

|| 企業調査レポート ||

## 品川リフラクトリイズ

5351 東証1部・札証

[企業情報はこちら >>>](#)

2018年12月25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月期第2四半期は18.8%の増収、72.2%の経常増益	01
2. 第4次中期経営計画は全体最適の基盤整備を進める	01
3. 株主還元策－前期比5割増の大幅増配を計画	01
■ 会社概要	02
1. 会社概要	02
2. 沿革	03
■ 事業概要	03
1. 事業概要	03
2. グループ企業	04
3. 事業内容	04
4. 特徴と強み	08
5. グローバル展開	08
■ 業績動向	10
1. 2019年3月期第2四半期の業績概要	10
2. 財務状況と経営指標	11
■ 今後の見通し	12
■ 中長期の成長戦略	13
■ 株主還元策	16

## 要約

### 今期の業績予想を大幅増額修正し、大幅増配を計画

品川リフラクトリーズ<5351>は、世界で五指に入る工業用耐火物メーカー。前期は原材料価格の高騰が減益要因となったが、2019年3月期第2四半期に価格転嫁をしたことから大幅な増益を記録。これまでの積極的な設備投資による事業基盤整備が競争力を高めており、シェア拡大に成功。今期は、8月に期初予想を上方修正したが、第2四半期の実績は更にそれを上回った。通期予想も増額修正され、3期連続の増配を計画。

#### 1. 2019年3月期第2四半期は18.8%の増収、72.2%の経常増益

2019年3月期第2四半期の業績は、売上高が前年同期比18.8%増、経常利益が同72.2%増となった。経常利益は、期初予想では3,500百万円であったが、2018年8月に4,500百万円へ増額修正し、実績は5,554百万円で着地した。増益額の半分程度は、耐火物及び関連製品事業における売価引上げによる。前期の原材料価格の高騰分を、2019年3月期第2四半期に価格転嫁した。残りの半分は、数量の増加効果による。2019年3月期第2四半期の粗鋼生産が5,221万トン、前年同期比0.3%増とほぼ横ばいであったが、同社の販売数量は9%伸びた。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シェア拡大につながった。電炉及び非鉄向けの拡販努力が実を結んだ。

#### 2. 第4次中期経営計画は全体最適の基盤整備を進める

第4次中期経営計画では、最終年度となる2020年度の売上高を1,230億円(2017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。2019年3月期の最新予想では、経常利益が102億円、ROS8.7%が予想されており、利益面では中期経営計画の初年度に目標値をクリアしてしまうこととなる。2019年3月期の利益には、値上げ効果など一時的な要因が含まれており、現時点で中期経営計画の目標値を変更していない。海外事業を積み上げて、目標値を上回るよう努力する。2018年12月末には、成長著しいインド市場において鉄鋼向け耐火物の製造・販売を行う合併会社を設立する。グローバル展開により、米中貿易摩擦の大きな影響は出ていない。

#### 3. 株主還元策 - 前期比5割増の大幅増配を計画

2019年3月期は、第2四半期の増益が予想以上に大きかったため、1株当たり中間配当金を期初予想の40円から60円に引き上げた。期末分も増額し、年間配当金は1株当たり120円と前期比40円増の大幅増配を計画している。

**Key Points**

- ・ 通期予想が上方修正され、61.3%の経常増益を見込む
- ・ 第4次中期経営計画は全体最適の基盤整備を進める
- ・ 2019年3月期は3期連続増配を計画

**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、鉄鋼を始め非鉄金属、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>と双璧を成し、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。

## 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9月末時点でJFEホールディングス傘下のJFEスチール(株)が34.1%を所有する。

# ■ 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

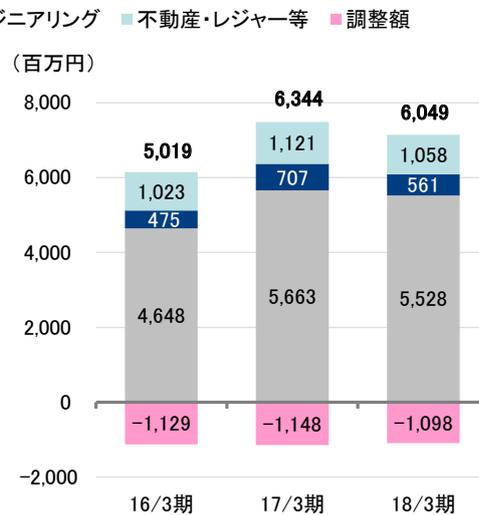
同社の事業は、耐火物及び関連製品、エンジニアリング、不動産・レジャー等に分かれる。2018年3月期における各事業セグメントの状況は、連結売上高構成比、セグメント利益構成比(調整額控除前)、売上高セグメント利益率の順で、耐火物及び関連製品が77.7%、77.3%、6.9%であった。同様に、エンジニアリングが20.3%、7.8%、2.7%、不動産・レジャー等が2.0%、14.8%、50.5%であった。耐火物及び関連製品は、定形・不定形耐火物、モールドパウダー、セラミックファイバー、ファインセラミックス、化成品等の製造・販売である。エンジニアリングは、高炉・転炉・焼却炉等の築炉工事、工業窯炉の設計・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

## 事業概要

## セグメント別売上高の推移



## 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。

## 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スチールと神戸製鉄所<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。神戸製鉄所には、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。

## 事業概要

**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。

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**


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。

**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

**定形耐火物**

- ・塩基性煉瓦・カーボン含有煉瓦・粘土、高アルミナ質煉瓦・連続鑄造用機能材・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形耐火物（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鑄造工程で、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

## 事業概要

定形耐火物では、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。

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)


## 事業概要

**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
<b>定形耐火物</b>	
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
<b>連続铸造用機能材</b>	
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
<b>モールドパウダー</b>	
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。

**エンジニアリング事業**
**高炉施工**


出所：ホームページより掲載

**築炉中のコークス炉**

**築炉中の取鍋**


## 事業概要

## 長い伝統と技術に強み、超高温技術のリーディングカンパニー

### 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

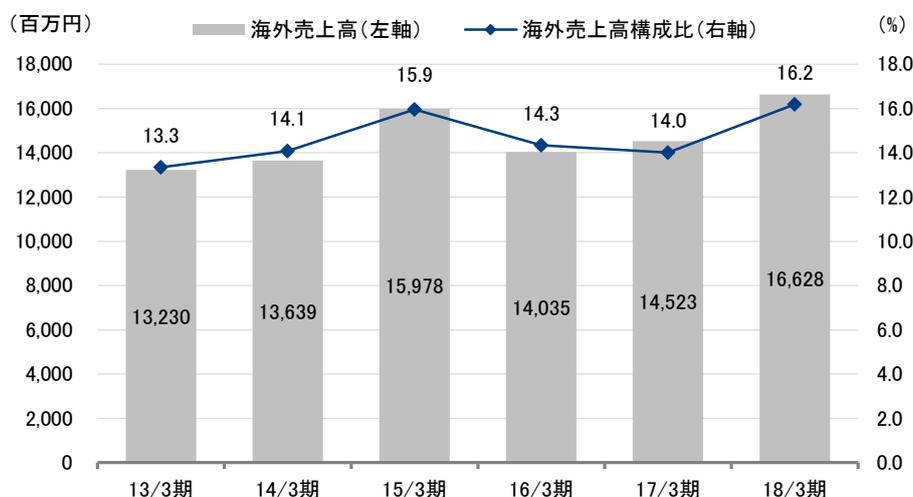
- 1997 年の中国進出を皮切りに、豪・米にも市場を拡大、近年はアジアでの展開を強化し、事業のグローバル化を推進

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。2019 年 3 月期は、米国の売上高が伸びており、米中貿易摩擦の大きな影響は出ていない。

#### 海外売上高と海外売上高構成比

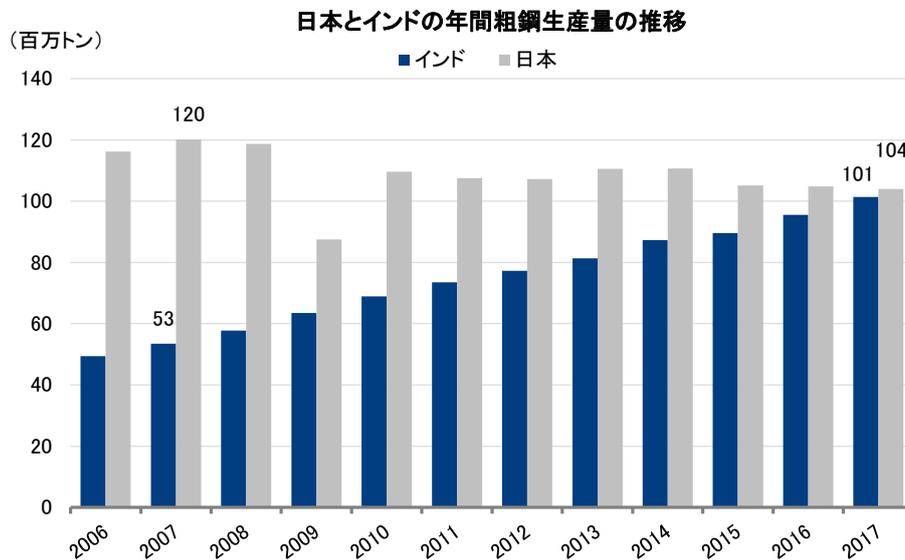


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 事業概要

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。



出所：WASのデータよりフィスコ作成

粗鋼生産の伸びとともにインドにおける製鉄用耐火物の需要が着実に伸びると予想しており、2018年12月末に同国に耐火物の製造・販売を行う合併会社を設立する。合併先は、仏サンゴバン傘下のインド耐火物・研磨剤メーカーであるGrindwell Norton Ltd.(以下、GNO)になる。同社の技術力とGNOが持つ現地事業インフラを最大限活用する。出資比率は、同社が51%、GNOが49%である。

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。

## 事業概要

## 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

### 値上げ効果と過去の積極投資が、大幅増益を産む

#### 1. 2019年3月期第2四半期の業績概要

2019年3月期第2四半期の連結業績は、売上高が前年同期比18.8%増の59,117百万円、営業利益が同73.0%増の5,208百万円、経常利益が同72.2%増の5,554百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同131.0%増の3,703百万円と倍増した。期初予想比では、売上高が1.9%増、営業利益が57.8%増、経常利益が58.7%増、親会社株主に帰属する四半期純利益が105.7%増と大幅な増益となった。経常利益の期初予想3,500百万円は、2018年8月に4,500百万円に引き上げられたが、実績値はさらにそれを上回った。

#### 2019年3月期第2四半期 連結業績

(単位：百万円)

	18/3期2Q		19/3期2Q			前年同期比		計画比	
	実績	売上比	計画	実績	売上比	増減額	増減率	増減額	増減率
売上高	49,750	100.0%	58,000	59,117	100.0%	9,367	18.8%	1,117	1.9%
耐火物及び関連製品	38,565	77.5%	-	45,200	76.5%	6,635	17.2%	-	-
エンジニアリング	10,069	20.2%	-	12,864	21.8%	2,795	27.8%	-	-
不動産・レジャー等	1,114	2.2%	-	1,053	1.8%	-61	-5.5%	-	-
売上総利益	9,305	18.7%	-	11,708	19.8%	2,403	25.8%	-	-
販管費	6,296	12.7%	-	6,500	11.0%	204	3.2%	-	-
営業利益	3,009	6.0%	3,300	5,208	8.8%	2,199	73.0%	1,908	57.8%
耐火物及び関連製品	2,831	7.3%	-	4,931	10.9%	2,100	74.2%	-	-
エンジニアリング	212	2.1%	-	365	2.8%	153	72.3%	-	-
不動産・レジャー等	547	49.1%	-	518	49.2%	-29	-5.2%	-	-
調整額	-581	-	-	-607	-	-26	-	-	-
経常利益	3,224	6.5%	3,500	5,554	9.4%	2,330	72.2%	2,054	58.7%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	1,603	3.2%	1,800	3,703	6.3%	2,100	131.0%	1,903	105.7%

注：営業利益率は、各事業の売上高営業利益率

出所：決算短信よりフィスコ作成

**品川リファクトリーズ**

5351 東証 1 部・札証

2018 年 12 月 25 日 (火)

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

## 業績動向

事業別では、耐火物及び関連製品事業の売上高が前年同期比 17.2% 増の 45,200 百万円、セグメント利益が同 74.2% 増の 4,931 百万円と好業績のけん引役となった。同事業は、総売上高の 76.5% を占め、調整額控除前セグメント利益の 84.8% を稼ぎ出し、売上高セグメント利益率を前年同期の 7.3% から 10.9% へ高めた。調整額控除前のセグメント利益合計の増加額 2,225 百万円のうち、同事業が 2,100 百万円を占めた。

耐火物及び関連製品事業の増益は、約半分が販売価格の引上げによりもたらされ、残りが販売数量増となる。売価の引上げと数量増があいまって収益性を一層高めた。前期の利益圧迫要因となった原材料価格の高騰分を、2019 年 3 月期第 2 四半期に販売価格に転嫁した。ただし、価格転嫁は期初予想に織り込み済みであり、予想以上の増益は販売数量増の効果による。2019 年 3 月期上期の粗鋼生産は 5,221 万トン、前年同期比 0.3% 増とほぼ横ばいであったが、同社は販売数量を前年同期比 9% 伸ばした。シェア拡大の要因は、積極的な設備投資による製品競争力の向上、電炉や非鉄など高炉以外の市場での顧客開拓、主要原材料の調達先の拡大になる。高炉向けはシェア変動が限定的であることから、電炉及び非鉄系製錬炉向けに拡販努力を続けたことが実を結んだ。耐火物の主要原材料となる中国産のマグネシアは、価格の高騰だけでなく供給量が制限された。同社は、中国はもとより、欧州及びオーストラリアなどに調達先を広げた。

エンジニアリング事業の売上高は前年同期比 27.8% 増の 12,864 百万円、セグメント利益は同 72.3% 増の 365 百万円であった。定期的に発生する製鉄所構内の補修及びごみ焼却炉の補修業務に加え、JFE スチールの東日本製鉄所（千葉地区）コークス炉更新関連の売上高が 20 億円ほど計上された。売上高セグメント利益率が 2.8% と低く、変化率は大きいものの金額での貢献度は限定的であった。

同社が株式の 54.9% を所有するイソライト工業は、前期まで好業績を上げてきたが、2019 年 3 月期第 2 四半期は前年同期比で売上高が 2.2% 増、営業利益が 15.9% 減に終わった。期初予想比でも、売上高が 3.5% 増、営業利益が 1.8% 増であった。これまで、同子会社の度重なる増額修正が同社の収益に好影響を与えたが、2019 年 3 月期第 2 四半期は同社のコアビジネスが大幅増収を実現した。

**2. 財務状況と経営指標**

2019 年 3 月期第 2 四半期末の総資産は、110,714 百万円と前期末比 4,235 百万円増加した。流動資産では、受取手形及び売掛金を中心に同 4,028 百万円増加した。長期借入金が増減し、有利子負債は 16,339 百万円と同 358 百万円減少した。安全性の指標となる流動比率は 187.2%、自己資本比率が 48.1% へと向上した。

品川リフクトリーズ | 2018年12月25日(火)  
 5351 東証1部・札証 | <https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

業績動向

## 連結貸借対照表

(単位：百万円)

	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期 2Q 末	増減額
流動資産	62,847	64,690	65,547	69,575	4,028
（現預金・有価証券）	14,673	14,741	10,896	9,382	-1,514
固定資産	40,850	41,817	40,932	41,138	206
総資産	103,697	106,507	106,479	110,714	4,235
流動負債	40,624	36,828	35,864	37,162	1,298
固定負債	12,941	15,492	13,144	12,375	-769
（有利子負債）	20,380	18,520	16,697	16,339	-358
負債合計	53,565	52,320	49,009	49,538	529
純資産	50,132	54,186	57,470	61,176	3,706

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 通期予想が上方修正され、61.3% 増の経常増益を見込む

2019年3月期通期予想は、第2四半期の好業績を踏まえ増額修正された。修正後の予想は、売上高が前期比14.4%増の117,500百万円、営業利益が同65.3%増の10,000百万円、経常利益が同61.3%増の10,200百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同75.5%増の6,000百万円と大幅な増収増益を見込む。期初予想比では、売上高が2.2%増、経常利益が36.0%増となる。下期だけを取っても、期初予想比で売上高は2.4%増、経常利益が16.2%増と好調が続くとみている。下期の増額修正は、数量増効果と期初に計画に織り込んでいなかった販売価格改定が主因となる。

### 2019年3月期 通期業績予想

(単位：百万円)

	18/3 期		19/3 期 予想			前期比		通期計画比	
	金額	売上比	期初	修正後	売上比	増減額	増減率	増減額	増減率
売上高	102,749	100.0%	115,000	117,500	100.0%	14,751	14.4%	2,500	2.2%
耐火物及び関連製品	79,830	77.7%	-	-	-	-	-	-	-
エンジニアリング	20,823	20.3%	-	-	-	-	-	-	-
不動産・レジャー等	2,095	2.0%	-	-	-	-	-	-	-
営業利益	6,049	5.9%	7,400	10,000	8.5%	3,951	65.3%	2,600	35.1%
耐火物及び関連製品	5,528	6.9%	-	-	-	-	-	-	-
エンジニアリング	561	2.7%	-	-	-	-	-	-	-
不動産・レジャー等	1,058	50.5%	-	-	-	-	-	-	-
調整額	-1,098	-	-	-	-	-	-	-	-
経常利益	6,322	6.2%	7,500	10,200	8.7%	3,878	61.3%	2,700	36.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,419	3.3%	4,500	6,000	5.1%	2,581	75.5%	1,500	33.3%

注：営業利益率は、各事業の売上高営業利益率  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

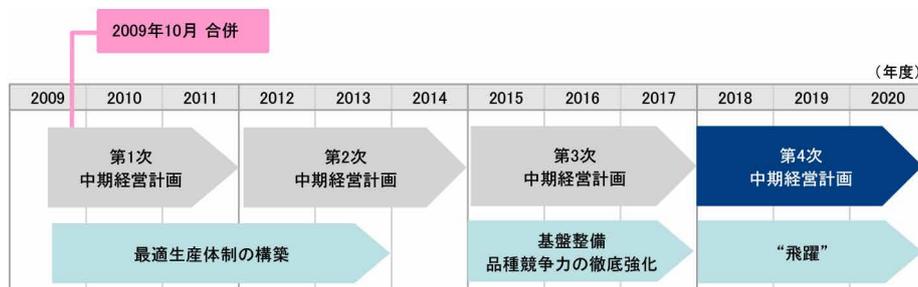
## ■ 中長期の成長戦略

### 第4次中期経営計画は全体最適の基盤整備を進める

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年度をカバーしていた第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月に新たに社長に就任した岡 弘(おかひろむ)氏は、川崎製鉄時代を含むJFEスチールにおいて知多製造所の所長を務めるなど現場経験が長い。これまでの基盤整備が競争力を強化し、シェア拡大に貢献している。今後は、部分最適から全体最適に視野を広げ、省力化・自動化を一段と進める。

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。経常利益は98億円以上で、CAGRは15.9%になる。

## 品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2018 年 12 月 25 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

2019 年 3 月期の最新予想は、売上高が 1,175 億円、経常利益が 102 億円、ROS が 8.7% と中期経営計画の目標値を利益面でクリアーすることになる。ただし、2019 年 3 月期の予想は前期の原材料高騰分の価格転嫁という一時的な要因と人的及び設備的な生産能力に最適な稼働率が維持されるという好条件がそろうことによる。2020 年 3 月期以降は、働き方改革により長時間労働の是正、人員確保と増産の両立が課題となる可能性がある。また、JFE ホールディングスは、JFE スチールの西日本製鉄所倉敷地区の高炉 1 基がトラブルに陥ったため、2019 年 3 月期の業績予想を下方修正した。2～3 ヶ月で復旧できれば問題ないが、減産期間が長引くようだと同社にも影響が及ぶ可能性がある。

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、特殊鋼や非鉄における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發揮し拡販を図る。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化を進めている。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。

## 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。

## 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、生産性の向上を図る。これまで作業内容を数値化してデータを集積してきたが、人手不足や現場の高齢化に対応するためデータを一層活用した生産体制を進化させる。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。

## 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。2018 年 12 月末にインドの有力メーカーである GNO との合併会社を設立することで、マッド材の現地生産を早期に実現する。ベトナムでは、JFE スチールと社長の得意先でもある台湾 CSC との合併会社が、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、マッド材と連铸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、オーストラリア、インド・中東、アフリカ、欧州、米州からの調達を増やす。かつては、国内の調達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。

#### 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

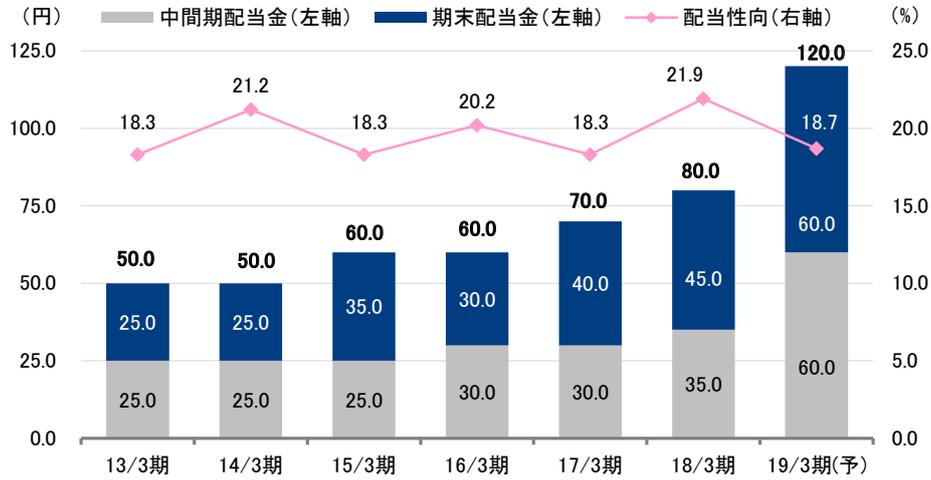
### 2019年3月期は3期連続増配

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。

2019年3月期の1株当たり年間配当金は、期初予想では前期並みの80円（中間配当金40円、期末配当金40円）を予定していた。第2四半期業績が期初予想を大幅に上回ったことから、中間配当を60円へ、期末配当も60円に改め、年間配当金120円に増額修正された。3期連続の増配となる。

株主還元策

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株の株式併合を遡及修正  
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