

|| 企業調査レポート ||

品川リフラクトリーズ

5351 東証1部・札証

[企業情報はこちら >>>](#)

2018年7月31日(火)

執筆：客員アナリスト

瀬川 健

FISCO Ltd. Analyst **Ken Segawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2019年3月期は、2ケタの増収増益予想	01
2. 第4次中期経営計画は、“飛躍”の期間	01
3. 株主還元策－増配と自己株式の取得	01
■ 会社概要	02
1. 会社概要	02
2. 沿革	03
■ 事業概要	04
1. 事業概要	04
2. グループ企業	05
3. 事業内容	06
4. 特徴と強み	11
5. グローバル展開	11
■ 業績動向	14
1. 2018年3月期の業績概要	14
2. 財務状況と経営指標	15
■ 今後の見通し	17
■ 中長期の成長戦略	18
■ 株主還元策	22

要約

2019 年 3 月期からの 3 ケ年中期経営計画は、“飛躍”の期間に

品川リフラクトリーズ<5351>は、1875年に民間企業として初めて耐火煉瓦を製造した。単体の顧客業種別売上高の8割以上を鉄鋼業に依存しており、主力の耐火物の売上高は鉄鋼市況よりも粗鋼生産に連動する。

1. 2019 年 3 月期は、2 ケタの増収増益予想

2018 年 3 月期の業績は、売上高が前期比 0.9% 減、経常利益が同 0.7% 減となった。営業利益の増減要因では、原燃料価格アップによる減益要因が 18 億円もあったのに対し、販売価格改善による増益要因は 2 億円にとどまった。中国における環境規制の厳格化がマグネシアなどの原料の需給を逼迫（ひっばく）させ、価格を約 2 ～ 3 倍に高騰させた。同社は、原料の 2 分の 1 を中国に依存しており、グローバル調達体制の構築に動いている。業界では、一過性の市況変動と捉えておらず、2019 年 3 月期は原料コスト上昇の価格転嫁が進む。また、過去 3 期にわたり主要製造設備の新鋭化を実施したことで、中核品種の競争力が徹底強化されたことが、今後のシェア拡大につながる。2019 年 3 月期は、前期比 11.9% の増収と 18.6% の経常増益を見込む。

2. 第 4 次中期経営計画は、“飛躍”の期間

第 4 次中期経営計画では、最終年度となる年度の売上高を 1,230 億円（年度実績：1,027 億円）、ROS（売上高経常利益率）8% 以上（同 6.2%）を目標値としている。2009 年の合併以来、8 年半にわたり最適生産体制の構築、統合効果の実現、さらに基盤整備・品種競争力の徹底強化を進めてきた。これらを踏まえ、第 4 次中期経営計画は、“飛躍”の期間と位置付けられている。国内ユーザー向けの安定的な拡大に加え、海外ユーザー向けに輸出品と現地生産品等の最適なパッケージを提供することで伸ばす。また、JFE スチール（株）との海外ネットワーク連携により、成長・未開拓分野での市場開拓をする。

3. 株主還元策 – 増配と自己株式の取得

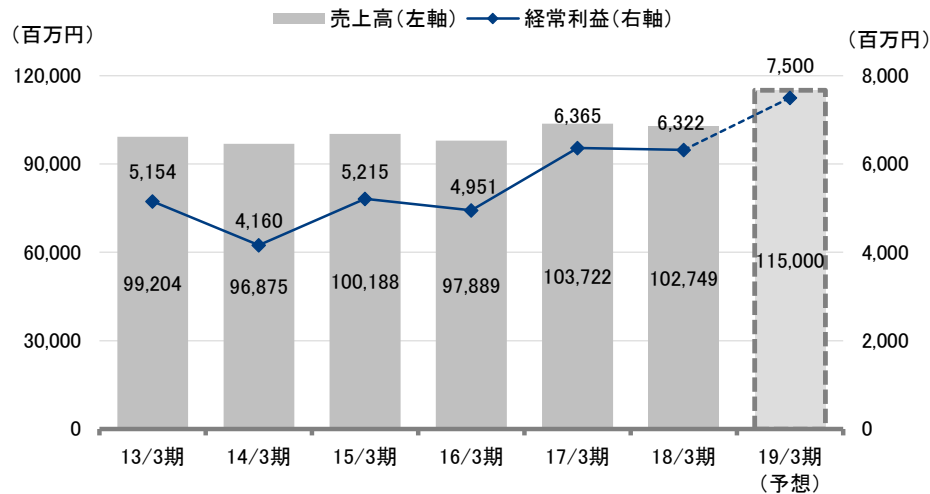
2018 年 3 月期は、親会社株主に帰属する当期純利益が当初予想を 26.6% 上回った。期末配当金が予想比 10 円の増配となり、年間の 1 株当たり配当金は前期の 70 円から 80 円に引き上げられた。期中に総額約 3 億円の自己株式取得を行ったことから、2017 年 3 月期連結ベースの総還元性向は 18.3% から 26.6% へ高まった。

Key Points

- ・ 2019 年 3 月期は、2 ケタの大幅増収増益を見込む
- ・ 2018 年度から始まる第 4 次中期経営計画は、“飛躍”の期間
- ・ 2018 年 3 月期に総額約 3 億円の自己株式取得を行った。

要約

業績推移



出所: 決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

工業用耐火物で日本トップクラス、世界でも五指に入る

1. 会社概要

同社は、1875年に民間企業として初めて耐火煉瓦を製造した。以来、鉄鋼をはじめ非鉄金属、セメント、ガラス、焼却炉、ごみ熔融炉、ガス・電力など日本の産業基盤に各種の耐火物や装置を提供してきた。単体の顧客業種別では、売上高の8割以上が鉄鋼業向けで、残りは焼却炉やセメント、その他になる。耐火物市場で黒崎播磨<5352>と双壁を成し、世界でも五指に入る規模を持つ。近年はグローバル展開を進め、海外売上高比率は16.2%となる。

品川リフラクトリーズ | 2018年7月31日(火)

5351 東証1部・札証

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

会社概要

2. 沿革

同社は、2009年10月に品川白煉瓦(株)とJFE炉材(株)が合併してできた。社名の品川リフラクトリーズの、「リフラクトリーズ」は英語の“refractory”(耐火物)の複数形に由来する。品川白煉瓦は、1875年に創業し、民間として日本で初めて耐火煉瓦の製造を開始した。鉄鋼業界は世界規模の競争が激化したことから業界再編が起こり、高炉メーカー5社のうち、2003年4月に日本鋼管(株)と川崎製鉄(株)が合併してJFEホールディングス<5411>に、2012年10月には新日本製鐵(株)と住友金属工業(株)が合併して新日鐵住金<5401>となった。日本鋼管と川崎製鉄系の耐火物メーカー同士が事業統合してできた同社は、2018年3月末時点でJFEホールディングス傘下のJFEスチールが34.1%を所有する。

会社沿革

年	会社	沿革
1875年	品川白煉瓦	創業 - 西村勝三が東京芝浦で民間としてはじめて耐火煉瓦の製造を開始
1895年	品川白煉瓦	福島県小名浜に小名浜工場を建設
1903年	品川白煉瓦	品川白煉瓦合資会社を改組して品川白煉瓦(株)設立
1906年	品川白煉瓦	福島県いわき市に湯本工場を建設(小名浜工場を移転)
1916年	品川白煉瓦	日本窯業(株)を合併(現岡山第一工場所在地)
1928年	品川白煉瓦	岡山県備前市に岡山第二工場を建設
1936年	品川白煉瓦	帝国窯業(株)を買収
1938年	品川白煉瓦	品川企業(株)を設立。岡山第三工場を建設
1938年	JFE炉材	ろう石質耐火れんが製造販売を目的に、岡山県児島郡に児島窯業(株)を設立
1944年	JFE炉材	川崎重工業(株)の子会社となり川崎炉材(株)に商号変更
1944年	JFE炉材	日生耐火煉瓦(株)を吸収
1945年	JFE炉材	川崎重工業(株)製鋳工場三石耐火工業所を吸収
1949年	品川白煉瓦	東京証券取引所に上場
1950年	品川白煉瓦	米国GENERAL REFRACTORIESと技術提携(塩基性煉瓦RITEX)
1950年	JFE炉材	川崎重工業(株)の分離会社、川崎製鉄(株)の関連会社となる
1951年	JFE炉材	高野窯業合資会社三石工場を吸収
1952年	JFE炉材	川崎製鉄(株)の子会社となる
1961年	JFE炉材	赤穂工場(赤穂第一・第三工場)操業開始
1961年	品川白煉瓦	日本鋼管と業務提携、日生工場発足
1962年	品川白煉瓦	(株)神戸製鋼所と共同出資により品川炉材(株)を設立
1969年	品川白煉瓦	新湯本工場建設(現湯本製造部)
1969年	JFE炉材	千種工業(株)設立
1970年	品川白煉瓦	鹿島工場建設(現鹿島製造部)
1970年	JFE炉材	玉島工場稼働開始
1971年	JFE炉材	赤穂第二工場(第一期)建設
1972年	JFE炉材	本社を神戸から赤穂に移転
1974年	JFE炉材	赤穂第二工場(第二期)建設
1981年	JFE炉材	(株)千葉耐火物工業所を吸収
2009年	同社	品川白煉瓦(株)はJFE炉材(株)と合併して社名を品川リフラクトリーズ(株)に変更
2011年	同社	ロコーカンパニーを分社化し品川ロコー(株)設立
2012年	同社	日本ロータリーノズル(株)を吸収合併
2014年	同社	生産部門を再編し、東日本・西日本両工場体制へ 品川企業(株)と赤穂ゼネラルサービス(株)を合併し、商号を「品川ゼネラルサービス(株)(現社名:品川ゼネラル(株))」に変更
2016年	同社	監査等委員会設置会社へ移行

出所: ホームページよりフィスコ作成

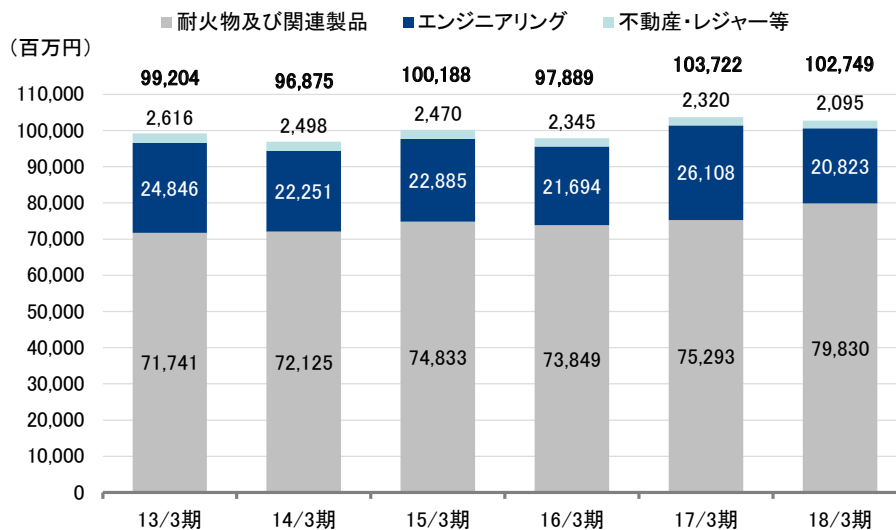
■ 事業概要

常に改善を進める顧客密着型の事業運営

1. 事業概要

同社の事業は、耐火物及び関連製品、エンジニアリング、不動産・レジャー等に分かれる。2018 年 3 月期における事業セグメント別連結売上高構成比、セグメント利益構成比（調整額控除前）、売上高セグメント利益率の順で、耐火物及び関連製品が 77.7%、77.3%、6.9% であった。同様に、エンジニアリングが 20.3%、7.8%、2.7%、不動産・レジャー等が 2.0%、14.8%、50.5% であった。耐火物及び関連製品は、定形・不定形耐火物、モールドパウダー、セラミックファイバー、ファインセラミックス、化成品等の製造・販売である。エンジニアリングは、高炉・転炉・焼却炉等の築炉工事、工業窯炉の設計・施工などである。不動産・レジャー等は、保有不動産の賃貸や土地の有効活用になる。

セグメント別売上高の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

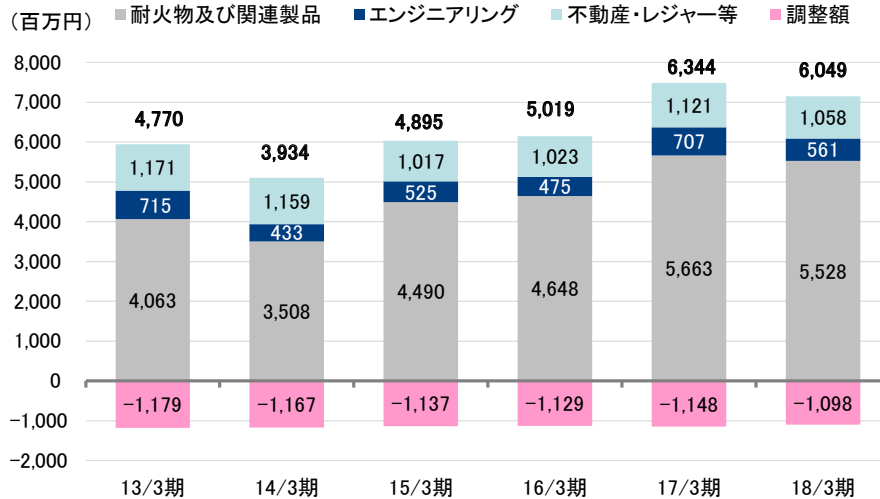
品川リフラクトリーズ | 2018年7月31日(火)

5351 東証1部・札証

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

事業概要

セグメント別利益の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2. グループ企業

同社グループは、同社、連結子会社 23 社及び関連会社 5 社（うち 3 社が持分法適用）で構成される。子会社の中で、イソライト工業<5358>が、唯一の上場企業である。国内グループ会社には、イソライト工業のように買収した会社もある。機能及び立地などで役割を分けている。海外には、中国、オーストラリア、ニュージーランド、インドネシア及び米国に子会社を有し、いずれも耐火物の製造・販売をしている。

品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2018 年 7 月 31 日 (火)

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

事業概要

主要グループ会社一覧

グループ会社	所在地	事業内容
耐火物及び関連製品		
同社	東京都千代田区	設立 (1903年) 定形耐火物、不定形耐火物の製造・販売
(株) セラテクノ	兵庫県明石市	合併 (1999年) 定形耐火物、不定形耐火物の製造・販売
帝国窯業 (株)	岡山県備前市	買収 (1936年) 定形耐火物、不定形耐火物の製造
Shinagawa Refractories Australasia Pty. Ltd.	オーストラリア	買収 (1998年) 定形耐火物、不定形耐火物の製造・販売
Shinagawa Refractories Australasia NZ Ltd.	ニュージーランド	買収 (2002年) 定形耐火物、不定形耐火物の製造・販売
PT Shinagawa Refractories Indonesia	インドネシア	設立 (2014年) 定形耐火物、不定形耐火物の製造・販売
瀋陽品川冶金材料有限公司	中国遼寧省瀋陽市	設立 (1997年) 連続鑄造用モールドパウダーの製造・販売
遼寧品川和豊冶金材料有限公司	中国遼寧省鞍山市	設立 (2008年) 連続鑄造用モールドパウダーの製造・販売
Shinagawa Advanced Materials Americas Inc.	米国オハイオ州	買収 (2006年) 連続鑄造用モールドパウダーの製造・販売
イソライト工業 <5358> 及び子会社	大阪府大阪市北区	買収 (2004年) セラミックファイバー、耐火断熱れんが等の製造・販売
品川化成 (株)	東京都港区	設立 (1986年) 吸着剤の製造・販売
品川ファインセラミックス (株)	岡山県備前市	設立 (2002年) ファインセラミックスの製造・販売
品川ゼネラルサービス (株)	岡山県備前市	設立 (2014年) 耐火物及び関連製品事業に関わる労働者派遣事業等
エンジニアリング		
同社	東京都千代田区	設立 (1903年) 高炉・転炉・焼却炉等の築炉工事、工業窯炉の設計・施工等
品川ロコー (株)	広島県福山市	設立 (1965年) 高炉・転炉・焼却炉等の築炉工事、工業窯炉の設計・施工等
不動産・レジャー等		
同社	東京都千代田区	設立 (1903年) 不動産賃貸事業
品川ゼネラルサービス (株)	東京都千代田区	設立 (1938年) 同社の土地を利用してゴルフ場、スーパー銭湯等を経営

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

3. 事業内容

(1) 耐火物及び関連製品

2018 年 3 月期の単体の売上高の顧客業種別売上高構成比は、鉄鋼業向けが 84.8% を占め、依存度が高い。焼却炉が 5.1%、セメントが 2.7%、その他が 7.4% と続く。JFE スチールと神戸製鋼所 <5406> への売上高依存度はそれぞれ 37.2% と 15.1% になり 2 社合算すると 5 割を超える。高炉メーカーへの売上依存度が高いため、同社は主要顧客の製鉄所内に営業所や築炉事業部の拠点を置くなど顧客密着型の体制を取っている。装置産業である鉄鋼メーカーのニーズは、設備稼働率の維持、高い歩留り、高品質である。同社は、主要顧客に対して緊密な営業と迅速なサポート体制を取っている。JFE スチールに対して、東日本製鉄所の千葉地区と京浜地区で、西日本製鉄所では倉敷地区と福山地区のいずれにも営業所と築炉事業部事業所を配置している。神戸製鋼所には、神戸製鉄所及び加古川製鉄所に対応する営業所を置いている。また、新日鐵住金では、同社の鹿島営業所が鹿島製鉄所内で、和歌山営業所が和歌山製鉄所内で活動している。他の営業所 (北海道室蘭市、東京都、愛知県東海市、兵庫県姫路市、福岡県北九州市) も新日鐵住金向けにネットワークを築いている。

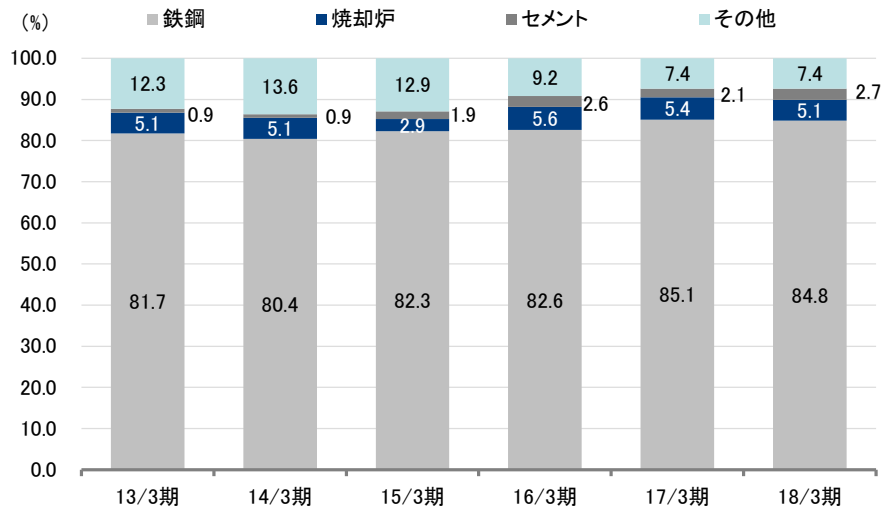
品川リファクトリーズ | 2018年7月31日(火)

5351 東証1部・札証

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

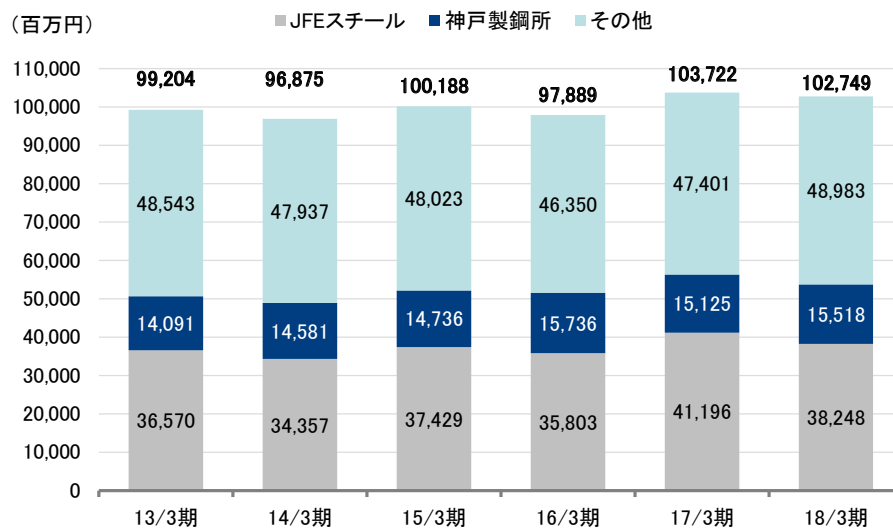
事業概要

顧客業種別売上高構成比(単体)



出所：決算説明会資料より作成

主要相手先販売実績



出所：有価証券報告書より作成

a) 国内生産体制

2009年の合併以降、第2次中期3ヶ年経営計画まで統合効果と競争力強化のため生産集約による最適生産体制への再編を行った。2014年4月に、生産部門を湯本・赤穂・岡山の3工場体制から、東日本・西日本の2工場体制に再編した。

品川リファクトリーズ | 2018年7月31日(火)

5351 東証1部・札証

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

事業概要

国内の生産体制

拠点	住所	主要製品
東日本工場		
湯本製造部	福島県いわき市	連続鑄造機能材、粘土不定形
鹿島製造部	茨城県銚田市	マッド材、粘土不定形
西日本工場		
赤穂製造部	兵庫県赤穂市	粘土不定形
日生製造部	岡山県備前市	連続鑄造パウダー、塩基不定形
岡山製造部	岡山県備前市	定形耐火物
玉島製造部	岡山県倉敷市	マッド材、粘土不定形
技術研究所	岡山県備前市	

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

同社は主要拠点を国内に置いており、煉瓦プラントの多くは、高度に自動化されており、省力化・自動化のために工業用ロボットが導入されている。

煉瓦プラント



付加ライン
出所：ホームページより掲載

b) 主要製品

耐火物及び関連製品は、定形耐火物、不定形耐火物、連続鑄造用モールドパウダー、セラミックファイバー、ファインセラミックス、特殊製品で構成される。

事業概要

主要製品

耐火物

- 高温に耐える工業用材料、耐火物生産量の8割以上を鉄鋼業が消費

定型耐火物

・塩基性煉瓦・カーボン含有煉瓦・粘土、高アルミナ質煉瓦・連続铸造用機能材・炭化珪素質煉瓦・珪石煉瓦など
 - あらゆる工業窯炉と高温処理プロセスを支える定型耐火物（いわゆる耐火煉瓦）

不定形耐火物

・キャストブル・プレキャスト・吹付材・プラスチック・ラミングミックス・モルタルなど
 - 幅広い適用範囲に対応すべく、「製品→設計→施工→アフターサービス」のトータルシステムで対応

モールド（鑄型）パウダー

- 高品質な鋼材生産に不可欠な材料。板状や棒状の鋼塊を製造する連続铸造工程で、鑄型内の保温、酸化防止、潤滑などのために添加される粉末状の材料

セラミックファイバー

- 軽量、低熱伝導率、高断熱性などの特性を持ち、省エネルギーに不可欠の素材

ファインセラミックス

- 電気絶縁性、耐摩耗性、耐食性、化学安定性、機械的強度など、様々な特性を備えたセラミック素材

特殊製品

- セラミック素材の技術を応用した耐熱塗料、耐熱接着剤、乾燥剤など

出所：ホームページよりフィスコ作成

定型耐火物では、用途に応じて塩基性煉瓦、カーボン含有煉瓦、粘土質煉瓦、高アルミナ質煉瓦、炭化珪素質煉瓦、珪石煉瓦を揃えている。不定形耐火物は、キャストブル、吹付材、プレキャスト、プラスチック、ラミングミックス、モルタルがある。施工方法に合わせて、緻密性、断熱性、耐酸性など各種要求や現場作業、施工工期に応じて、最適の製品を提供する。

連続铸造用モールドパウダーは、鑄型内に添加される粉末状潤滑剤で、溶鋼表面の保温と酸化防止、鑄型と鋼塊間の潤滑などの重要な機能を持つ。高品質な鋼材を生産するために必要不可欠な材料となる。連続铸造とは溶融した鋼を連続的に冷却、凝固させて、板状や棒状の鋼塊にする工程である。その工程で使用されるスライドゲートプレート、浸漬ノズルなどの機能性耐火物とともに、モールドパウダーは戦略品種に位置付けられている。

連続铸造用モールドパウダー



出所：ホームページより掲載

連続铸造工程



セラミックファイバーは、軽量で低熱伝導率、高断熱性で省エネルギーには欠かせない素材になる。施工性に優れた各種モジュール、成形品、断熱ボード、シート、ガスケットなど、様々な製品でニーズに対応している。

事業概要

ファインセラミックスは高度に微細組織を制御したセラミック素材である。アルミナ、ジルコニア、炭化珪素、サイアロンなど、様々な機能や特性を備えた素材で、各種ローラー、ダイス、ポンプ部品から液晶半導体製造装置用セラミックスまで、多様なエンジニアリングセラミックスを提供している。

セラミックファイバー



出所：ホームページより掲載

 ファインセラミックス
(高精度大型セラミックパーツ)


c) 戦略 5 品種

2014 年 1 月に、マグネシアカーボン煉瓦、スライドプレート、塩基性煉瓦、モールドパウダー、浸漬ノズルを戦略 5 品種と定め、品種別戦略委員会を設置した。生産・販売・開発の一体化した拡販活動により、顧客へのベストソリューションの提案と拡販を推進している。これらの製品は、単体の耐火物及び関連製品売上高の約 4 割を占める中核品種である。

戦略 5 品種

品種名	特徴
定形耐火物	
塩基性煉瓦	マグネシアやカルシアを主成分とする耐火物で、耐熱性、耐食性に優れる
マグネシアカーボン煉瓦	カーボンとマグネシアの複合材料で、耐熱衝撃抵抗性、耐食性に優れる
連続铸造用機能材	
スライドプレート	連続铸造設備に使われるスライディングノズル装置で、铸型（モールド）へ流し込む溶鋼の流量を制御する
浸漬ノズル	溶鋼を水冷モールドに導くための耐火物
モールドパウダー	
モールドパウダー	連続铸造用モールド（铸型）内に使用される添加剤 高品質な鋼材を生産するために必要不可欠な材料

出所：ホームページよりフィスコ作成

(2) エンジニアリング

同社の特長は、耐火物の製造、窯炉の設計、築炉工事等のエンジニアリングサービスと一貫体制を構築していることである。140 余年の伝統の中で蓄積された豊富なノウハウと技術開発力を持つ。欧州メーカーは、製品を標準化し、コストダウンを図る経営スタイルを取っている。一方、日本の鉄鋼メーカーは継続的な改善活動により、炉の設計や炉材を常に進化させる。炉材会社である同社は、顧客密着型の技術対応と顧客ニーズに応える開発力により、技術力を発揮した強固な顧客基盤を築いてきた。工事部門は、崩れにくく溶損が抑えられる設計や作業などにノウハウを持つ。

事業概要

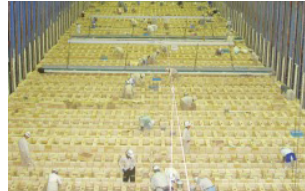
高炉施工



出所：ホームページより掲載

エンジニアリング事業

築炉中のコークス炉



築炉中の取鍋



4. 特徴と強み

同社の特徴と強みは、長い年月をかけて培った伝統と技術をベースに、設計、製造、築炉、開発が顧客ニーズに適した提案をすることにある。主な特徴と強みとして、超高温技術のリーディングカンパニー、技術力を基礎とした強固な顧客基盤、積極的なグローバル展開の 3 点が挙げられる。

同社の主な特徴・強み

1. 超高温技術のリーディングカンパニー

- ・耐火物の製造技術と高度な築炉技術を併せ持つことで、顧客ニーズに応える開発力で、顧客密着型の技術対応が可能
- ・設計、製造、築炉、開発の 4 部門の技術と経験を生かし、常に顧客と一体となった営業活動を遂行
- ・技術研究所における世界トップクラスの研究設備をもとに、顧客ニーズに応える製品開発に注力

2. 技術力を基礎とした強固な顧客基盤

- ・世界一の技術を誇る日本の鉄鋼業界をはじめ、あらゆる産業の顧客ニーズに、環境に優しい超高温技術で的確に対応

3. 積極的なグローバル展開

- ・1997 年の中国進出を皮切りに、豪・米にも市場を拡大、近年はアジアでの展開を強化し、事業のグローバル化を推進

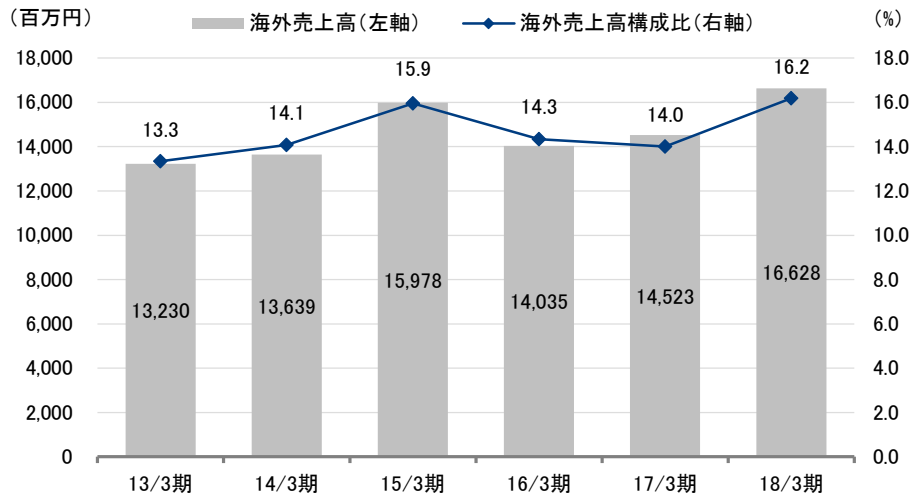
出所：会社資料よりフィスコ作成

5. グローバル展開

海外拠点は、中国に耐火物等の製造・販売と連続鋳造用モールドパウダーの製造・販売を手掛ける合弁会社を設立している。大洋州はオーストラリアとニュージーランドに拠点をもち、2014 年に設立したインドネシアの子会社を支援させている。米国では、オハイオ州にモールドパウダーの製造・販売を行う子会社を設立している。海外売上高比率は、2018 年 3 月期で 16.2% であった。

事業概要

海外売上高と海外売上高構成比



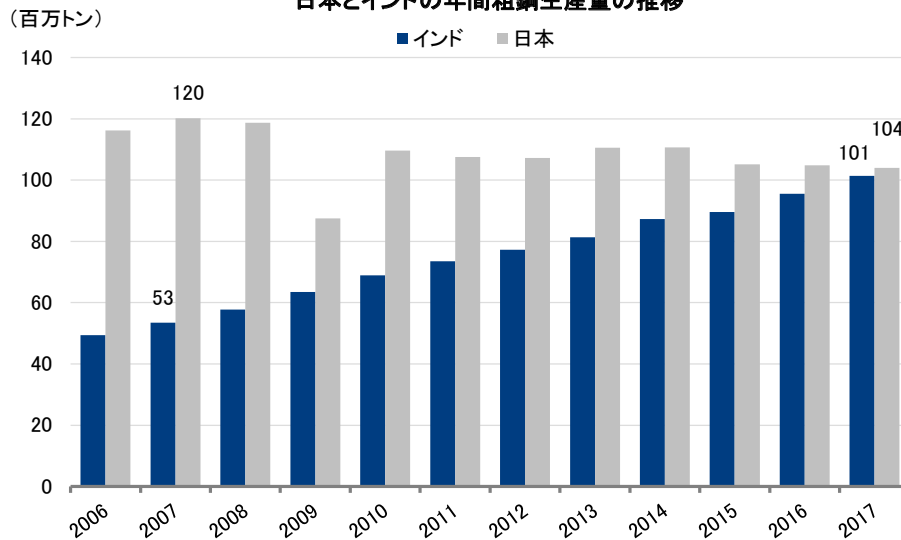
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

日本の粗鋼生産は、年1億トン強で推移している。ただし、海外の生産、特に中国が増加したため、2017年の日本の世界シェアは2000年比ほぼ半減の6.2%となった。その間に中国は15.1%から49.2%へシェアを高め、世界の約半分を占めるに至った。世界鉄鋼協会(WSA)のデータによると、2017年の粗鋼生産量で世界のトップ50社のうち、半分の25社を中国メーカーが占める。日本は、新日鐵住金(3位)、JFEスチール(8位)、神戸製鋼所(50位)の3社が入った。インドは、タタ・スチール(10位)、JSWスチール(19位)インド鉄鋼公社(25位)の3社が入った。

同社は、アジアでは市場規模が大きい中国はもとより、成長著しいインド市場の開拓に注力する。2017年の粗鋼生産量は、日本の104百万トンに対しインドは101百万トンにまで成長した。粗鋼生産量で見たインドの市場規模は、日本に対する割合がリーマンショック前の2007年の45%から2017年には97%にまで肉薄している。

事業概要

日本とインドの年間粗鋼生産量の推移



出所：WAS のデータよりフィスコ作成

インドネシアでは、鉄鋼業ではなくセメント市場をターゲットとする。セメント用キルン向けでも同社は、豊富な実績と技術を持つ。2014年10月に、インドネシアに PT Shinagawa Refractories Indonesia (SRI) を設立した。同社グループのオーストラリア子会社が技術移転などで、SRI の早期立ち上げを支援する。現在、インドネシアには高炉が1基しかなく、同子会社がターゲットとしている分野はセメント用キルンを含む一般工業炉用の耐火物になる。同国における需要増加に応じて生産体制を整備し、事業拡大を目指す。都市化が進む東南アジアで子会社を拠点とする成長戦略を展開する。

グローバル展開

中国	1997年	瀋陽品川光輝冶金材料有限公司(現 瀋陽品川冶金材料有限公司)を合併で設立
	2003年	合併会社 済南魯東耐火材料有限公司に資本参加
	2008年	遼寧品川和豊冶金材料有限公司を合併で設立
豪州・NZ	1998年	総合耐火物メーカーを合併で設立
	2003年	完全子会社化し、社名を Shinagawa Refractories Australasia 社に変更
米国	2006年	オハイオ州に Shinagawa Advanced Materials Americas 社を設立
インドネシア	2014年	ジャカルタに PT Shinagawa Refractories Indonesia 社を設立

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

業績動向

2018 年 3 月期は、中国産原料の価格高騰が利益を圧迫

1. 2018 年 3 月期の業績概要

2018 年 3 月期の連結業績は、売上高が前期比 0.9% 減の 102,749 百万円、営業利益が同 4.7% 減の 6,049 百万円、経常利益が同 0.7% 減の 6,322 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 5.1% 減の 3,419 百万円であった。予想比では、売上高が 0.7% 増、営業利益が 8.0% 増、経常利益が 10.9% 増、親会社株主に帰属する当期純利益が 26.6% 増となった。

2018 年 3 月期 連結業績

(単位：百万円)

	17/3 期		計画	18/3 期		前期比		計画比	
	実績	売上比		実績	売上比	増減額	増減率	増減額	増減率
売上高	103,722	-	102,000	102,749	-	-973	-0.9%	749	0.7%
耐火物及び関連製品	75,293	72.6%	-	79,830	77.7%	4,537	6.0%	-	-
エンジニアリング	26,108	25.2%	-	20,823	20.3%	-5,284	-20.2%	-	-
不動産・レジャー等	2,320	2.2%	-	2,095	2.0%	-224	-9.7%	-	-
売上総利益	18,871	18.2%	-	18,749	18.2%	-122	-0.6%	-	-
販管費	12,527	12.1%	-	12,699	12.4%	172	1.4%	-	-
営業利益	6,344	6.1%	5,600	6,049	5.9%	-295	-4.7%	449	8.0%
耐火物及び関連製品	5,663	7.5%	-	5,528	6.9%	-135	-2.4%	-	-
エンジニアリング	707	2.7%	-	561	2.7%	-146	-20.7%	-	-
不動産・レジャー等	1,121	48.3%	-	1,058	50.5%	-63	-5.6%	-	-
調整額	-1,148	-1.1%	-	-1,098	-1.1%	50	-	-	-
経常利益	6,365	6.1%	5,700	6,322	6.2%	-43	-0.7%	622	10.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,602	3.5%	2,700	3,419	3.3%	-183	-5.1%	719	26.6%

注：営業利益率は、各事業の売上高営業利益率

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

事業別では、耐火物及び関連製品が売上高は前期比 6.0% 増の 79,830 百万円となった。通期の日本の粗鋼生産は 1 億 484 万トンと同 0.3% 減とほぼ横ばいであった上、海外売上高が同 14.5% 増と大きく伸び、セラミックファイバー製品の売上げが好調であった。地域別では、アジア・オセアニアが同 12.4% 増、北米などのその他の地域が同 20.5% 増と大きく伸長した。同事業の営業利益は、同 2.4% 減の 5,528 百万円となり、売上高営業利益率は同 0.6 ポイント減の 6.9% に低下した。中国における環境規制によりマグネシアなどの原料の需給が逼迫（ひっばく）し、価格が 2～3 倍に高騰した。原料価格の急激な上昇に、価格転嫁が追い付かず、減益を余儀なくされた。

エンジニアリング事業の売上高は前期比 20.2% 減の 20,823 百万円、セグメント利益は同 20.7% 減の 561 百万円であった。前期にあったコークス炉大型建設工事がなくなり、売上・利益とも減少した。

品川リファクトリーズ | 2018年7月31日(火)

5351 東証1部・札証

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

業績動向

同社が株式の54.9%を所有するイソライト工業は、高付加価値セラミックファイバーの作業環境規制(RCF規制)対策品及び自動車関連製品の増加により好業績が続いた。同子会社の2018年3月期の通期予想は、売上高が期初予想14,600百万円→第2四半期時点予想16,200百万円→実績16,765百万円(前期比15.1%増)となった。同様に、経常利益は、1,810百万円→2,900百万円→3,315百万円(同58.9%増)となり、上方修正となった。

2. 財務状況と経営指標

(1) 貸借対照表

2018年3月期の総資産は、107,335百万円と前期末比828百万円増加した。流動資産では、棚卸資産が同5,312百万円増加した。仕掛品は、進行中のコークス炉と熱風炉の改修工事が約30億円の増加要因となったが、2019年3月期中に売上高に計上される予定のため問題はない。長短の借入金が増加し、有利子負債は16,700百万円と同1,820百万円減少した。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	増減額
流動資産	62,847	64,690	66,141	1,451
（現金・有価証券）	14,673	14,741	10,896	-3,845
固定資産	40,850	41,817	41,194	-623
総資産	103,697	106,507	107,335	828
流動負債	40,624	36,828	35,886	-942
固定負債	12,941	15,492	13,979	-1,513
（有利子負債）	20,380	18,520	16,700	-1,820
負債合計	53,565	52,320	49,865	-2,455
純資産	50,132	54,186	57,470	3,283

出所：決算短信よりフィスコ作成

(2) 財務比率

総合経営指標となるROE(自己資本当期純利益率)は、前期の7.8%から7.0%へ下落した。耐火物の原料価格の急騰が、収益性を圧迫した。エンジニアリング事業の売上高が落ち込んだため、資産効率が低下した。棚卸資産が増加し、借入金の返済が進んだため、財務レバレッジも若干低くなった。

財務の安全性指標となる流動比率は、前期末の175.7%から184.3%へ上昇。自己資本比率は、前期末の44.8%から46.6%へ改善した。

品川リファクトリーズ | 2018年7月31日(火)

5351 東証1部・札証

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

業績動向

連結財務指標

	16/3期	17/3期	18/3期
【安全性】			
流動比率	154.7%	175.7%	184.3%
自己資本比率	42.6%	44.8%	46.6%
【収益性】			
ROA (a × c)	4.6%	6.1%	5.9%
ROE (b × c × d)	6.3%	7.8%	7.0%
a 売上高経常利益率	5.1%	6.1%	6.2%
b 売上高当期純利益率	2.9%	3.5%	3.3%
c 総資産回転率 (回)	0.92	0.99	0.96
d 財務レバレッジ (倍)	2.39	2.29	2.19

出所：決算短信よりフィスコ作成

(3) キャッシュ・フロー計算書

2018年3月期末の現金及び現金同等物の残高は、前期末比3,006百万円減少し10,620百万円となった。営業活動によって得られた資金は1,578百万円にとどまった。税金等調整前当期純利益(6,152百万円)と減価償却費(2,330百万円)による増加に対し、たな卸資産の増加額(5,387百万円)と法人税等の支払額(1,656百万円)が主な減少項目であった。投資活動によるキャッシュ・フローの支出は1,623百万円と前期より若干減少した。主要な項目は、有価証券の純減額(899百万円)による増加と有形固定資産の取得による支出(2,340百万円)による減少であった。財務活動の結果使用した資金は、長短借入金の返済による支出と配当金の支払額により、3,011百万円となった。

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期	増減額
営業活動によるキャッシュ・フロー	4,390	5,459	1,578	-3,881
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,173	-1,825	-1,623	202
財務活動によるキャッシュ・フロー	-2,343	-2,526	-3,011	-485
現金及び現金同等物の期末残高	12,659	13,627	10,620	-3,007

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2019 年 3 月期は、2 ケタの大幅増収増益を見込む

2019 年 3 月期は、売上高が前期比 11.9% 増の 115,000 百万円、営業利益が同 22.3% 増の 7,400 百万円、経常利益が同 18.6% 増の 7,500 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同 31.6% 増の 4,500 百万円と大幅な増収増益を見込む。

2019 年 3 月期 連結業績予想

(単位：百万円)

	18/3 期		19/3 期		前期比	
	実績	対売上比	予想	対売上比	増減額	増減率
売上高	102,749	-	115,000	-	12,251	11.9%
営業利益	6,049	5.9%	7,400	6.4%	1,351	22.3%
経常利益	6,322	6.2%	7,500	6.5%	1,178	18.6%
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,419	3.3%	4,500	3.9%	1,081	31.6%

出所：決算短信よりフィスコ作成

前提となる日本の粗鋼生産量は前期並みの 105 百万トンとしている。増収要因は、耐火物及び関連製品事業における原料価格高騰の製品価格への転嫁、同事業におけるシェア拡大、そして仕掛品として計上されていたエンジニアリング事業の大型工事が売上高に計上されることが挙げられる。約 120 億円の増収は、海外事業の拡大と国内の電炉や非鉄向けのシェアアップによる拡販のほか、適正な販売価格への引き上げと建設工事の増加により実現する見込みである。同時に、拡販による工場操業度アップと販売価格アップにより、利益率改善も目指している。中国の環境規制に起因する原料価格の高騰は一過性のもとはならず、高止まりや更なる上昇が予想される。また、単なる価格の変動だけではなく、供給量が減少している。耐火物メーカーは、原料価格の上昇が自社で吸収できる範囲を超えていることから、どこも値上げに動いている。

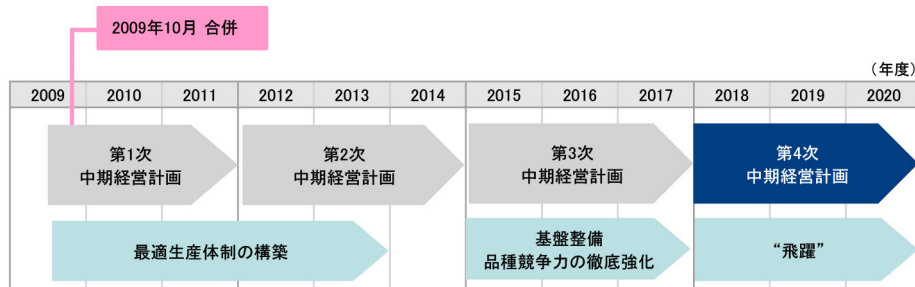
■ 中長期の成長戦略

2018 年度から始まる第 4 次中期経営計画は、“飛躍”の期間

第 4 次中期経営計画(2018～2020 年度)は、“飛躍”の期間と位置付けられている。2009 年 10 月の合併以降、第 1 次と第 2 次中期経営計画では統合効果を実現するため「最適生産体制の構築」を急いだ。2015 年度から 2017 年度をカバーする現在の第 3 次中期経営計画は、「基盤整備と品種競争力の徹底強化」を行った。2017 年度を最終年度とする 3 ヶ年間累積の設備投資額は、連結で 80 億円になった。中核生産設備の新鋭化による設備の基盤整備を進め、コスト競争力の徹底強化を図った。2015 年度にはスライドプレート製造用プレスと新型乾燥炉に、2016 年度はマグネシアカーボン煉瓦製造用プレスとモールドパウダー製造設備に投資をした。2017 年度は、スライドプレート用の焼成炉を 1 基増設し、製造プロセスへの合理化投資を行った。基盤整備を終え、2018 年度から 2020 年度をカバーする第 4 次中期経営計画を、“飛躍”の期間と位置付けている。

2018 年 6 月に、経営トップが相川貢(あいかわみつぐ)氏から岡弘(おかひろむ)氏に交代した。JFE スチールの代表取締役副社長を経て新社長に就任した岡氏(63 歳)は、川崎製鉄時代に継目無ステンレス鋼管の開発に従事し、「大河内記念生産賞」を受賞した。鋼管の専門工場である知多製造所の所長も務めた。経営企画として、ベトナムやメキシコのプロジェクトを推進した。同氏の知見が、成長・未開拓分野と位置付けられている輸出・海外事業で発揮されることが期待される。

中期経営計画



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(1) 2020 年度の目標値

第 4 次中期経営計画の最終年度になる 2020 年度の目標値は、売上高が 1,230 億円(3 年間の CAGR : 6.2%)と ROS(売上高経常利益率)を 8% 以上(2018 年 3 月期実績 : 6.2%)としている。経常利益の CAGR は 15.9% になる。

品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2018 年 7 月 31 日 (火)

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

中長期の成長戦略

第 4 次中期経営計画の目標値

(単位：億円)

	2017 年度 (実績)	2020 年度 (計画)	増加額	CAGR
売上高	1,027	1,230	203	6.2%
国内ユーザー向け	861	1,000	139	5.1%
海外ユーザー向け	166	230	64	11.5%
うち輸出	116	150	34	8.9%
海外事業	50	80	30	17.0%
経常利益	63	98	35	15.9%
ROS	6.2%	8% 以上	-	-

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

売上高を 3 期間で約 200 億円増加させる計画だが、地域別内訳は国内ユーザー向けが約 140 億円増の 1,000 億円、海外ユーザー向けが約 60 億円増の 230 億円としている。

国内市場では、高炉向けのシェア変動が小さい。特殊鋼や非鉄向けは、炉の形状が複雑化しており、同社の炉の設計及び築炉技術、複雑形状でかつ強度の高い大型の不定形耐火物であるプレキャストブロックを併せて提案する総合力を発揮し拡販を図る。高炉メーカーは、築 40～50 年経過したコークス炉の生産性が落ちていることから、改修工事を進めている。JFE スチールは、2018 年度に東日本製鉄所千葉地区（千葉市）の改修工事を終える予定でいる。また、西日本製鉄所福山地区（広島県福山市）のコークス炉を総額 270 億円かけて改修し、2020 年度に稼働させることを発表した。同社は、大型建設工事案件を確実に獲得できるよう体制を整える。

海外ユーザー向け売上高 230 億円は、輸出の 150 億円（2017 年度比：34 億円増）と海外事業 80 億円（同 30 億円増）に分かれる。日本の粗鋼生産量が安定的に推移する一方、海外市場ではより高い伸びが期待される。海外ユーザーには、輸出品と現地生産品等を最適なパッケージとして提案する。JFE スチールの海外ネットワークと連携して増収を図る。輸出と海外事業を合算した地域別売上高は、中国・アジアが 70 億円（同 20 億円増）、大洋州・ASEAN が 60 億円（同 10 億円増）、米州が 60 億円（同 30 億円増）を計画している。海外事業では、2016 年に瀋陽品川（中国）の連铸用パウダーの生産設備を新鋭化した。2018 年に、瀋陽品川上海事務所を開設する。米国子会社は、2016 年より連铸用パウダーと輸出耐火物のセット販売を進めている。2018 年度は、新商品対応設備を建設中だ。豪州は、2017 年に、マッド材を日本からの生産移管により現地生産に切り替えた。競争力の徹底強化による事業機会の獲得と成長市場の捕捉に努める。

品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2018 年 7 月 31 日 (火)

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

中長期の成長戦略

売上増への取り組み
国内ユーザー向け (+ 140 億円)

- 高炉・電炉メーカー向けシェアの拡大 (機能材、不定形、モールドパウダーなど)
- セメント・石灰市場への拡販 (炉修計画に合わせた最適製品の安定的な供給)
- 特殊鋼、非鉄、ガラスメーカーなど未開拓分野への市場展開を加速
- 大型建設工事案件の獲得

海外ユーザー向け (+ 60 億円)

- 中国、台湾、韓国：中国パウダー事業拡販、台湾の高シェア継続、韓国拡販
- インド：屈指の成長市場におけるマッド材を中心としたビジネス拡大
- 大洋州、ASEAN：大洋州での鉄・非鉄双方の強みを活かした拡販
ASEAN での成長需要捕捉
- 米州：北米パウダー事業拡販 (新設備稼働)
北南米での耐火物等パッケージ販売拡大

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(2) “飛躍”のために取り組む施策

“飛躍”のために取り組む重点施策を 5 つ挙げている。a) 『設備の基盤整備』総仕上げ、b) 商品競争力の徹底強化、c) 成長・未開拓分野の捕捉、d) 『人材の基盤整備』強化、e) 5S を柱とした安全で快適な職場環境の実現である。

“飛躍”のために取り組む施策

1. 『設備の基盤整備』総仕上げ
2. 商品競争力の徹底強化
3. 成長・未開拓分野の捕捉
4. 『人材の基盤整備』強化
5. 5S を柱とした安全で快適な職場環境の実現

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

a) 『設備の基盤整備』総仕上げ

第 4 次中期経営計画では、第 3 次中期経営計画並みの累計 80 億円の設備投資を計画している。前回は、単体を中心に主要設備の新鋭化を行った。第 4 次中期経営計画では、単体では製造工程の整流化、生産性の向上に資する基盤整備を継続する。グループ会社では、自動車及び半導体製造装置向けに需要が伸びているセラミックファイバーの増産投資と海外の連铸用モールドパウダーの増産投資等、成長分野への積極投資を予定している。

b) 商品競争力の徹底強化

商品開発は、プロセスメリット、鋼品質、環境をキーワードとする。プロセスメリットは、高寿命化、原単位低減、施工時間短縮、補修時間短縮など顧客メリットの徹底追求がポイントとなる。戦略商品の無予熱ロングノズルの高寿命化に成功し、日本企業では初めて米国鉄鋼技術協会から耐火物最優秀論文賞を受賞した。高耐食性 AG 材とノンカーボンの構造により、多数回連続使用を達成し、約 2.7 倍の高寿命化に成功した。また、顧客の生産性向上のため、施工時間や補修時間を短縮する。鋼品質の向上にかかるプレート、ノズル、パウダーの拡販を強化する。環境面では、原料価格の高騰を踏まえ、顧客と使用後リサイクルを進める。

品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2018 年 7 月 31 日 (火)

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

中長期の成長戦略

商品開発のキーワード

プロセスメリット	鋼品質	環境
・高寿命化	・溶鋼と耐火物の反応性	・熱ロス低減耐火物
・原単位低減	・介在物浮上促進	・使用後リサイクル
・施工時間短縮	・鑄型内溶鋼流動の最適化	・有害物質の排除
・補修時間短縮	・鑄型内抜熱の制御	・ファイバーレス化

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

c) 成長・未開拓分野の捕捉

主に輸出と海外事業により、成長・未開拓分野を捕捉する。インドの粗鋼生産は、2018年に前年比12.9%増の114百万トン、2020年に150百万トンへ伸長すると推定している。JFEスチールの現地子会社であるJSWスチール向けを主として、輸出により一定のシェアを確保している。今後は、現地有力企業と組んで合弁会社を設立し、マッド材の現地生産を早期実現することを企図している。ベトナムでは、JFEスチールと同社の得意先でもある台湾CSCとの合弁会社が、2017年5月より同国初の高炉一貫製鉄所の稼働を開始した。2018年5月に、第2高炉を稼働させ、生産能力が2倍の年700万トン規模となった。同社は、マッド材と連鑄用パウダーなどの取引があり、更なる拡販を目指す。

d) 原料のグローバル調達体制の構築

中国産耐火物原料の高騰と需給逼迫は、耐火物メーカーにとって喫緊の課題で、最大のリスク要因となっている。同社は、原料の2分の1を中国に依存している。安定調達と原料コスト上昇を抑制するため、中国国内ルートの複数化（原料産地・工場立地の分散）、中国以外からの安定調達（調達先の多様化）、国内メーカーとの関係強化に加え、各種リサイクル原料の活用拡大を図る。これらの施策により、中国依存度を平均20～30%低減する。グローバル調達体制の構築として、豪州、インド・中東、アフリカ、欧州、米州からの調達を増やす。ただし、新たな供給元の開拓が1社では困難な場合は、業界として取り組むこともあり得る。かつては、国内の販売価格が相対的に高かったが、中国産原料の高騰で同水準、もしくは一部下回るもの出てきたことから、国内メーカーとの関係を強化する。同社のような大手は、調達量が多く、購買力が高い。価格だけでなく、供給量が絞られていることから、中小メーカーでは調達難に陥っているところもある。市場環境が厳しくなると、企業間格差が生じる。

原料のグローバル調達体制の構築

- (1) 中国国内ルートの複数化
原料産地・工場立地の分散
- (2) 中国以外からの安定調達
調達先の多様化
・黒鉛：ノルウェー、インド、モザンビーク
・マグネシア：豪州、トルコ、ロシア、北米
・アルミナ：豪州、ハンガリー、バーレーン
・SiC：チェコ
⇒ 中国依存度を平均20～30%低減
- (3) 国内メーカーとの関係強化
マグネシア、アルミナ、SiCなど
+ 各種リサイクル原料の活用拡大

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

e) 5S を柱とした安全で快適な職場環境の実現

5S（整理・整頓・清掃・清潔・躰）は職場環境の維持・改善を目的としており、安全のみならずコンプライアンス・品質・生産性等の企業活動のベースとして、同社では位置付けている。同社グループでは、5Sへの取り組みをより一層強化・継続し、安全で快適な職場環境の実現を目指している。

株主還元策

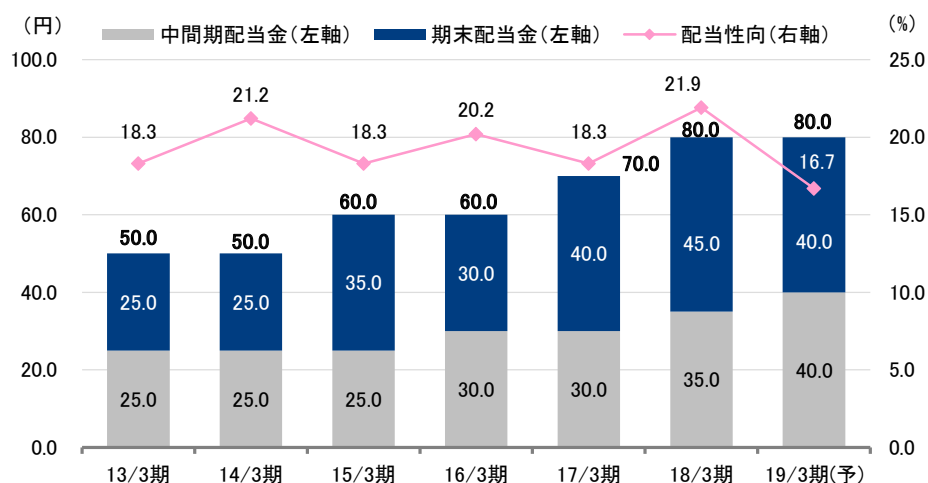
2018年3月期は、増配と自己株式取得により総還元性向を高める

同社は、株主への安定した配当を確保しつつ将来に増配を心がけ、併せて企業体質の強化のため内部留保の充実を図ることを利益配分の基本方針としている。配当性向は、20%が目安とされている。

2017年10月1日を効力発生日として普通株式10株を1株の割合で株式併合を行った。それを踏まえて、2018年3月期の1株当たり配当金は、当初年70円と実質横ばいを計画していた。2018年3月期の利益が予想以上となったことから、期末配当金を当初計画の35円から45円に増額し、年80円配当とした。また、期中に総額300百万円の自己株式の取得を行ったことから、2017年3月期連結ベースの総還元性向は18.3%から26.6%へ上昇した。

2019年3月期の年間配当金は、1株当たり80円を予想している。予想配当性向は、16.7%となる。

修正後1株当たり配当金と配当性向



注：2017年10月1日10→1株の株式併合を遡求修正

出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ