施等都有可能成为资本消耗型业务。

每个新项目都应和气网、电力或返还股东的替代用途比较，而不能因为“资产多元化”就自动合理。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.41 倍 PBR 极低，但低 ROE 解释了相当部分折价

9月18日收盘 1,366 日元，PBR 约 0.41 倍，BPS 约 3,300 日元。

账面折价明显。

但 2025 归母净利润 32.10 亿对应平均自己资本约近千亿，ROE 仅约 3% 左右；中期计划自己把 2021—2023 三年平均 ROE 1.3% 作为低起点。

因此低 PBR 并不完全是市场忽视资产，而是资本收益率低的结果。

09.2 | 预测 PER 约 14.2 倍并不属于深度盈利折价

公司 2026 预测 EPS 96.41 日元，1,366 日元对应约 14.2 倍 PER。

对于成熟公用事业并不高，但也不是异常低。

因此估值重估更依赖 ROE 改善，而不是简单的盈利倍数均值回归。

09.3 | 金融资产和不动产使账面价值含金量需要拆分

京葉ガスの PBR 低于 1 倍，但账面资产并不只有燃气网络。

大量投资证券和新增不动产都会影响净资产质量。

如果这些资产产生低于资本成本的收益，低 PBR 有合理性；如果公司把它们转成高回报资产或股东现金，折价才有更强收敛基础。

09.4 | 当前价格已从 2022 低位明显修复

2022 年股价最低 766、年末 772；2023/2024 年末 884/885；2025 年末 1,180；2026 年 9 月 18 日 1,366。

价格已经完成一轮明显重估，不再处于绝对低位。

当前安全边际主要来自资产负债表和 PBR，而不是价格位置。

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 3908。该图为 Section 10 公开视觉权威；Technical 判断同时使用 1996 年以来长期真实年次价格、2026-09-18 完整交易日和公司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：2022 年 766 低点后的三年修复，是否已把价格重新带回旧长期高位中心

京葉ガス过去二十多年不是单向上涨。

2004—2007 曾从 500 附近上冲到 1,000 以上；2008 金融危机又跌到 516。2017—2021 价格重新稳定在 800—1,300 区域，但 2022 突然从 1,193 开盘、1,289 高点一路跌到 766 并以 772 收年。

所以本轮最重要的问题是：

2022 的深跌是新下降趋势开始，还是一次大幅重置；2023—2026 持续抬升是否已经恢复更高长期价格中心。

10.2 | Chart Truth：2022 低点之后，高低点和年末价格总体上移

近年年度结构：

- 2021：高 1,234、低 1,053、收 1,174；
- 2022：高 1,289、低 766、收 772；
- 2023：高 915、低 766、收 884；
- 2024：高 984、低 800、收 885；
- 2025：高 1,321、低 840、收 1,180；
- 2026 截至 9 月 18 日：高 1,542、低 1,168、收 1,366。

2023 没有再跌破 766；2024 低点抬到 800；2025 抬到 840；2026 低点直接抬到 1,168。

这是明确的底部重心上移。

10.3 | 2023—2024 的横向平台为 2025 突破提供了质量基础

2023 与 2024 年末价格几乎相同，884 和 885；高点分别 915 和 984，低点 766 和 800。

这两年不是强上涨，而是 2022 暴跌后的横向重建。

2025 高点突破 1,300 并年末收 1,180，随后 2026 即使回落也只到 1,168，说明旧 900 以下平台已经明显失去吸引力。

10.4 | Return Topology：2025 突破后没有回到 900，而是在 1,100 以上重新组织

2025 突破 1,000—1,100 历史区域后，如果只是短期脉冲，价格应重新被 800—900 吸回。

但 2026 年低点 1,168，高于 2025 年末 1,180 附近，之后再上冲 1,542。

这种“突破—回抽—不回旧中心—再冲高”的结构质量较高。

10.5 | Historical Memory：1,000 日元已经从上方阻力转成中间记忆区

2017—2021 很多价格活动围绕 900—1,200 展开。

2022 一度跌破这一中心，但 2025—2026 重新回到并越过。

现在 1,000 日元更像中长期记忆区，而非遥远上方压力。

新的问题变成 1,200—1,300 能否变成下一层稳定中心。

10.6 | Damping / Compression：2023—2024 的低能量平台已经完成释放

2022 大波动后，2023—2024 年度收盘几乎不变，形成明显阻尼。

2025—2026 价格才释放向上能量。

因此当前并不是“等待月线底部金叉”的早期阶段，而是底部组织已经过去、正在检验迁移质量的阶段。

10.7 | 重大基本面响应：2025 盈利恢复和资本政策改善与价格重估同步

2025 财年营业利润从 14.34 亿升到 38.39 亿，累进分红方针开始；股价同年从 878 开盘升到 1,180 收盘，并在 2026 继续上冲 1,542。

Technical 只记录同步关系，不把基本面当作价格物理原因。

2026 全年营业利润预测反而下降，但截至 9 月 18 日价格仍保持 1,366，说明市场暂时没有完全撤回对中期改善的定价。

10.8 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State 定义为：

2022 年 766 日元深跌后，2023—2024 在约 766—984 形成两年横向重建，2025 突破并收至 1,180，2026 低点进一步抬到 1,168 且上冲 1,542；旧 800—900 价格中心已经显著弱化，长期价格中心正在向 1,100—1,300 迁移。当前结构强于低位平台阶段，但已远离历史低位，执行优势取决于下一次回抽能否保留新中心。

Technical Confidence：HIGH。

10.9 | Price-Fundamental Timing

当前属于 Synchronized → Price-led。

2025 盈利恢复与价格上涨同步；进入 2026 后，公司全年营业利润预测下调，但价格仍创新高，说明市场开始提前定价中期电力、不动产、资本效率和气价改革。

如果 ROE 没有继续改善，价格可能比利润更早回撤；若 ROE 和新业务兑现，当前迁移更有持续性。

10.10 | 下一次最有信息价值的价格证据

重点观察：

- 1,200—1,300 回抽时能否保持；
- 1,168 年内低点是否继续成为更高长期低点；
- 1,500—1,540 突破后能否获得时间保留；
- 如果 2026 全年营业利润按计划下降，价格是否仍保持高于 2025 年旧中心；
- 若政策持股/资本效率改善出现实质动作，价格是否形成新的高位平台而非脉冲。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 天气和需求量

暖冬、较高水温和节能会压低家庭用气；工商业设备稼动影响业务用销量。

客户数增加不能完全抵消单位用量下降。

11.2 | LNG/LPG、汇率和价格调整时滞

进口燃料价格及汇率变动会先影响采购成本，再通过原料费调整反映到终端价格。

时滞会制造季度毛利波动。

11.3 | 电力采购和客户盈利风险

电力销量增长是正面，但公司尚未独立披露电力毛利、采购结构、客户获取成本和流失率。

规模增长可能创造价值，也可能只是低利润转售。

11.4 | 资本效率与证券资产

投资有价证券 386.61 亿日元规模很大。

若大量资本长期停留在低回报持股，ROE 会被持续压低。

11.5 | 不动产资本开支

Leaf City 市川已有租金和利润贡献，但未来不动产扩张会锁定更多资本。

地产项目必须用长期租金、资本增值和资金成本综合评价。

11.6 | 监管和安全

城市燃气属于高度监管和安全敏感行业。

任何重大供气、保安或设备事故都会带来经济和声誉影响。

11.7 | 催化剂

正面催化剂包括：

- 2026 年 9 月燃气料金上调的固定成本修复；

- 电力销量继续以高个位数/双位数增长；
- 电力客户增长且单位经济性公开改善；
- 生活服务利润保持高位；
- Leaf City 市川租金持续扩大；
- 2027 年经常利润 60 亿、ROE4.5%目标兑现；
- 政策持股/投资证券缩减；
- 累进分红持续；
- 1,200—1,300 回抽后价格保留。

12 | 反常识发现

12.1 | Power44 最重要发现：京葉ガスの电力已经足够大，但“销量增长”仍不能证明价值增长
半年 323GWh、同比+9.1%不是试验规模。

然而电力利润被并入能源分部，市场无法独立看到客户毛利、采购成本和获客费用。

因此最有信息价值的下一步不是再确认“电力在增长”，而是拆开它到底赚不赚钱。

12.2 | 低 PBR 最大的解释不是燃气业务差，而是资本太厚

自己资本超过 1,000 亿日元，投资证券接近 387 亿，而 2025 净利润只有 32 亿。

这意味着公司即使经营稳定，资本分母也很大。

PBR 0.41 倍的真正修复必须同时动利润分子和资本分母。

12.3 | 100 万燃气客户最有价值的用途，可能不是多卖气

长期人口、节能和电气化会限制单位用气增长。

100 万客户更有价值的用法可能是：电力、设备、维护、生活服务和数字服务的低成本入口。

如果这一点成立，客户数本身会从“燃气销量指标”变成“平台分发资产”。

12.4 | 不动产不是偏离主业，而是一次资产周转实验

旧工场地块原本是低利用率资产。

Leaf City 市川把它转为租赁和区域运营收入，本质上是在提高同一块资本的收益率。

如果成功，这比单纯出售土地更能证明管理层具备资产再配置能力；如果未来复制成低回报地产扩张，则会走向相反结果。

12.5 | Technical 已经比资本效率走得快

价格从 2022 低点 766 修复到 1,366，并在 2026 冲过 1,500；ROE 仍只有约 3%。

市场已经提前给了部分改善信用。

因此当前最重要的反证是：若 2027 ROE 仍未接近 4.5%，价格中心可能先于账面价值重新下调。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 燃气主业

- 年度燃气客户净增；
- 家庭/业务用气的天气归一化趋势；
- 2026 年 9 月气价上调后的客户流失和利润净效应；
- LNG/LPG 采购价格与原料费调整时滞；
- 工商业客户稼动和天然气转换。

13.2 | Power44 电力专项

- 电力客户件数；
- 半年/全年销售量能否继续同比增长；
- 低压/高压构成；
- 电源采购组合、JEPX 暴露与套期策略；
- 单客户毛利、获客成本和流失率；
- 燃气+电力交叉销售率；
- 非化石价值/VPP/聚合业务是否形成可量化收入。

13.3 | 生活服务和不动产

- 学校/业务设备销售高增长是否可持续；
- 生活服务分部利润率；
- Leaf City 市川出租率、NOI 和资本回报；
- 新不动产投资项目 IRR 及资金来源。

13.4 | 资本政策

- 投资有价证券 386 亿规模是否下降；
- 政策持股具体缩减；
- 2027 ROE 4.5%和经常利润 60 亿目标；
- 累进分红的普通配当继续增长；
- 若资本过剩，是否出现更直接回购/注销。

13.5 | Technical

- 1,200—1,300 新中心；
- 1,168 年内低点；
- 1,500—1,540 高位突破；
- 盈利减益期价格是否继续保持高于旧 900 区域；
- 新基本面改善是否转化为价格的时间保留，而非短脉冲。

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 58.2%、现金 258.7 亿、OCF 长期为正，财务缓冲强；能源基础设施仍需持续维护投资。

竞争优势与结构耐久性	14	82	11.48	超 100 万燃气客户、管网、供给/保安体系和首都圈区位形成强复制壁垒；跨能源竞争和用气量下降是长期反证。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	62	10.54	2025 OCF136.99 亿、利润恢复明显；但 ROE 仍约 3%、2026 营业利润预测下降，资本分母和投资证券拖累效率。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	82	9.02	燃气底盘、电力 323GWh、生活服务和不动产已形成多元收入/利润；电力独立经济性与地产 ROIC 仍需拆分。
估值与安全边际	15	82	12.30	PBR 约 0.41 倍、财务安全和真实基础设施提供资产折价；约 14.2 倍 PER 和已发生的股价重估降低纯价格安全边际。
资本配置与股东回报	10	68	6.80	累进分红、政策持股缩减方向和资产活化正面；386 亿投资证券和扩大不动产要求更强资本纪律。
治理、所有权与管理层	7	70	4.90	中期计划开始明确 ROE、政策持股、信息披露和股东回报；4.5% ROE 目标仍偏保守，真实执行需要多期验证。
Kabugami 技术结构	13	76	9.88	2022 低点后两年平台重建，2025—2026 完成明显价格中心迁移；结构强但已远离低位，下一次回抽保留更有信息价值。
总分	100		75.58	A

14.1 | 为什么是 A

京葉ガス的高分不是因为“公用事业很安全”，而是因为几项证据同时存在：强物理网络、100 万客户、稳定现金流、高自己资本比率、电力/生活服务/不动产都已经具有真实经营量，估值又仍低于账面价值一半。

但这是 A 的下沿，而不是成熟高 ROE 公司的高分。

ROE、政策持股和新业务资本回报是最重要扣分项；如果这些问题不能改善，低 PBR 可以长期合理存在。

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。最新完整财务资料为 2026-08-10 发布的 2026 年 12 月期中间决算；已纳入 2026 年 9 月燃气料金改定和 9 月最新电力燃料费调整信息。Technical settled 观察使用 2026-09-18 完整交易日 1,366 日元，不把未完成交易时点当成确认。

Power44 临时电力方向只作为 Open Discovery 起始 VOI 假设。研究确认电力零售 2026 上半年销量 323.425GWh、同比+9.1%，且公司中期计划明确把电力销售强化列入能源核心战略，因此属于 material domain；本轮没有为电力增加 Score 权重，也没有改变 Coverage35、Technical、Synthesis、Routing 或 00—15 结构。

Owner 月线图 attachment 3908 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. 京葉瓦斯 | 2026 年 12 月期第 2 四半期（中間期）決算短信（2026-08-10）

https://www.keiyogas.co.jp/company/ir/pdf/2026_08.pdf

2. 京葉瓦斯 | 2025 年 12 月期決算短信（2026-02-13）

https://www.keiyogas.co.jp/pdf/2025_12.pdf

3. 京葉瓦斯 | 主要な経営指標等の推移

<https://www.keiyogas.co.jp/company/ir/change.html>

4. 京葉瓦斯 | 中期経営計画 2025-2027

<https://www.keiyogas.co.jp/company/profile/pdf/outline06.pdf>

5. 京葉瓦斯 | 経営計画・経営戦略

<https://www.keiyogas.co.jp/company/profile/tyuukiplan.html>

6. 京葉瓦斯 | 株主・投資家の皆さま

<https://www.keiyogas.co.jp/company/ir/>

7. 京葉瓦斯 | 配当・株主還元

<https://www.keiyogas.co.jp/company/ir/return.html>

8. 京葉瓦斯 | コーポレート・ガバナンス

<https://www.keiyogas.co.jp/company/ir/governance.html>

9. 京葉瓦斯 | 都市ガスお客さま件数 100 万件達成 (2025-05-09)

<https://www.keiyogas.co.jp/press/20250509-01.html>

10. 京葉瓦斯 | ガス料金等の契約内容見直し・料金プラン新設 (2026-05-29)

<https://www.keiyogas.co.jp/press/20260529-01.html>

11. 京葉瓦斯 | 2026 年 9 月検針分ガス料金

<https://www.keiyogas.co.jp/press/20260730-01.html>

12. 京葉瓦斯 | 2026 年 10 月検針分ガス料金

<https://www.keiyogas.co.jp/press/20260828-01.html>

13. 京葉瓦斯 | 2026 年 10 月検針分電気料金燃料費調整

<https://www.keiyogas.co.jp/info/20260901-k01.html>

14. 京葉瓦斯 | 電気新規申込キャンペーン (2026-02-26)

<https://www.keiyogas.co.jp/info/20260226-k02.html>

15. Yahoo! ファイナンス | 9539 株価・PER/PBR・時系列

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9539.T/history>

16. 株探 | 9539 長期年次価格履歴

https://s.kabutan.jp/stocks/9539/historical_prices/yearly/

17. 投資の森 | 9539 2026-09-18 終値/市場データ

<https://nikkeiyosoku.com/stock/9539/>

18. Owner 提供 9539 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3908 ; 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

- 电力零售实际客户件数、燃气+电力交叉销售率；
- 电力采购组合、JEPX 暴露、套期政策和低压/高压毛利；
- 电力单客户获客成本、流失率和终身价值；
- 386.61 亿日元投资有价证券中政策持股、战略持股和纯投资资产拆分；
- 政策持股缩减的具体金额、节奏和资金用途；
- Leaf City 市川和新增不动产的出租率、NOI、项目 IRR 与长期资本回报；
- 生活服务上半年利润高增长中项目性设备销售的可持续比例；

- 2026 年 9 月燃气料金上调后的客户流失和正常化利润净效应；
- 2027 年经常利润 60 亿、ROE4.5%目标的真实利润桥梁；
- 1,200—1,300 日元新价格中心下一次回抽的保留质量。

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 9539 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。