

7322 株式会社三十三フィナンシャルグループ (San ju San Financial Group, Inc.)

Kabugami V3.2 67.65/100 · B+

这家公司是做什么的

三十三FG以三十三银行为核心，主要在三重、爱知及东海近畿区域经营存贷款、结算与法人金融，并通过租赁、信用卡、信用保证等业务延伸区域客户关系。

最近亮点

FY2026归母净利润123.49亿日元、同比+42.7%，ROE升至约5.65%；
FY2027 Q1贷款利息与证券利息继续快速增长，集团资金利益明显扩张；
9月18日日银又把政策利率提高至1.25%，高于公司FY2027计划主…

资料截止 2026-09-23 · 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	2026-09-23
研究规则版本 SHA	6361f05f585b2c329ad387dbca70554cc9560031
评分版本	V3.2
发布源 SHA	8e63dbb966d9e61816c7516a6864ddbbad7e41df
交付代码版本 SHA	8e63dbb966d9e61816c7516a6864ddbbad7e41df
交付运行时指纹	09f5d85e2c00de7b9090608fd2602937ece9f249af06fe40d92518815dd554e7

先看研究要点

为什么值得研究	利率正常化正在把长期低利差业务重新变成盈利资产：Q1 贷款利息 120.62 亿日元、同比 +23.9%，证券利息分红 41.10 亿、+69.8%，存款与贷款余额也同步增长；三重县企业主办行约 27.5%的关系基础、北势地区存在感及约 80%的中小企业等贷款占比，为利率传导和交叉销售提供真实客户底座。公司连续增配、政策持股压降和 PBR/ROE 改革也在改善资本纪律。
最需要担心什么	最需要警惕的是“利差改善被信用与市场风险吃掉”。Q1 集团信用成本约 20.31 亿日元，远高于上年同期 2.41 亿；全柬信破产产生 50 亿日元贷款敞口、其中约 27 亿未充分保全并将在 Q2 计提。与此同时，债券类其他有价证券存在约 402 亿日元评价损，政策持股市值仍约 718 亿、相当于净资产三成左右；利率继续上升既利好资产收益，也会抬高借款人压力、存款成本与旧债券价格风险。
Kabugami 现在怎么看	三十三 FG 已经脱离 2018—2024 年长期低 ROE、低 PBR 和低位价格状态，进入“利率正常化 + 合并后经营效率 + 资本改革”驱动的新阶段；但あいち FG 统合解消后，未来 ROE 必须由独立经营本身证明，不能再借助跨县规模协同的故事。当前经营趋势偏正面，技术结构也已完成大幅上移，但 0.9 倍以上 PBR 已经提前支付了相当部分改善预期。真正决定下一轮评级能否上修的，不是再一次加息，而是 1.25%利率下净息差扩张能否持续跑赢存款 beta、信用成本和证券损失，并把 ROE 稳定推到至少 6%—8%。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正的问题：统合故事退出后，独立 ROE 能否站上 6%—8%

三十三 FG 的旧定价框架很清楚：地方银行、长期低利率、ROE 偏低、PBR 长期远低于 1 倍。FY2026 开始，这套结构发生实质变化。归母净利润从 FY2025 约 86.5 亿日元升至 FY2026 123.49 亿，ROE 从约 4.1%升至约 5.65%；公司此前已把第 3 次中期计划 FY2027 ROE 目标从 5%以上上修到 6%以上、净利润目标从 110 亿上修到 135 亿，而当前全年净利润公司计划进一步达到 150 亿。

但 2026 年 5 月出现了一个新的外生选项：与あいち FG 经营统合。市场一度把跨县规模、客户网络与成本协同纳入估值。9 月 10 日双方因统合持股公司的方向性存在分歧而解除基本合意，意味着这部分协同不能再作为当前基准情景。

因此本 Review 的核心问题是：

没有あいちFG 统合红利，三十三FG 能否仅靠三重/东海客户关系、利率正常化、经营效率和资本配置，在更高信用成本环境中把ROE 稳定推到6%—8%，并让接近1 倍PBR 具有长期基本面支撑？

01.2 | Q1 表面减益，里面其实同时发生了“好变化”和“坏变化”

FY2027 Q1 集团经常收入 284.85 亿日元、同比+31.2%，但经常利润 33.80 亿、同比-10.2%，归母净利润 24.42 亿、-12.4%。如果只看净利润，会得到“加息没有带来增长”的错误结论。

资金端的改善很明显：资金运用收益 167.19 亿，同比增加 40.70 亿；其中贷款利息 120.62 亿、证券利息分红 41.10 亿，均显著增长。资金调达费用也上升到 36.39 亿，其中存款利息 29.32 亿，但资产端增加幅度仍更大。

真正压低利润的是信用成本。Q1 集团信用成本约 20.31 亿，对比上年同期 2.41 亿；三十三银行单体信用成本约 20.66 亿，对比 2.53 亿。换言之，底层利差改善是真的，信用成本冲击也是真的。这正是当前最重要的结构矛盾。

01.3 | 结论：经营改善可确认，估值安全边际暂不足

9 月 18 日收盘 2,087 日元，对应公司 FY2027 预测 EPS 144.14 日元约 14.5 倍 PER。以 6 月末集团净资产 2,326.32 亿日元和约 1.0467 亿股发行股数粗估，每股净资产约 2,223 日元，PBR 约 0.94 倍；市场数据亦显示约 0.93 倍。

若 ROE 只能停留在 5%—6%，接近 1 倍 PBR 并不便宜；若 ROE 能进入 7%—8%并有稳定资本回报，当前估值才更容易被消化。公司自己也把长期 PBR 1 倍与 ROE 6%—8%视为改革方向。

因此 Action 为 WAIT / 持有者继续观察、现价不追高：经营方向已经明显改善，但现在最有价值的新信息不是股价再创新高，而是 Q2 以后真实信用成本、1.25%政策利率下存款 beta，以及统合解消后独立 ROE 路径能否兑现。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 核心资产不是“贷款余额”，而是区域客户与存款关系

三十三 FG 成立于 2018 年，由旧三重银行与旧第三银行共同组建持股公司，2021 年两行合并成为三十三银行。集团的核心经济资产，是三重县尤其北势地区以及爱知、东海近畿企业与个人的长期关系网络。

银行的基础链条是：

企业/个人关系 → 结算与存款 → 低成本稳定资金 → 企业贷款/住房贷款/证券运用 → 净利息收入 + 手续费 → 资本积累 → 再投资与股东回报。

2026 年 6 月末集团贷款约 3.176 万亿日元，存款与可转让存单约 4.043 万亿，有价证券约 0.995 万亿。对银行而言，“有多少便宜且稳定的存款”在利率正常化时代比单纯扩大贷款更重要，因为它决定资产重定价能否转化为真正净息差。

02.2 | 客户结构让它同时拥有黏性，也拥有地方经济信用风险

三十三银行贷款中，中小企业等贷款约 2.57 万亿日元、占比约 80%；个人贷款约 0.92 万亿，其中住房贷款约 0.88 万亿。这带来两个相反结果。

正面是关系银行属性强：中小企业结算、工资账户、融资、承兑、事承、M&A、租赁等服务可以围绕同一客户反复变现。外部主办行调查显示，三十三银行在三重县约占 27.5%，仅次于百五银行；北势地区存在感更强。

负面是地方中小企业对成本、工资、能源、利率变化更敏感。2026 年帝国数据银行调查显示，三重县高倒闭风险企业数量上升，且小规模企业占高风险群体大多数。三十三 FG 的关系黏性因此也是信用集中度来源。

02.3 | 租赁与其他业务是延伸，不是盈利核心

集团还有租赁、信用卡、信用保证等业务。FY2026 银行业仍贡献绝大部分利润，租赁虽贡献收入，但利润率明显低于银行主业。

因此当前投资逻辑不能被“综合金融集团”这个标签稀释：真正决定股东回报的仍是银行净息差、信用成本、证券风险和资本配置。非银业务的价值在于增强客户关系与交叉销售，而不是短期替代银行利润。

03 | 区域、竞争与结构耐久性

03.1 | 三重第二大主办行地位是真实优势，但不是垄断

三重县主办行调查中，百五银行长期排名第一，三十三银行约 27.5%居第二。两家本地银行合计覆盖大部分区域企业关系，形成客户信息、结算和本地网点优势。

这说明三十三银行并不是边缘玩家。对于地方中小企业，主办行关系通常包含结算、融资、担保、经营者个人金融与长期沟通，切换摩擦高于一般商品服务。

但优势不应被写成“护城河不可破”。百五银行仍是更强本地主办行；爱知市场有 MUFG、あいち银行、名古屋银行等强势竞争者；全国网络银行也在企业存款和结算领域扩张。利率越高，优质存款越值钱，竞争反而可能加剧。

03.2 | あいち FG 统合解消，减少规模协同，也暴露治理/战略协调难度

5 月 13 日双方宣布基本合意时，若简单合算，东海三县主办行客户数可达到区域非常靠前水平。9 月 10 日双方却因统合持股公司的方向性存在分歧而终止。

这不是会计损失，公司明确称对业绩无影响；但从长期战略看，它削弱了三个原本可能出现的选项：跨县客户交叉销售、重复系统/管理成本协同，以及更大存款/贷款网络带来的规模效应。

同时它也减少整合执行风险、组织摩擦和潜在资本消耗。未来不能把“统合失败”简单看成纯负面；真正需要观察的是：独立经营的 ROE 提升速度，是否足以证明“不统合也能达到目标”。

03.3 | 东海制造业基础提供融资需求，也带来周期集中

三重及东海经济有汽车、化学、机械等制造业集群。2026 年当地企业景气调查一方面显示设备投资和部分产业需求仍有韧性，另一方面企业对原材料、能源和外部不确定性更谨慎。

银行因此同时暴露于制造业资本开支的上行机会和周期风险。区域经济强时，贷款、结算、设备租赁与外汇需求共同增长；外需或成本恶化时，中小制造企业信用风险会同步抬升。

04 | 盈利质量、利率传导与正常化盈利

04.1 | 利率正常化是当前最明确的正向主链

FY2026 资金利润明显增长，FY2027 Q1 延续这一方向。Q1 集团资金运用收益 167.19 亿日元，对比上年 126.49 亿；贷款利息从 97.34 亿增至 120.62 亿，证券利息分红从 24.21 亿增至 41.10 亿。

调达端也在涨：资金调达费用 20.41 亿升至 36.39 亿，存款利息 17.78 亿升至 29.32 亿。但净额仍改善。公司决算说明资料显示，贷款中约 68% 为变动利率，其中约 45% 跟随短期最优惠利率、约 23% 跟随市场利率，因此政策利率上升存在较快资产重定价通道。

公司 FY2027 计划主要以政策利率 0.75% 为前提；其情景测算显示，若从 0.75% 提高至 1.00%，贷款与存款利息净影响在 FY2027 约 +22 亿日元。9 月 18 日日银已经决定 1.25%，因此利率端存在高于原计划的上行选择权。

04.2 | 但“加息=纯利润上升”是错误模型

利率上升有四个反向通道：

1. 存款 beta 上升，客户要求更高存款利率；
2. 中小企业和房贷借款人偿付压力上升，信用成本滞后增加；
3. 旧固定利率债券市值下降，评价损扩大；
4. 竞争银行同样获得利差改善，会用价格争夺存款和优质借款人。

所以真正要看的不是贷款收益率，而是贷款收益率增量 - 存款成本增量 - 信用成本增量 - 市场风险成本。

04.3 | 全年 150 亿利润计划并不轻松，但并非不可达

FY2027 全年公司计划归母净利润 150 亿、同比 +21.5%，EPS 144.14 日元。Q1 只完成 24.42 亿，线性进度约 16%，表面上偏低。

不过 Q1 信用成本已经显著上升，且 7 月全東信事件预计约 27 亿未保全部分在 Q2 计提，公司在该事件公开后仍维持全年预测。这说明公司判断全年资金利润和其他收益足以吸收部分冲击。

本 Review 不会把 150 亿视为“保底”。更合理的判断是：利率顺风给了上行空间，但信用成本已经证明它不是一条直线。

05 | 信用质量、下行风险与全東信事件

05.1 | Q1 最大的反证是信用成本，而不是收入

三十三银行 Q1 信用成本约 20.66 亿日元，对比上年 2.53 亿，主要来自个别贷倒引当增加。集团层面信用成本约 20.31 亿，同样大幅上升。

金融再生法披露债权约 620 亿日元，比例约 1.91%，比一年前 2.22% 有所改善、与 3 月末大致持平。这说明总体不良债权率没有突然恶化，但单户/个别信用事件的利润冲击可以很大。

05.2 | 全東信事件把“单户风险管理”从抽象风险变成真实证据

7月7日公司披露，三十三银行对破产的全東信持有50亿日元贷款，相当于2026年3月末集团净资产约2.16%；其中约27亿日元未由担保、引当等充分保全，计划在FY2027 Q2计提。

50亿单户贷款本身不会威胁集团生存，但对年度150亿净利润目标而言不是小数。它提出一个重要治理问题：在追求资产收益和法人关系深化的过程中，单一客户风险限额、担保质量和早期预警是否足够严格。

05.3 | 更高利率下，地方银行最危险的是“净息差先好看、坏账后到”

银行利率资产重定价通常较快，信用损失却有滞后。2026年三重县企业调查显示，小型企业的倒产风险仍在上升；日银进一步加息会增加借款人财务成本。

因此当前盈利上行不能只看季度资金利润。未来2—4个季度，如果信用成本在全東信之外继续系统性扩大，当前“利率正常化提升ROE”的主 Thesis 需要明显下修。

06 | 资产负债表、证券组合与资本韧性

06.1 | 资本缓冲可用，但并不宽裕到可以忽略风险

2026年6月末集团国内标准自己资本比率8.49%，较3月末8.41%小幅提高；三十三银行单体8.21%。高于监管最低要求，且集团资本额约2,122亿日元，对应风险资产约2.50万亿。

这足以支持当前业务扩张和一般信用波动，但不是“资本过剩”。公司自己仍把资本比率维持在8%区间作为管理基准，并需要同时覆盖信用、市场与操作风险。

06.2 | 证券组合的真实矛盾：股票浮盈对冲债券浮亏

Q1 其他有价证券中，股票存在较大正评价差额，而债券存在约402亿日元负评价差额。组合整体仍有正评价差额，但结构非常重要：股价上涨在净额上掩盖了利率上升对旧债券价格的压力。

如果股票市场回落而长期利率继续上升，两个方向可能同时不利；反之，如果政策持股逐步出售并把资本转向更高回报资产，风险和ROE都可能改善。

06.3 | 政策持股既是隐藏资本，也是股价β

2026年3月期末政策持股市值约718亿日元、账面约161亿，约134个持股对象；市值/集团净资产比约31%。公司计划到FY2028把这一比例降至20%以下。

这是一项有价值的资本释放路径：出售低回报政策持股可以降低市场风险、释放资本并提高ROE。但短期看，较大权益持仓也让净资产对市场波动敏感。

07 | 资本配置、股东回报与估值

07.1 | 连续增配是积极信号，回报率仍不算高

公司FY2026分割调整后年度配当约36日元，FY2027预测44日元，连续增配；股东回报框架是稳定配当18日元（分割后）加约30%配当性向。

这比过去更积极，但以9月18日2,087日元计算，预测股息率约2.11%，在日本银行板块并不突出。股东回报的真正价值来自：利润增加后每股分红同步增长，而不是高静态收益率。

07.2 | 政策持股压降比一次性高分红更重要

如果公司能把政策持股市值/净资产从约 31% 降到 20% 以下，并把释放资本用于高 RORA 贷款、数字效率投资、回购或更高分红，ROE 改善会更结构化。

反过来，如果出售后资本再次进入低回报资产，PBR 改善就会失去支撑。资本政策因此不是“股东友好文案”，而是 ROE 重估的重要因果链。

07.3 | 当前估值已经从“便宜修复”转向“兑现验证”

2019—2025 年三十三 FG 长期 PBR 极低，历史上常处 0.1—0.3 倍附近。2026 年 9 月已经接近 0.94 倍，意味着市场已经认可大部分“利率正常化 + ROE 修复 + 资本改革”叙事。

以公司预测净利润 150 亿和 6 月末净资产约 2,326 亿简单对应，静态 ROE 约 6.4%。接近 1 倍 PBR 要求市场相信这一 ROE 不是周期顶点，而是还能继续向 7%—8% 提高。

因此估值模块只给中性分数：公司变好了，但价格也已经大幅变贵。

08 | 治理、所有权与战略执行

08.1 | 治理形式完整，真正考试题是风险与战略执行

公司采用监查等委员会设置会社体制，董事会含多名社外董事，并设置指名、报酬等机制。形式治理具备日本上市金融集团常见框架。

但本 Review 更重视结果治理。2026 年有两件事需要长期观察：

- 全東信 50 亿日元单户敞口暴露后，信用审批与集中度控制是否加强；
- あいち FG 统合从 5 月基本合意到 9 月解除，显示双方在最终治理/方向性上未能收敛。

这两件事都不是立刻证明管理层失职，但它们降低了给治理模块高分的理由。

08.2 | 股权结构没有单一控股股东，利益关系较分散

主要股东以信托银行、员工持股会及金融机构为主，没有单一绝对控制股东。这样的结构减少家族控制风险，但也意味着资本效率改革需要董事会与管理层持续自我驱动，而不是由强势控股股东强制推进。

08.3 | 管理层下一步最需要证明的是“独立路径”

统合解消后，公司不能再依赖未来规模故事解释 PBR。最有说服力的做法不是立即寻找另一笔 M&A，而是让现有三十三银行的资金利润、信用成本、OHR、ROE 和资本回报在未来几个季度继续改善。

09 | 市场预期、估值桥与反证

09.1 | 市场已经把三件好事写进价格

从 2024 年收 570 日元、2025 年收 1,101 日元，到 2026 年 8 月高点 2,253 日元，股价在不到两年中完成约四倍级别迁移。市场至少已经交易了：

1. 日本利率正常化；
2. 地方银行 ROE/PBR 改革；

3. 三十三 FG 本身盈利改善及一度存在的统合期待。

9 月统合解消后股价从 2,166 跌至 2,033、盘中低 1,893，但一周后恢复到 2,087。市场撤回了部分统合溢价，却没有把整套银行重估逻辑否定。

09.2 | 估值成立需要的不是“继续加息”，而是更高 ROE 被保留下来

PBR 约 0.94、预测 PER 约 14.5、股息率约 2.11%。这些指标单看都不极端，但与公司历史相比已经显著昂贵。

要让这一估值变得越来越合理，需要同时发生：净息差继续改善、信用成本受控、政策持股下降、资本回报提高、ROE 进入 6%—8%以上区间。

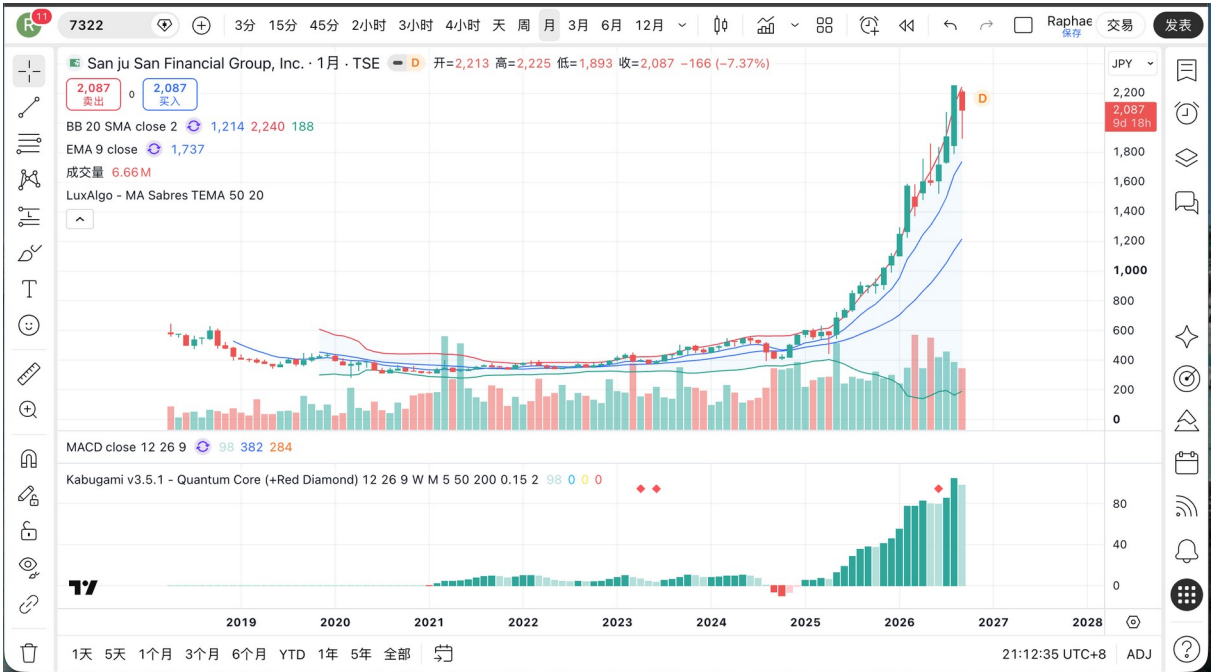
如果全年净利润 150 亿最终靠一次性证券收益或低信用成本才能达成，而正常化 ROE 仍只有 5%左右，那么接近 1 倍 PBR 会重新显得昂贵。

09.3 | 反证路径很清楚

本 Thesis 会在以下情况下下修：

- Q2/Q3 信用成本持续高位，且不仅是全東信单一事件；
- 存款成本上升速度明显快于贷款收益率；
- 债券评价损与证券损益持续侵蚀资本；
- 政策持股压降停滞或资本释放未转化为更高回报；
- ROE 无法稳定站上 6%，而市场 PBR 仍在 1 倍附近；
- 技术上高位区域被快速重新吸收到 2025 年旧价格中心。

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 | 完整价格生命史：2018—2024 是低位重建，2025—2026 是状态迁移

三十三 FG 2018 年上市后，按分割调整后的年度价格看，2018 年高点约 644 日元、收 425；2019 年收 433；2020 年最低约 279.8、收 315；2021—2024 年收盘依次约 368、397、453、570。

这段时间的核心特征不是“持续暴跌”，而是长期在 300—600 日元低位区域反复停留，价格重心缓慢抬高但始终没有真正离开旧状态。

2025 年发生第一轮明显迁移：年度高点 1,122、收 1,101；2026 年进一步加速，8 月 31 日达到 2,253。价格从多年 300—600 区域进入 1,500—2,200 以上的新运行区间，旧低位吸引区的控制力已经明显衰退。

10.2 | Chart Truth：低点、回抽终点和年度中心都在系统性上移

可观察的真实价格证据包括：

- 2020 年上场来低点约 279.8 以后，没有再创新低；
- 2021—2024 年度收盘逐年上移；
- 2025 年即使 4 月宏观冲击曾回落至约 442，年末仍收 1,101；
- 2026 年年初低点约 1,101，随后最高 2,253；
- 9 月统合解消造成显著事件冲击，9 月 11 日盘中低 1,893，但并未回到 2025 年千元附近旧区域，一周后收 2,087。

因此最重要的结构变化是：旧状态不再能轻易把价格吸回原来的低位中心。

10.3 | Path Fingerprint：从多年慢修复，转成连续台阶式上移

2018—2024 的路径指纹是低位长期黏着、反弹幅度有限、恢复缓慢；2025—2026 则变为明显的台阶迁移，年度价格中心和回抽底部快速提高。

这不是单一突破造成的。即使 5 月统合消息、7 月信用事件、9 月统合解消形成不同方向的事件冲击，价格仍主要在高于 2025 旧中心的位置重新组织。

所以纯价格证据支持：旧的低位运动规律大幅弱化，新状态已经开始建立。

10.4 | Return Topology：9 月统合解消是一次很有价值的高位压力测试

9 月 10 日收 2,166，统合解消在盘后正式公告。9 月 11 日股价收 2,033、盘中低 1,893，成交量约 156.9 万股，显著高于通常水平；此后 9 月 15—18 价格重新回到 2,000 上方，9 月 18 收 2,087。

这次冲击说明市场确实撤回了一部分统合溢价，但旧状态没有把价格完全重新吸收。负面事件后留下的高位保留，比公告前再创新高更有信息价值。

尚不能说新高位已经完全成熟，因为 2,000—2,200 附近存在时间仍短、8 月高点 2,253 也尚未被重新突破。当前更准确的说法是：高位迁移已成立，长期稳定性仍待更多回抽验证。

10.5 | Compression / Center / Memory：长期记忆已经重新定价，但短期仍在消化高能量上涨

多年 300—600 日元区域形成了很长的历史价格记忆。2025—2026 的连续上涨把长期均衡中心快速上推，说明历史记忆正在重建。

然而从 2025 年约 442 低点到 2026 年 2,253 高点的幅度过大，意味着当前并非低能量底部压缩，而是高位扩张后的再组织阶段。这时继续上涨本身提供的信息有限；更重要的是下一次有意义回撤是否仍停在明显高于 1,100—1,500 区域的位置。

10.6 | 恢复速度与响应非对称明显改善

2020 低点后，年度收盘中心逐步提高；2025 以后上涨速度显著快于过去低位修复。2026 年 9 月负面统合事件带来快速下杀，但一周内恢复到 2,000 上方。

不同冲击并非严格可比，因此本 Review 不制造一个虚假的“恢复半衰期”精确数字。但方向证据明确：负向冲击造成的永久位移变小，正向结构越来越容易保留更高价格。

10.7 | 当前技术状态、确认与失效

当前纯价格状态概括为：

2018—2024 年长期 300—600 日元旧低位吸引区已经明显失去控制，2025—2026 形成两级以上向上迁移；当前 2,000 日元附近属于新高位运行区，但时间成熟度仍不足，需要更多回抽与重新扩张证明。

后续确认：

1. 重大回抽仍能在显著高于 2025 年末 1,100 日元的位置获得承接；
2. 统合解消后的 1,893 日元附近压力测试不被持续跌破，并能重新挑战 2,200 区域；
3. 新利率生效后价格继续在高位形成可重复运行区间，而不是利好兑现后持续下沉。

结构性失效：

- 长时间跌回 1,100—1,500 旧迁移区并被其重新吸收；
- 多次反弹无法恢复到 2,000 附近；
- 高位仅留下单次尖峰，年度中心重新明显下移。

Owner attachment 4401 是本 Review Section 10 的公开视觉权威；技术判断独立来自真实历史价格与事件后的真实价格响应，不从缩略图、文件名或图片外观反推 ticker 身份，也不把 Owner 图当作唯一 Technical Evidence。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 最大正催化：1.25%政策利率使公司原 0.75%计划假设更保守

公司 FY2027 计划主要按 0.75%政策利率环境设计，而 9 月 18 日日银已决定提高到 1.25%。如果贷款、日银存款和证券收益继续重新定价，且存款 beta 保持可控，全年资金利润有超计划空间。

11.2 | 最大负催化：信用成本从“个别事件”演变为系统性上升

全柬信约 27 亿未保全额尚可被全年利润吸收；真正危险的是它与其他中小企业信用恶化同时发生。如果 Q2/Q3 信用成本持续高于正常水平，利率顺风会被抵消。

11.3 | 存款竞争

更高政策利率让客户更敏感于存款价格。三十三银行拥有地方关系优势，但百五、爱知系、名古屋、大行与网络银行都在争夺优质存款。存款量与存款 beta 是未来利润质量的核心变量。

11.4 | 证券与资本波动

债券评价损在高利率中可能扩大，政策持股又带来股票市场 β 。公司需要通过政策持股压降、久期管理和资本纪律降低这类双向波动。

11.5 | 统合解消后的战略选择

未来若重新推动大型统合或其他 M&A，必须重新审视交换比率、治理、协同、整合成本与资本消耗。当前基准情景不计入任何尚未正式确定的统合溢价。

12 | 反常识发现

12.1 | 这只股票最重要的变化不是“加息”，而是旧估值框架已经死了大半

过去三十三 FG 的投资题目是“0.2 倍 PBR 地方银行有没有修复价值”；现在 PBR 已经接近 1 倍。加息只是推动这一迁移的原因之一。

因此未来收益越来越依赖公司真实创造更高 ROE，而不是估值从极低位置自动均值回归。同样的公司，在 0.2 倍 PBR 和 0.94 倍 PBR 是两个完全不同的投资问题。

12.2 | 统合解消反而制造了一次非常干净的“公司本体价值”测试

市场曾把あいち FG 统合写入价格。9 月解消后，股价明显下跌但没有回到旧价格中心，并在一周内部分恢复。

这意味着当前高估值并不完全依赖统合故事，利率与独立盈利改善仍被市场认可。与此同时，这也把未来判断变得更严格：后续 ROE 必须由三十三 FG 自己的经营结果证明。

12.3 | 全東信事件的价值不只在 27 亿损失，而在暴露风险边界

27 亿相对集团资本可吸收，但它迫使投资者重新问：单户 50 亿敞口是特殊事件，还是高收益资产扩张中的风险文化信号？

如果后续没有类似集中损失，这件事会成为一次可吸收的反例；如果继续出现大额单户问题，就会变成治理与承保质量的结构性反证。

12.4 | 政策持股是“被低估资产”也是“ROE 拖累”

较大的股票浮盈让净资产看起来更厚，却也让资本被锁在非核心持股中并暴露于市场波动。真正价值不在浮盈本身，而在公司能否把这些资本变成更高回报的核心业务或股东回报。

13 | 下一次值得跟踪什么

下一次 Review 最有信息价值的证据按优先级如下：

1. FY2027 Q2 信用成本。分开看全東信约 27 亿计提与其他一般信用成本，判断是否只是单户事件。
2. 1.25% 利率生效后的存款 beta 与贷款收益率。看资产端重定价能否继续快于负债端。
3. 全年 150 亿净利润计划。是否维持/上修，以及盈利增量来自资金利润还是一次性证券因素。
4. 债券评价损与久期管理。利率继续上升时旧债券损失是否扩大、资本是否受压。
5. 政策持股压降。市值/净资产比例是否向 20% 以下目标实质推进，资本释放后流向哪里。
6. 独立 ROE 路径。统合解消后，公司是否仍能超过中计 6% ROE 目标并向 7%—8% 靠近。
7. 单户信用集中治理。是否出现更多大额取立不能、引当或行业集中问题。

8. 技术结构。1,893—2,000 日元统合解消压力测试区域是否继续保留，以及第一次更深回抽会停在哪里。

当前主要 Research Debt：

- 9 月 24 日后 1.25%政策利率真实生效后的季度存款 beta 尚无财务数据；
- Q2 尚未公布，无法确认全東信计提后一般信用成本是否恢复正常；
- 统合解消后的新中长期独立战略尚未完整披露；
- 政策持股压降对 ROE、资本回报和税后损益的实际路径仍需后续执行数据；
- 高位技术结构时间样本仍短，当前不能把 2,000 日元区域视为永久新均衡。

这些未知限制评分上限，但已有信息足以形成有条件的 B+判断，不需要为了完成报告制造虚假确定性。

14 | Kabugami Score 评分卡

Score Version：V3.2 | 总分 67.65 / 100 | Rating：B+

模块	权重	内部判断	加权贡献	当前理由
财务韧性与下行防御	13	72	9.36	8.49%国内标准资本率、4 万亿级存款基础提供韧性；但 Q1 信用成本、单户 50 亿敞口与证券评价损限制上限。
竞争优势与结构耐久性	14	65	9.10	三重县约 27.5%主办行份额与北势关系网络真实存在，但百五银行更强，爱知/网络银行竞争和统合解消削弱规模协同。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	72	12.24	利率正常化推动资金利润、ROE 改善；但 Q1 净利润下降及信用成本显著上升，正常化 ROE 尚未充分验证。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	68	7.48	中小企业、住房贷款、存款和区域关系形成稳定基础，非银业务可延伸关系；同时地方中小企业与制造业周期构成集中暴露。
估值与安全边际	15	50	7.50	约 0.94 倍 PBR、14.5 倍预测 PER 相对历史极低估值已大幅重估；需要 6%—

				8%+ ROE 兑现才能持续支撑。
资本配置与股东回报	10	72	7.20	连续增配、约30%配当性向和政策持股压降方向积极；但股息率仅约2.1%，政策持股仍占净资产较大比例。
治理、所有权与管理层	7	55	3.85	治理形式完整且无强势控股股东；全束信集中敞口与统合方向未能收敛要求保留治理折价。
Kabugami 技术结构	13	84	10.92	2020 后长期低点不再被破坏，2025—2026 价格中心显著上迁；9 月负面事件后仍保留 2,000 附近高位，但新区域时间成熟度仍不足。
合计	100		67.65	B+：经营和价格结构都已明显改善，但信用成本、治理/统合执行、证券风险与接近 1 倍 PBR 后的安全边际共同限制更高评级。

评分没有因为银行板块热度、资料数量、政策加息或股价上涨本身自动加分。技术分来自完整历史价格与真实回抽/事件响应，不来自 Owner 图或单一指标；估值分单独反映“公司变好”与“现价是否便宜”是两个问题。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告是截至 2026 年 9 月 23 日可获得公开信息形成的点时研究判断。9 月 24 日以后新政策利率生效后的财务数据、市场价格、新财报、资本动作、M&A/统合进展属于未来 MATERIAL_UPDATE，不回填为本 Review 当时已知事实。报告中的估值、评分、Action 与技术状态均为研究表达，不构成证券买卖建议、投资招揽、收益承诺或目标价保证。

15.1 | 主要一手来源

- 三十三フィナンシャルグループ | 公司首页与最新披露：<https://www.33fg.co.jp/>
- 三十三フィナンシャルグループ | 会社概要：<https://www.33fg.co.jp/company/summary.html>
- 三十三フィナンシャルグループ | 決算短信一覧：https://www.33fg.co.jp/profile/ir_library/kessan.html

- 三十三フィナンシャルグループ | 2027 年 3 月期第 1 四半期決算短信 (2026-07-31) : https://www.33fg.co.jp/profile/ir_library/pdf/2026.6tanshin.pdf
- 三十三フィナンシャルグループ | 2027 年 3 月期第 1 四半期自己資本比率 (2026-08-05) : https://www.33fg.co.jp/profile/ir_library/pdf/20260805e.pdf
- 三十三フィナンシャルグループ | 2026 年 3 月期決算短信 (2026-05-15) : https://www.33fg.co.jp/profile/ir_library/pdf/2026.3tanshin.pdf
- 三十三フィナンシャルグループ | 2026 年 3 月期決算説明会資料 : https://www.33fg.co.jp/profile/ir_library/information_session.html
- 三十三フィナンシャルグループ | 第 3 次中期経営計画 : <https://www.33fg.co.jp/company/plan.html>
- 三十三フィナンシャルグループ | 第 3 次中期経営計画の財務目標修正 (2025-11-07) : <https://www.33fg.co.jp/news/pdf/20251107a.pdf>
- 三十三フィナンシャルグループ・あいちフィナンシャルグループ | 経営統合に関する基本合意の解消 (2026-09-10) : <https://www.33fg.co.jp/news/pdf/20260910.pdf>
- 三十三フィナンシャルグループ | 全東信向け債権の取立不能・遅延のおそれ (2026-07-07) : <https://www.33fg.co.jp/news/pdf/20260707.pdf>
- 日本銀行 | 2026 年金融政策決定会合公表文 : https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2026/

15.2 | 交叉验证、外部现实与市场数据

- 帝国データバンク | 三重県メインバンク動向調査 (2025) : 百五銀行長期第一、三十三銀行在北勢地区具有存在感；地方银行整体仍占主导。
- 東京商工リサーチ | 2025/2026 年主办行调查：三十三银行约 7,500 家主办企业，东海区域竞争与地银再编持续。
- 帝国データバンク | 三重県内企業「倒産リスク」分析 (2025) : 高风险企业数量增加，小规模企业占比高，用于信用风险外部反证。
- 帝国データバンク | 三重県 2026 年度业绩展望：制造业企业对能源、材料、外部环境保持谨慎。
- Yahoo!ファイナンス 7322 历史价格 : <https://finance.yahoo.co.jp/quote/7322.T/history>
- 株探 7322 年度/周度历史价格 : https://s.kabutan.jp/stocks/7322/historical_prices/yearly/
- 株予報 Pro 7322 估值 : <https://kabuyoho.jp/reportDisclose?bcode=7322>
- 最近完整东证交易日 2026 年 9 月 18 日：收盘 2,087 日元；2026 年高点 2,253 日元、年初低点约 1,101 日元。历史价格采用分割调整后的长期年度/周度数据，Technical Research 不以单日指标替代生命史。

15.3 | 证据边界与剩余未知

- 银行业营业现金流受存贷款、证券及央行往来影响，不能机械套用制造业“OCF 必须高于净利润”的质量规则；本 Review 以资金利润、信用成本、资本率、证券风险和 ROE 作为更适合银行的质量框架。
- 9 月 18 日日银已决定政策利率 1.25%，但新方针自 9 月 24 日起适用；截至资料截止日 9 月 23 日，不存在该新利率生效后的季度财务数据或完整交易日价格，本 Review 不把未来利润与价格当成既成事实。
- 公司对 0.75%→1.00%利率情景的盈利敏感度是管理层假设，不是 1.25%环境的收益保证；存款 beta、信用成本与债券评价损必须作为反证共同观察。
- 全東信约 27 亿未保全部分预计 Q2 计提，但 Q2 尚未发布，最终信用成本和税后影响仍待正式财报确认。
- あいち FG 統合已经解除，当前基准情景不计入任何未正式确定的未来統合、重启谈判或并购协同。

- Owner attachment 4401 仅是本 Review Section 10 的公开视觉权威；Technical Research 独立使用真实历史市场价格，不从图片外观推断 ticker，也不使用 Owner 图替代完整 Technical Evidence。

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。