8386 株式会社百十四銀行（The Hyakujushi Bank, Ltd.）

Kabugami V3.2 56.4/100 · B

这家公司是做什么的

以香川及广域濑户内为基础，兼具船舶融资、国际业务和咨询服务的地方银行。

最近亮点

最新季度扣除投信解约损益的核心业务利润增长36.6%，野村证券合作定于12月7日启动。

资料截止 2026-10-20 · 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、投资劝诱、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	2026-10-20
研究规则版本 SHA	d25017b9b2cd5aabd0490a87b1941a38d0c1a320
评分版本	V3.2
发布源 SHA	8fea6ba4f807d6826a1e8192ef6ba933487adaf8
交付代码版本 SHA	15c3dc3c2a0caa21c083a114870eabb8cde5534d
交付运行时指纹	39f46e2cdd32c0c35c61371a349588baf7279296015665c87d15ffcbdb457803

先看研究要点

为什么值得研究	本业收益改善、船舶融资经验及提高中的现金分红，为资本回报继续上升提供基础。
最需要担心什么	存款成本、信用损失和投资费用消耗增量；资本及地区贷款的部分改善来自计算与归属变化。
Kabugami 现在怎么看	经营恢复有实质支持，但当前估值已反映不少改善，8% ROE 目标仍需要实际利润兑现。

01｜投资问题与当前结论

百十四银行正从低利率时期的低回报中恢复。2026 年 4 月至 6 月，归母净利润达到 61.79 亿日元，同比增长 28.4%；扣除投信解约损益的单体核心业务利润增长 36.6%。这说明贷款、资金运用和手续费带来的改善是真实的。

但股价也已经走了很远。以 10 月 19 日收盘 2,853 日元计算，全年预测市盈率约 15.36 倍，按 6 月净资产计算的市净率约 0.83 倍。最近年度合并 ROE 为 5.29%，公司希望在 2028 年度达到 8%以上。现在买入，支付的已不只是低利率时期的盈利能力，也包含未来改善的预期。研究发现

因此，核心问题是：新增利息收入扣除存款成本、信用损失和投资费用之后，能否持续提高普通股东回报？船舶融资与野村证券合作，能否提供足够的非利息收入，减少对利率及证券买卖的依赖？

当前更适合观察这些条件的兑现。低于账面净资产有一定吸引力，但它不能单独证明安全边际充足。

02｜公司本质与商业模式

百十四银行从个人、企业和公共部门吸收资金，再配置到贷款和有价证券；利息收入扣除资金成本，是主要收益来源。企业咨询、支付结算、资产管理、租赁和信用卡等业务提供补充收入。[S01–S03]

它与仅在单一县内经营的小型银行有所不同。长期的濑户内产业联系形成了船舶融资经验，关西、中国地区及大都市网点则拓展了本地之外的客户。不过，业务跨地区并不自动分散风险：如果客户仍集中在相近行业，信用损失可能同时发生。

集团包括八家合并子公司，另有五家未并表子公司和两家未采用权益法的关联公司。越南咨询、投资及地区活化业务各有法律主体，但不能把它们全部当成已经成熟的合并盈利来源，更不能把子公司价值再完整加到集团净资产上。

同样，客户存放的资金是银行的负债，客户持有的基金和证券也不属于银行。判断股东价值，应看银行承担风险后留下的利润与可分配资本。研究发现

03｜产品、客户与关键依赖

船舶融资是一项特色，也是一种集中

2026 年 3 月，海事产业相关贷款为 5,320 亿日元，比上年增加 680 亿，约相当于单体贷款的 14.4%。长期客户联系、船舶融资经验和专业团队，有助于理解船东及造船企业的资金需求。公司披露的行业排名有其特定统计年份和范围，不能据此推导全面定价优势。[S03]

这类贷款又与运价、船价、贸易和客户杠杆相连。专业知识可以改善风险判断，却不能消除行业周期。逐户风险和抵押物压力尚不足以从公开资料中完整还原。

6 月单体贷款为 3.71 万亿日元，其中住宅贷款约 6,041 亿；“中小企业等贷款”占 70.35%，这一口径包含个人，不能全部理解为小企业法人风险。

存款增长的结构比总量更重要

6 月存款及可转让定期存单合计约 4.96 万亿日元，同比增加 2,030 亿。但个人存款同比减少 231 亿，企业存款增加 2,044 亿，公共部门资金也有增长。总资金增加值得肯定，却不能证明零售存款的黏性一直增强。[S02]

3 月日元贷款中，浮动利率约占 49%，固定利率占 51%。11 月 2 日起，普通存款利率计划从 0.400%提高至 0.500%，短期最优惠贷款利率从 2.875%提高至 3.125%。两者影响的余额、客户和重定价时间不同，不能将两种调幅直接相减后乘以全部贷款。研究发现

咨询增长需要转成净利润

最近年度法人咨询手续费约 24.35 亿日元，上年为 20.77 亿；个人咨询收入也有增加。野村证券合作将在 12 月 7 日启动，设立高松、丸龟两个资产咨询据点，并由野村派驻人员参与。[S03][S05]

这有助于扩大产品及服务能力，但未来收入分成、人员费用和客户迁移效果尚未体现为已实现净利润。托管资产一万亿日元的目标，也不是银行将新增一万亿资产或收入。

核心系统依赖地银共同化系统，应用服务有外部合作，数字化还有网络安全及供应商依赖。技术投入能改善效率，现有证据不足以证明它是独占优势。研究发现

04｜竞争格局与产业关系

本地关系能带来客户信息、结算账户和交叉销售机会，但同行也在提供相似服务。香川银行公开提供事业承继、并购顾问、融资及商业撮合，说明“综合咨询”本身并不是百十四银行独有的业务。[S07]

地方市场的增长也需要仔细拆开。2026 年 3 月，百十四银行香川县贷款余额同比增加 1,488 亿日元，其中 1,391 亿来自将其他地区的贷款重新归属到香川；扣除这一调整，实际增长只有 97 亿。广域濑户内及大都市地区扣除调整后的增长则分别为 1,149 亿和 603 亿。[S03]

这些数字说明，银行确实在拓展贷款，但主要动力不能被误读成香川县内需求突然大幅扩张。地区归属是本行账簿口径，也不是市场份额。研究发现

香川县 9 月公布的就业计划同时指出，招聘需求仍高于求职，但劳动年龄人口减少和人手不足构成长期约束。这既可能带来企业承继、自动化及咨询需求，也可能限制客户的经营规模和还款能力。人口变化不能直接预测本行坏账，却是理解长期客户基础的重要背景。[S08]

05｜护城河判断

百十四银行的优势来自长期金融关系、地方信用信息，以及船舶融资等特定领域的经验。企业更换主要融资和结算关系有实际成本，成熟团队也能在复杂交易中提供价值。

限制同样明显：存款可以流向更高利率的产品，企业可以多行融资，咨询服务有竞争者；年度合并 ROE 虽已提高到 5.29%，仍低于公司所认知的 6%至 9%资本成本范围。客户基础尚未充分转化为高资本回报。

比较合理的判断是，有实际特色的地区金融机构，优势处于中等水平。若咨询和专业融资能持续带来扣除风险后的更高收益，同时维持稳定资金成本，优势才会更耐久。政策持股所维系的关系，也应通过经济回报检验，而不是把持有本身当成护城河。[S01][S03]

06｜财务质量与现金流

收入增长七成，不能直接读成业务增长七成

下表金额为百万日元。年度截至 2026 年 3 月，季度为 2026 年 4 月至 6 月；合并与单体口径分别列示。[S01–S03]

指标	本期	对比期	口径
年度归母净利润	18,857	13,700	合并
季度经常收益	41,221	24,155	合并
季度归母净利润	6,179	4,811	合并
季度净利息收益	14,263	12,265	合并
季度核心业务利润	8,695	6,422	单体
季度核心业务利润，扣除投信解约损益	8,294	6,071	单体
季度股票相关损益	14,078	1,605	单体
季度债券相关损益	-13,675	-1,073	单体
季度证券相关损益净额	402	532	单体
季度信用成本	1,283	613	单体

大量股票收益与债券处置损失同时出现，放大了收入和费用的总额，但证券损益净额反而减少。季度盈利改善主要有核心收益支持，既不能说是七成有机增长，也不能简单说成“全靠卖股票”。研究发现

后续费用仍需留意。全年单体计划中，扣除投信解约损益的核心业务利润由约 252 亿增至 263 亿；包含解约损益的核心利润则由 298 亿降至 276 亿。费用计划增加约 39 亿，信用成本预计从 67 亿降至 40 亿，其他临时收益也有增加。最终利润增长有赖于多项条件，不能只看贷款利息。

资本缓冲增加，不全是新赚来的钱

6 月监管口径合并资本充足率为 10.62%，3 月为 10.41%。但 3 月已经改用基础内部评级法计算信用风险资产；公司测算若沿用此前方法，3 月比率约为 9.41%。约一个百分点的差异来自计算方法，并不代表同额新增现金或利润。[S02][S03]

6 月不良债权比率 1.34%，与 3 月相同，高于上年同期 1.31%；季度信用成本也增加。管理层将上年度部分信用费用解释为对支持对象的一次性因素，但未来是否重复，仍取决于借款人的实际经营。研究发现

证券与贷款估值不能只看净额

6 月单体其他有价证券评价差额约 984 亿日元，其中股票浮盈约 1,201 亿，债券浮亏约 214 亿。债券浮亏比 3 月收窄，但同期已经实现了大量债券处置损失，不能把浮亏减少全部视为无成本改善。

这些按公允价值计量的证券已经影响账面权益，不能再把浮盈完整加成“隐藏资产”。另一种计量口径下，3 月持有至到期债券的账面与公允价值差额约负 31 亿；贷款扣除相关拨备后的账面与估计公允价值差额约负 609 亿。贷款差额包含折现和期限等模型因素，不等于银行宣布了 609 亿坏账，但它提醒投资者：账面净资产不等同于随时可兑现的现金底价。研究发现

银行现金流需要结合资金用途理解

年度经营现金流为负 1,401 亿，投资现金流为正 1,909 亿，现金等价物余额增至 8,621 亿。贷款增加、资金调度和证券出售回收会明显影响这些数字，不能套用工业企业的自由现金流算法，也不能把全部现金从银行市值中扣掉。

年度实际税负率 34.3%，高于 30.4%的法定有效税率，其中递延税资产估值准备是重要原因。净递延税负债约 373 亿，退休福利资产约 579 亿，两者均有特定会计及经济用途，不能当成随时可供分红的额外资产。[S01]

07｜股东、董事与治理

主要登记股东包括信托账户、保险公司及产业公司。信托账户名义不能直接证明最终控制权，也没有足够证据据此假定积极主义股东会推动资本释放。

公司披露独立外部董事占董事会 5／15，审计及提名薪酬相关委员会中的外部比例更高。管理层激励与净利润、政策持股缩减及可持续发展指标相关，方向有可取之处，最终仍应看资本回报和目标兑现。[S01][S03]

政策持股尤其值得追踪。包含视同持股在内，其成本口径从约 428 亿降至 389 亿，但市场价值相对合并净资产的比例却从 39.3%升至 43.9%。股票上涨会使“卖掉一部分”与“集中风险仍增加”同时发生。

公司已把这一比例降至 20%以下的目标，从 2030 年度提前到 2028 年度。目标更明确是进步，实际出售、税费、利润使用和净资产变化共同决定结果。研究发现

年度审计意见为无保留意见，贷款拨备中的债务人分类属于重点审计事项。这表明估计判断的重要性，并不构成虚假会计的证据。

08｜资本政策与股东回报

每股股息必须先统一拆股口径。2026 年 4 月 1 日实行 1 股拆 4 股；上一年度实际 234 日元，相当于拆股后 58.50 日元。今年预计 70 日元，实际是增加约 19.7%，不是减息。[S02][S03]

当前全年预测派息比例约 37.7%。公司提出在 2026 至 2028 年度计划期间达到 40%以上，这仍是目标，不能写成当前已经达到。

2025 年 12 月，公司实际回购 174,300 股拆股前股份，支付约 11 亿日元，几乎用尽当次金额上限。与此同时，今年 8 月又向员工持股会处置 154,438 股库存股。这不增加已发行股本，却增加外部持股数量，部分抵消回购的每股效果。[S02][S06]

投资支出也在上升。新计划约 200 亿日元系统投入，包含初始费用和五年运行成本；约 50 亿增量人力投入也跨越计划期，不能全部当成某一年的资本开支。Microsoft 365 全员使用及相应工时节约尚属未来实施计划。

分红提高和实际回购提供了正面证据，但现金回报、投资和资本充足率目标之间仍需平衡。对股东而言，关键是新增投入能否创造超过资本成本的收益。研究发现研究发现

09｜估值与安全边际

采用 10 月 19 日完整收盘价 2,853 日元，避免把盘中报价与年末、季度数据混用：

项目	结果	计算基础
全年预测市盈率	15.36 倍	公司预测 EPS 185.69 日元
最近年度市盈率	17.18 倍	年度 EPS 166.07 日元
3 月净资产口径市净率	0.84 倍	BPS 3,399.29 日元
6 月净资产口径市净率	约 0.83 倍	归母权益／同期扣除库存股的股数
预测现金股息率	2.45%	每股 70 日元

6 月每股净资产测算约 3,439 日元，使用当时股数，尚未调整 8 月员工库存股处置。这个小幅口径差异不改变当前估值判断。

全年 210 亿日元利润预测，约相当于 6 月权益的 5.4%；公司认知的资本成本为 6%至 9%。因此，低于一倍净资产具有经济解释，而 8% ROE 目标能否持续实现，才是重估的重要条件。研究发现

可以用一个明确简化的情景理解差别：假定净资产不变、长期增长为零、股权资本成本为 8%，可持续 ROE 为 4%、5.5%、8%时，对应市净率分别约 0.50、0.69、1.00 倍。这不是目标价模型，只说明盈利质量和资本回报一旦不同，同一账面净资产可以有不同价值。

正常化盈利也不宜直接用季度利润乘四。以全年单体扣除投信解约损益后的核心利润 263 亿，减去计划信用成本 40 亿，再按最近年度税负率作粗略折算，约为 147 亿日元；这还没有纳入其他非核心项目及集团差异，不能冒充合并盈利预测。它提示当前净利润中，证券、信用费用及其他项目仍有重要作用。

下行保护来自客户基础、监管资本和持续盈利能力，而不是“股价低于净资产就不会再跌”。贷款估值、证券波动和资金成本仍会改变股东实际可得价值。

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 图后绑定说明： 本次 Review 的 Research / Technical 在无 Owner 图条件下完成；本图是在该 Review 冻结后按同一 Review 身份补绑定，仅用于最终公开展示。文中关于"未继承／未分配 Owner Media""'无图' 或 text-only 的表述均描述研究冻结时点，不代表最终页面仍无图；Research Truth 、Technical 、Score 、Review 日期与历史身份均未因此改变。

百十四银行的价格历史可以追溯到 1972 年上市。经拆并股调整的可用年线显示，1990 年曾达到约 3,428 日元，随后经历长期下降和反复修复，2021 年低点约 326 日元。2015 年的反弹没有改变当时长期低位化的过程。

2022 年以后，恢复逐渐延续。2025 年年末收于 1,665 日元；2026 年 3 月从此前高点回落后，在约 2,000 日元附近重新获得承接，随后夏季继续向上，9 月收于 3,255 日元。与只出现一次短暂上涨相比，这段多次回落、再上行的过程，更能说明旧的低位价格状态正在失去控制。[S09]

但高位是否站稳，是另一个问题。10 月 6 日最高 3,340 日元，仍低于上述历史高点；截至 10 月 19 日收盘，已回落至 2,853 日元，较近期最高点低约 14.6%。连续两个完整周收盘下移，价格又回到 9 月低点以下，说明靠近顶部的新价格区间尚未得到稳定接受。

目前长期恢复与短期回落同时存在。约 2,300 至 2,600 日元一带的较低层次尚未被当前回落完全破坏；若重新回到约 2,900 至 3,100 并能够保持，高位承接会更可信。若继续失去较低层次，便需要下调对这轮恢复的判断。这些是历史交易区域，不是机械买卖信号。

8 月季报之后，次日收盘小幅上升，随后 8 月至 9 月价格继续走高；10 月又明显回落。时间上的先后不能证明全部涨跌由财报引起，也不能用盈利改善来代替价格保持能力的验证。早期成交稀疏、复权口径及缺少严格行业相对比较，使技术判断保持中等信心。研究发现

11｜风险与催化剂

最直接的风险是存款成本、信用损失和费用增长共同消耗加息收益。个人存款同比下降、季度信用成本增加，说明这些约束并非抽象假设。船舶融资的行业集中也需要结合客户质量看待。

第二个风险是把计算和市场价格变化误认为持续价值创造。风险资产方法改变提升资本比率，地区转移改变贷款增长，股票上涨则可能推高政策持股集中度。每一项都需要回到实际利润、资金和风险承担。

近期可观察的事件包括 11 月 2 日利率调整，以及 12 月 7 日野村合作启动。前者需要看实际净利息收入，后者需要看扣除成本后的手续费贡献；宣布或启动本身不等于盈利目标已经实现。

若后续核心利润和 ROE 持续提高、信用成本受控、分红与政策持股缩减同步兑现，当前谨慎判断应上调。若净利差被存款竞争侵蚀，或信用与费用增长持续超过新增收益，则应更保守。研究发现研究发现

12｜几项看似相同、实际不同的改善

这次研究最有价值的区别，是把真正的收益改善与报表上的放大分开。

季度收入增长 70.7%，证券净损益却下降；同时，扣除投信解约损益的核心利润增长 36.6%。因此，强劲收入标题夸大了增长幅度，但"全靠证券卖出"又低估了本业进展。

资本充足率提高，也不全来自利润积累；香川县贷款大增，也不全来自当地新需求。把约一个百分点的方法影响，以及 1,391 亿日元的地区转移分开后，经营图景仍有改善，却更接近实际。

最后，减持政策持股与降低市场风险并不总是同步。成本余额下降，市场价值占净资产比例仍会上升。股东需要看的，是最终风险敞口和资本使用结果，而不是单一动作的方向。研究发现研究发现研究发现研究发现

13｜下一次值得跟踪什么

- 利率调整后，贷款与存款的实际收益成本如何变化，扣除投信解约损益的核心利润能否继续增长。
- 船舶及其他企业客户的信用迁徙、信用成本和不良债权，是否支持全年信用费用下降的假设。
- 野村合作启动后的净手续费、人员成本和客户迁移，是否形成新增利润，而不仅是托管规模增加。
- 分红比例向 40%以上推进、政策持股比例下降及数字化投入，能否共同提高资本回报。
- 股价回落后能否恢复并保持较高交易区间，而非只出现短期反弹。

这些问题需要后续披露来回答。当前未披露的逐户信用和合作单位经济性，不以确定数字填补。

14｜Kabugami Score V3.2

模块	权重	得分	主要判断
财务韧性与下行防御	13	7.80	有资金及资本缓冲，仍需扣除方法影响并观察信用与市场风险。
竞争优势与结构耐久性	14	8.40	地方关系和船舶融资经验有价值，定价与回报仍受竞争限制。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	9.35	本业改善真实，费用、信用与证券项目使正常化回报仍有约束。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.60	客户及服务有广度，船舶、资金和合作伙伴依赖仍需管理。
估值与安全边际	15	6.75	已有较大重估，低于净资产不能替代持续 ROE 改善。
资本配置与股东回报	10	6.50	拆股调整后股息明显增加，回购已有执行，资本释放目标仍待兑现。
治理、所有权与管理层	7	3.85	监督机制及目标明确，交叉持股和执行结果仍有改进空间。
Kabugami 技术结构	13	7.15	长期低位状态松动，高位保持能力仍不足。
合计	100	56.40	B

评分对应当前经营、估值与价格结构的综合状态，不等于预期收益率。研究信心与技术信心均为中等。

15｜来源与研究发现

合规与风险声明

本报告为 Kabugami.jp 公开研究记录，不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价、收益保证或适合性判断；投资者可能损失部分或全部本金。

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景、技术结构或其他研究判断均可能因事实遗漏、资料时差、解释差异、模型错误、市场、流动性、信用、业务、技术、治理或资本政策变化而偏离实际结果。读者应阅读最新法定披露，并结合自身风险承受能力、资金期限及税务／法律状况独立决策。

本报告于 2026 年 10 月 20 日核对资料，估值采用 10 月 19 日完整收盘；金额口径、日期和预测属性按正文区分。

- S01：截至 2026 年 3 月的有价证券报告 (https://www.114bank.co.jp/ir/security_report/pdf/syouken202603_4.pdf)：公司范围、五年指标、现金流、治理、金融资产估值、税项和审计。
- S02：2027 年 3 月期第一季度决算 (https://www.114bank.co.jp/ir/financial_results/pdf/202703_01.pdf)，8 月 5 日：季度财务、补充指标、拆股和员工库存股处置。
- S03：2026 年 6 月投资者说明会 (https://www.114bank.co.jp/ir/ir_presentation/pdf/ir_202606_1.pdf)：年度经营拆分、利率敏感性、地区归属调整、资本方法、中期计划及股东回报。
- S04：9 月 29 日利率调整公告 (https://www.114bank.co.jp/newsrelease/2026/pdf/news_20260929_1.pdf)：11 月 2 日起的存款及短期最优惠贷款利率。
- S05：百十四银行与野村证券 10 月 1 日联合公告 (https://www.114bank.co.jp/newsrelease/2026/pdf/news_20261001_1.pdf)：12 月 7 日合作启动及两处服务据点。
- S06：2025 年 12 月 10 日回购执行结果 (https://www.114bank.co.jp/ir/investor_benefits/pdf/news_20251210_1.pdf)及股东回报资料 (https://www.114bank.co.jp/ir/investor_benefits/)。
- S07：香川银行企业经营支持服务 (https://www.kagawabank.co.jp/hojin/support.html)：同地区实际服务竞争的参照。
- S08：香川县 2026 年度就业对策计划说明 (https://www.pref.kagawa.lg.jp/rosei/koyo/topics/kyouteikeikaku.html)，9 月 7 日：劳动供需与人口结构约束。
- S09：株探年度 (https://s.kabutan.jp/stocks/8386/historical_prices/yearly/)、年度第二页 (https://s.kabutan.jp/stocks/8386/historical_prices/yearly/?page=2)、月度 (https://s.kabutan.jp/stocks/8386/historical_prices/monthly/)、周度 (https://s.kabutan.jp/stocks/8386/historical_prices/weekly/)、日度 (https://s.kabutan.jp/stocks/8386/historical_prices/daily/)及日度第二页 (https://s.kabutan.jp/stocks/8386/historical_prices/daily/?page=2)：1972 年以来可用年线和近期价格路径；价格不含股息再投资。
- S10：公司新闻目录 (https://www.114bank.co.jp/newsrelease/2026/)与财报目录 (https://www.114bank.co.jp/ir/financial_results/)：核对本次披露范围。

研究发现与正文对应

F01｜专业融资与地域客户基础同时带来优势和集中。 S01–S03 支持集团范围、贷款及存款结构；客户资金和托管资产并非普通股东闲置现金。逐户行业风险仍有限制。见公司本质、产品客户。

F02｜收入大幅增长与证券净损益下降可以同时发生。 S02 显示股票收益与债券损失大幅抵消，扣除投信解约损益的核心利润仍增长 36.6%。S03 的全年费用及信用计划限制线性外推。见财务、关键区别。

F03｜贷款利率涨幅不能直接变成全账簿净收益。 S03、S04 支持固定浮动比例、资金成本及未来调整；重定价速度、客户结构和存款竞争尚待实际结果验证。见客户与资金、风险催化剂、后续跟踪。

F04｜香川县贷款增长主要受到地区归属变化影响。 S03 明确区分 1,488 亿表面增长与 97 亿扣除调整后增长；S08 提供人口及用工约束，不能替代具体客户信用判断。见产业关系、关键区别。

F05｜新合作与数字化支出需要证明净回报。 S03、S05 确认计划投入、合作时点和人员安排；托管目标不等于收入，净手续费和新增费用尚未充分披露。见服务与依赖、资本政策、后续跟踪。

F06｜资本比率的计算变化不等于新增经济资本。 S02、S03 给出报告值与旧方法试算，以及信用成本和不良债权变化。资本缓冲存在，但仍受客户质量约束。见财务、风险、关键区别。

F07｜账面净资产不是无条件的现金底价。 S01、S02 支持已计入权益的证券评价、另行披露的持有至到期债券及贷款估值差额、税负和养老金资产；估值差额不等于确定信用损失。见财务、估值。

F08｜回报改善要统一股数口径，并检验实际资本释放。 S02、S03、S06 支持拆股后股息增加、已执行回购及库存股处置；政策持股成本下降但市场价值占比上升，目标并非已实现。见治理、资本政策、关键区别。

F09｜当前估值已经需要盈利继续改善。 S01–S03、S09 支持有明确日期的价格、权益与预测盈利。ROE 情景是分析假设，不是公司承诺；若持续回报达到目标，谨慎判断也需更新。见结论、估值。

F10｜长期恢复尚在，高位保持仍待证明。 S09 完整可用历史和近期多周期路径同时支持旧低位状态减弱与最新回落；财报时点只作比较，不证明因果。见技术结构、评分。

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 5338 --

<!-- KBG_OWNER_CHART_OWNER_EXPLICIT: 5338|8386 --

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。