

|| 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 >>>

2020 年 1 月 14 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>

品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

目次

■ 要約	01
1. 2020 年 3 月期第 2 四半期の連結業績と通期予想	01
2. 2020 年 3 月期の鉄鋼会社の業績予想	01
3. 株主還元策	02
■ 会社概要	03
1. 会社概要	03
2. 沿革	03
■ 事業概要	04
1. 事業概要	04
2. グループ企業	04
3. 事業内容	05
4. 特徴と強み	08
5. グローバル展開	08
■ 業績動向	11
1. 2020 年 3 月期第 2 四半期の連結業績概要	11
2. 財務状況と経営指標	12
■ 今後の見通し	13
1. 2020 年 3 月期の連結業績予想	13
2. 高炉メーカーの業績予想の推移	14
3. 2020 年 3 月期の重点課題	15
■ 株主還元策	17

品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

要約

経営環境に不透明感が増す

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。下位企業では容易にできない大型・最新鋭の設備を導入するなど、競争優位性を生み出す積極的な設備投資を行っている。主力の高炉・電炉市場向けでは顧客の操業安定化や環境経営に貢献する製品を提供している。

1. 2020 年 3 月期第 2 四半期の連結業績と通期予想

2020 年 3 月期第 2 四半期の連結業績は、売上高が前年同期比 0.7% 減の 58,707 百万円、経常利益が同 11.7% 減の 4,903 百万円となった。計画比では、売上高が 2.6% 減であったが、経常利益は 0.1% 増と予想並みであった。通期計画は期初予想が据え置かれた。売上高が前期比 5.2% 増の 125,300 百万円、経常利益が同 6.2% 減の 10,000 百万円、売上高経常利益率が 8% となる。

2019 年 3 月期は、粗鋼生産が前期比で 1.9% 落ち込んだものの、同社の耐火物の販売数量は増加、耐火物原料価格の上昇に対応した販売価格への転嫁、在庫評価益、原材料調達力の優位性の発揮、コークス炉工事の売上計上、コストダウンの寄与と好条件が重なった。3ヶ年中期経営計画の目標値となる 2021 年 3 月期の売上高 1,230 億円、売上高経常利益率 8% に対し、2019 年 3 月期実績は売上高が 1,190 億円、売上高経常利益率が 9.0% を達成した。前期のような好条件がそろわないとの前提から、2020 年 3 月期は期初から減益予想が立てられた。

2. 2020 年 3 月期の鉄鋼会社の業績予想

高炉メーカー各社は、2020 年 3 月期の利益予想をたびたび下方修正している。JFE ホールディングス<5411>は、2020 年 3 月期の鉄鋼セグメント利益予想を期初に 1,050 億円と予想した(前期実績は 1,613 億円)。それが、第 1 四半期決算発表時には 700 億円へ、第 2 四半期時点ではとうとうゼロとなった。上期に 177 億円の利益を計上しており、下期に同額の損失を出す予想となっている。最大手の日本製鉄<5401>は、鉄鋼事業の経常利益について、上期実績の 492 億円から下期はわずか 8 億円へ縮小すると予想している。通期利益予想の 500 億円は、前期比で 2,246 億円の減益となる。同社の鉄鋼業界への売上高依存度は 8 割を超えることから、影響が懸念される。

鉄鋼事業の予想利益の大幅な減少は、需要の一層の低下、高水準の在庫、鋼材市況の悪化から、数量と価格が共に下落するダブルパンチに見舞われるためである。国内市場では、造船、建設機械・産業機械及び建設分野で需要が一層低下するとみている。需要減の上、輸入鋼材の影響などから在庫は高水準が続く、生産調整を余儀なくされる。米中貿易摩擦の激化などを背景に、世界各地で需要が減少している。海外鋼材市況は、インド及びロシアの輸出攻勢で価格競争が激化している。中国の鋼材輸出は低位にあるものの、目が離せない。

品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

要約

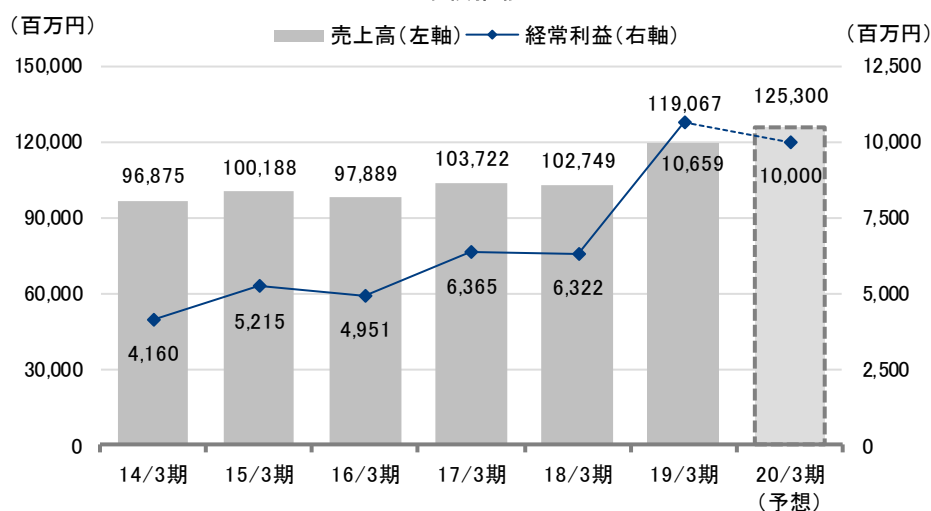
3. 株主還元策

2019 年 3 月期は、好業績を反映して、1 株当たり年間配当金は前期比 55 円増の 135 円に引き上げられた。3 期連続の増配となる。2020 年 3 月期は、中間・期末とも 65 円、1 株当たり年間配当 130 円を計画している。予想配当性向は、前期並みの 20.2% となる。

Key Points

- ・ 2020 年 3 月期第 2 四半期は、国内粗鋼生産が落ち込むも底堅い業績
- ・ 2020 年 3 月期下期は、高炉メーカー各社の業績がさらに悪化へ
- ・ 2020 年 3 月期の 1 株当たり年間配当金は 130 円を計画

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

■ 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 16.4% 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）が合併して日本製鉄（旧新日鐵住金（株））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、2019 年 3 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。

JFE スチールは非上場だが、完全親会社の JFE ホールディングスが上場会社になる。同社は、JFE スチールの持分法適用会社に位置付けられているが、役員の兼務はない。人材交流と業務遂行の補完のため、JFE スチールから出向者を受け入れている。ただし、両社間の取引は、一般取引先と同様に個別交渉で行う。経営は同社独自の判断に基づき実行しており、事実上の制約がなく、一定の独立性は確保されていると考える。

品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

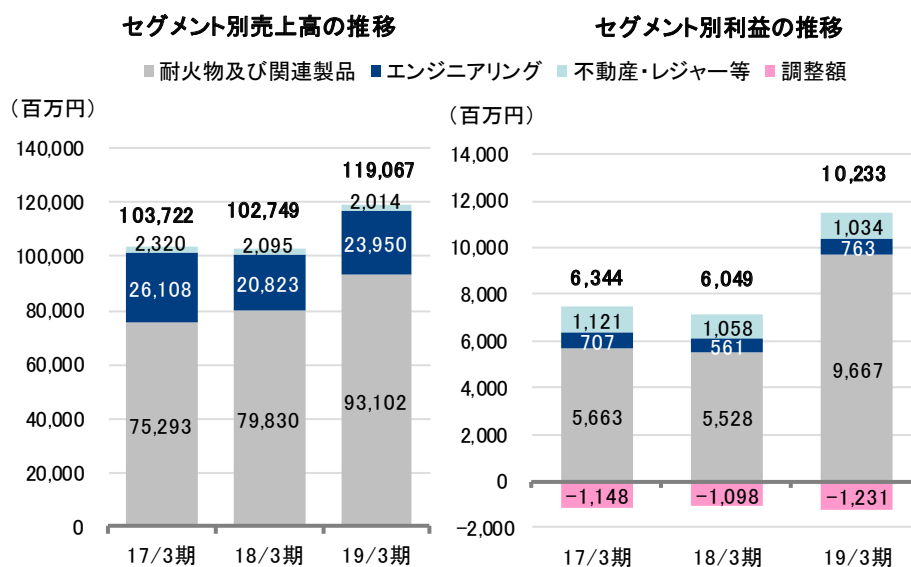
https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html

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。2019 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 78.2%、84.3%、10.4% であった。同様に、エンジニアリングが 20.1%、6.7%、3.2%、不動産・レジャー等が 1.7%、9.0%、51.3% となった。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。



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 6 社（うち 2 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。

品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

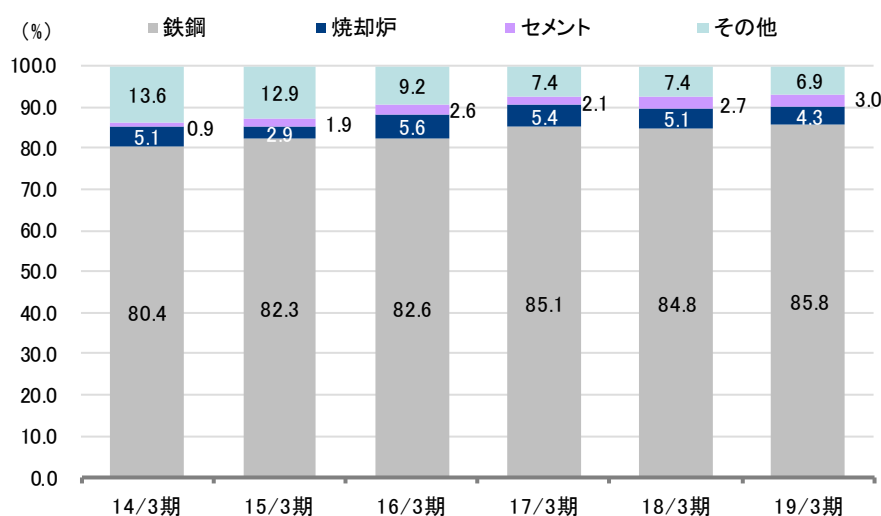
事業概要

3. 事業内容

(1) 耐火物及び関連製品

2019 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 85.8% を占め、依存度が高い。焼却炉が 4.3%、セメントが 3.0%、その他が 6.9% と続く。JFE スチールと神戸製鋼所 <5406> への売上依存度はそれぞれ 38.6% と 13.3% になり 2 社合算すると 5 割を超える。

顧客業種別売上高構成比(単体)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

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エンジニアリング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エンジニアリング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、日本製鉄では、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）も日本製鉄向けにネットワークを築いている。

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。

品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

事業概要

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、連続製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。

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、珪石煉瓦をそろえている。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。

連続製造用モールドパウダーは、鋳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、鋳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。連続製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。

連続製造用モールドパウダー



出所：ホームページより掲載

連続製造工程



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asketなど、様々な製品でニーズに対応している。

品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

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。

品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

事業概要

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



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、ある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・販売と連続鑄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、2019 年 3 月期で 16.4% 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。

品川リフラクトリーズ

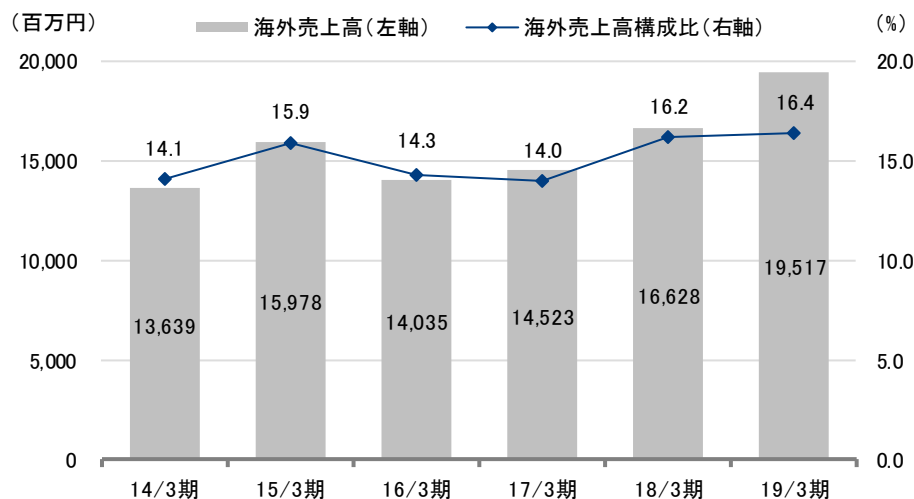
5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

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きた。ただし、海外の生産、特に中国が増加したため、2018 年の日本の世界シェアは 2000 年の半分以下の 5.8% となった。その間に中国は 15.1% から 51.3% ヘシェアを高め、世界の約半分の占めるに至った。世界鉄鋼協会 (WSA) のデータによると、2018 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、日本製鉄 (3 位) と JFE スチール (8 位) の 2 社が入った。神戸製鋼所は圏外に落ちた。インドは、タタ・スチール (11 位)、JSW スチール (18 位) インド鉄鋼公社 (20 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。2018 年の粗鋼生産量は、日本の 105 百万トンに対しインドは 107 百万トンとなった。粗鋼生産量で見たインドの市場規模は、2007 年に日本の半分以下であったが、2018 年に逆転した。

品川リフラクトリーズ

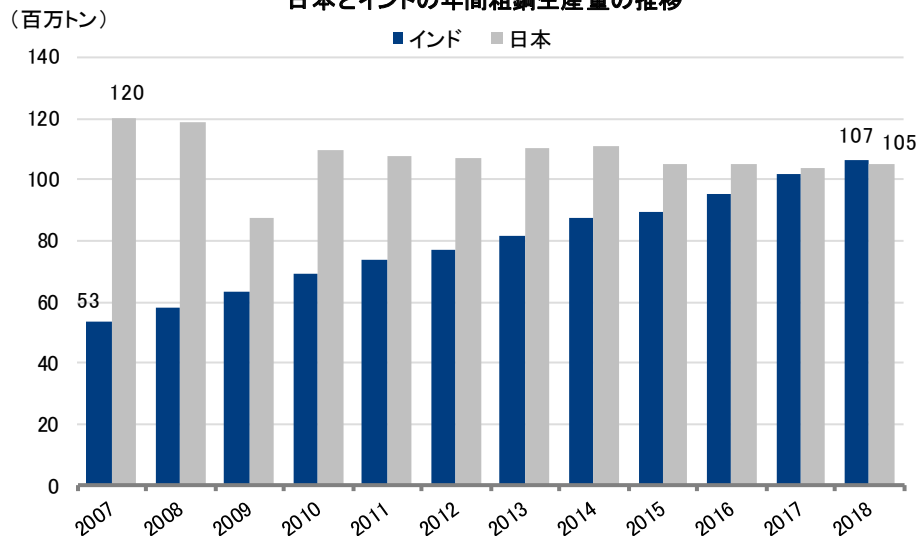
5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

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

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、同国に耐火物の製造・販売を行う合弁会社を設立し、2020 年 3 月期中の操業入りを計画している。合弁先は、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にする。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
インド	2019 年	耐火物の製造・販売合併会社 SG Shinagawa Refractories India を設立

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

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

業績動向

2020 年 3 月期第 2 四半期は、国内粗鋼生産が落ち込むものの底堅い業績

1. 2020 年 3 月期第 2 四半期の連結業績概要

2020 年 3 月期第 2 四半期の連結業績は、売上高が前年同期比 0.7% 減の 58,707 百万円、営業利益が同 8.2% 減の 4,783 百万円、経常利益が同 11.7% 減の 4,903 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 33.9% 減の 2,449 百万円と減収減益となった。計画比では、売上高が 2.6% 減、営業利益が 4.0% 増、経常利益が 0.1% 増、親会社株主に帰属する四半期純利益が 12.5% 減であった。同社業績と相関性が高い国内粗鋼生産は、自然災害被害等の影響もあり上期に 5,067 万トンと前年同期比 3.0% 減少した。同社は、原材料の海外依存度が高い一方でユーザーの国内比率が高く、円高による業績への直接的な影響は小さい。ただし、現地通貨ベースで当初計画を上回った海外事業は、連結決算の際の円換算による目減りを受けた。営業外収支で為替差損 85 百万円（前年同期は為替差益 95 百万円）が発生し、経常利益を押し下げた。特別利益で投資有価証券売却益 99 百万円を計上したが、投資有価証券評価損 959 百万円が発生したため、親会社株主に帰属する四半期純利益の落ち込み幅が大きくなった。

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 1.0% 増の 45,667 百万円、セグメント利益が同 10.3% 減の 4,420 百万円となった。国内粗鋼生産量が減ったことから耐火物の販売数量も減少したが、前下期の原材料価格高騰を背景とした価格改定によりわずかながら増収となった。セグメント利益は、販売数量減と在庫評価益の減少などにより落ち込んだ。同事業は、総売上高の 77.8%、調整額控除前セグメント利益の 81.3% を占めた。エンジニアリング事業の売上高は同 6.6% 減の 12,010 百万円、セグメント利益が同 25.4% 増の 458 百万円であった。前期にあったコークス炉更新工事の減少が響いたが、構内施工工事の増加が増益を支えた。不動産・レジャー等は、売上高が同 2.2% 減の 1,030 百万円、セグメント利益が同 7.1% 増の 555 百万円と堅調に推移した。

品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

業績動向

2020 年 3 月期第 2 四半期連結業績

(単位：百万円)

	19/3 期 2Q		20/3 期 2Q			前年同期比		計画比	
	金額	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	59,117	100.0%	60,300	58,707	100.0%	-410	-0.7%	-1,593	-2.6%
耐火物及び関連製品	45,200	76.5%	-	45,667	77.8%	467	1.0%	-	-
エンジニアリング	12,864	21.8%	-	12,010	20.5%	-854	-6.6%	-	-
不動産・レジャー等	1,053	1.8%	-	1,030	1.8%	-23	-2.2%	-	-
売上総利益	11,708	19.8%	-	11,535	19.6%	-173	-1.5%	-	-
販管費	6,500	11.0%	-	6,751	11.5%	251	3.9%	-	-
営業利益	5,208	8.8%	4,600	4,783	8.1%	-425	-8.2%	183	4.0%
耐火物及び関連製品	4,931	10.9%	-	4,420	9.7%	-511	-10.4%	-	-
エンジニアリング	365	2.8%	-	458	3.8%	93	25.5%	-	-
不動産・レジャー等	518	49.2%	-	555	53.9%	37	7.1%	-	-
調整額	-607	-	-	-651	-	-	-	-	-
経常利益	5,554	9.4%	4,900	4,903	8.4%	-651	-11.7%	3	0.1%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	3,703	6.3%	2,800	2,449	4.2%	-1,254	-33.9%	-351	-12.5%

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

2. 財務状況と経営指標

2020 年 3 月期第 2 四半期の総資産は、111,347 百万円と前期末比 119 百万円増加した。流動資産は、同 93 百万円増加した。主な増減項目は、現金及び預金（811 百万円減）、受取手形及び売掛金（731 百万円減）、商品及び製品（272 百万円増）であった。固定資産は、同 27 百万円増加にとどまった。負債合計は、46,522 百万円、同 2,318 百万円減。財務の安全性を見る指標となる、流動比率は 200.5%、自己資本比率が 50.6% といずれも良好な水準を保った。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	17/3 期	18/3 期	19/3 期	20/3 期 2Q	増減額
流動資産	64,690	65,547	72,167	72,260	93
(現金・有価証券)	14,741	10,896	11,574	10,763	-811
固定資産	41,817	40,932	39,059	39,086	27
総資産	106,507	106,479	111,227	111,347	119
流動負債	36,828	35,864	37,526	36,044	-1,482
固定負債	15,492	13,144	11,314	10,478	-836
負債合計	52,320	49,009	48,841	46,522	-2,318
(有利子負債)	18,520	16,697	15,686	16,945	1,257
純資産	54,186	57,470	62,385	64,824	2,438
【安全性】					
流動比率	175.7%	182.8%	192.3%	200.5%	8.2pt
自己資本比率	44.8%	47.0%	48.9%	50.6%	1.7pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

■ 今後の見通し

2020 年 3 月期下期は、高炉メーカー各社の業績が更に悪化へ

1. 2020 年 3 月期の連結業績予想

2020 年 3 月期通期は、期初予想が据え置かれた。売上高が前期比 5.2% 増の 125,300 百万円、営業利益が同 4.2% 減の 9,800 百万円、経常利益が同 6.2% 減の 10,000 百万円、売上高経常利益率 8.0%、親会社株主に帰属する当期純利益が同 3.6% 減の 6,000 百万円の予想となる。中期経営計画の目標値（2021 年 3 月期）である売上高 1,230 億円と ROS（売上高経常利益率）8% をクリアする予想となっている。

2020 年 3 月期通期業績予想

(単位：百万円)

	19/3 期		20/3 期予想		前期比	
	金額	売上比	金額	売上比	増減額	増減率
売上高	119,067	100.0%	125,300	100.0%	6,233	5.2%
耐火物及び関連製品	93,102	78.2%	-	-	-	-
エンジニアリング	23,950	20.1%	-	-	-	-
不動産・レジャー等	2,014	1.7%	-	-	-	-
営業利益	10,233	8.6%	9,800	7.8%	-433	-4.2%
耐火物及び関連製品	9,667	10.4%	-	-	-	-
エンジニアリング	763	3.2%	-	-	-	-
不動産・レジャー等	1,034	51.3%	-	-	-	-
調整額	-1,231	-	-	-	-	-
経常利益	10,659	9.0%	10,000	8.0%	-659	-6.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	6,225	5.2%	6,000	4.8%	-225	-3.6%

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

マグネシアなどの耐火物の主要原材料は、価格の上昇が止まり、調達難も緩和された。同社の原材料調達力の優位性は薄れる。前期は、原材料価格の急騰期に在庫評価益が 10 億円ほど発生したが、2020 年 3 月期の予算には入っていない。人件費は、前期比 10 億円程度の増加を見込む。

品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

今後の見通し

2. 高炉メーカーの業績予想の推移

主要顧客となる JFE ホールディングスの鉄鋼事業 (JFE スチール) の 2020 年 3 月期の業績予想は、四半期毎に大幅に下方修正された。2019 年 3 月期は、鉄鋼事業セグメント利益は 1,613 億円と前期比 259 億円減少した。単独粗鋼生産数量は 2,631 万トン、同 215 万トン減となった。2020 年 3 月期の期初予想では 2,900 万トンを見込んだ。それが第 1 四半期に 2,800 万トンへ、第 2 四半期では 2,700 万トンに下方修正された。鉄鋼事業セグメント利益の半期毎の推移は、2019 年 3 月期上期が 1,173 億円、同下期に 440 億円と下げ、2020 年 3 月期第 1 四半期時点計画では 2020 年 3 月期上期が 260 億円、同下期が 440 億円と上期が底となる予想であった。第 2 四半期決算発表時点では、2020 年 3 月期上期の 177 億円の実績に対し、下期は同額の損失とさらに悪化し、通期の利益がゼロと予想を修正した。

JFE ホールディングス、神戸製鋼所、日本製鉄の鉄鋼事業業績

(IFRS)	売上収益 (億円)			セグメント利益 (億円)			単独粗鋼生産量 (万トン)		
	上期	下期	通期	上期	下期	通期	上期	下期	通期
[JFE ホールディングス]									
2018/3 期	-	-	27,357	-	-	1,872	1,410	1,437	2,846
2019/3 期	14,025	14,281	28,306	1,173	440	1,613	1,404	1,227	2,631
2020/3 期									
期初予想	-	-	-	-	-	1,050	-	-	2,900
1Q 時点予想	14,000	15,000	29,000	260	440	700	1,400	1,400	2,800
2Q 時点予想	13,531	13,369	26,900	177	-177	0	1,379	1,320	2,700
前期比	-494	-912	-1,406	-996	-617	-1,613	-25	94	69
[神戸製鋼所]									
2018/3 期	3,544	3,611	7,155	184	-11	173	394	352	746
2019/3 期	3,595	3,944	7,539	-17	64	47	339	352	691
2020/3 期									
期初予想	3,850	4,100	7,950	-20	100	80	-	-	715
1Q 時点予想	3,700	4,200	7,900	-60	60	0	350	365	715
2Q 時点予想	3,652	3,948	7,600	-58	8	-50	339	340	680
前期比	57	4	61	-41	-56	-97	0	-11	-11
[日本製鉄]									
2018/3 期	24,380	25,792	50,172	1,287	1,169	2,457	2,009	2,058	4,067
2019/3 期	25,900	28,645	54,545	1,320	1,426	2,746	2,050	2,050	4,100
2020/3 期									
期初予想	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1Q 時点予想	27,200	-	-	500	500	1,000	2,050	2,050	4,100
2Q 時点予想	27,041	27,059	54,100	492	8	500	2,022	2,050	4,070
前期比	1,141	-1,591	-445	-828	-1,418	-2,246	-28	0	-30

注：2Q 時点予想については上期実績、下期推定値、通期会社予想を掲載

出所：各社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

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

今後の見通し

2020 年 3 月期通期の利益予想は、期初の 1,050 億円から第 1 四半期決算発表時に 700 億円へ、第 2 四半期決算時点でゼロとなり、前期比 1,613 億円の減少になる。最大手の日本製鉄の鉄鋼事業のセグメント経常利益は、2020 年 3 月期上期実績の 492 億円に対し、同下期はわずか 8 億円しか見込んでいない。通期では前期比 2,246 億円の減益予想になる。鉄鋼業界全体に逆風が吹いている。

予想利益の大幅な減少は、需要の一層の低下、高水準の在庫、鋼材市況の悪化から、数量及び価格とも減少するダブルパンチに見舞われるためである。国内市場では、造船、建設機械・産業機械及び建設分野で需要が一層低下するとみている。需要減の上、輸入鋼材の影響などから在庫は高水準が続き、生産調整を余儀なくされる。米中貿易摩擦の激化などを背景に、世界各地で需要が減少している。海外鋼材市況は、インド及びロシアミルの輸出攻勢で価格競争が激化し、一段と下落。中国の鋼材輸出が低位にあるものの、粗鋼生産は高水準を継続しているため警戒を要する。2016 年 3 月期に、中国経済の成長率鈍化により中国鋼材の輸出圧力が高まり、安値攻勢により鉄鋼不況を世界に蔓延させたことの再発を懸念している。JFE ホールディングスでは、2020 年 3 月期下期の社内為替レートについて、上期の 1 米ドル = 109.20 円から 105 円程度に円高が進むと想定している。

最大顧客の業績が大幅に悪化しているため、同社にとっても収益面での圧力が高まるおそれ大きい。

3. 2020 年 3 月期の重点課題

中期経営計画の 2 年目に当たる 2020 年 3 月期の重点課題は、更なる飛躍を狙い (1) 耐火物の拡販実現、(2) 徹底したコストダウン、(3) 商品競争力の強化、(4) 基盤整備効果の最大化としている。

(1) 耐火物の拡販実現

耐火物の拡販施策として、国内では既存市場の高炉・電炉向けに不定形補修材の改良による製鋼コスト削減への貢献と VA 提案及び顧客ニーズの先取りをする。新規市場開拓では、特殊鋼・非鉄メーカー向けに、エンジニアリング事業部とイソライト工業のコラボレーションによる積極受注をする。取鍋の溶鋼流量制御に用いられるスライドゲート・プレートの迅速交換装置である SST 装置の販促を図る。大型・複雑形状にも対応可能なプレキャストブロックを拡販する。セメント・石灰市場へは、窯炉の損傷メカニズムに合わせたライニングの提案をする。海外での顧客密着体制の強化として、中国に 2018 年 4 月に上海事務所を設立。2019 年 1 月に、台湾事務所を設立し、ブラジルに駐在員を置き、同年 4 月に豪州にも駐在員を派遣した。現地生産体制の拡大は、米国 SAM において連続铸造用モールドパウダーの製造設備を新たに建設し、2017 年 1 月に駐在員を置いたインドでは、グローバルパートナーであるサンゴバン傘下企業とマッド材（高炉出鉄口閉塞材）の合併会社を設立した。いずれも 2021 年 3 月期から連結業績に寄与する予定である。

(2) 徹底したコストダウン

競争力強化を下支えするコストダウンに向けた取組は、配合統合、安価資材調達、製造工程合理化、生産性向上運動活動の強化、自動化の推進になる。

品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

今後の見通し

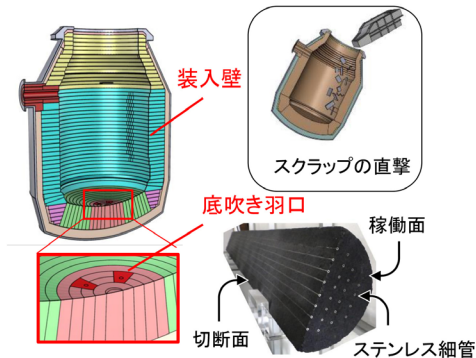
(3) 商品競争力の強化

a) 商品競争力の強化

顧客の操業安定化へ貢献する耐火物を供給することで、競争力を強化する。転炉は、溶銑を酸素により精錬し溶鋼を製造する。炉全体に比べ、装入壁と炉の底の部分の炉底羽口の持ちが悪い。同社は高靱性煉瓦を開発することで、それらの部分の消耗速度を 20% 低減することに成功。補修時期のタイミングを合わせることができ、補修の頻度を少なくし、操業安定化に貢献する。

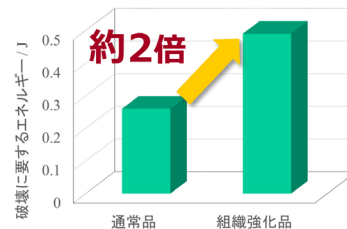
転炉用高靱性マグネシア・カーボンレンガ

問題解決型の商品開発により、転炉の装入壁と炉底羽口の損耗速度の 20% 低減を実現



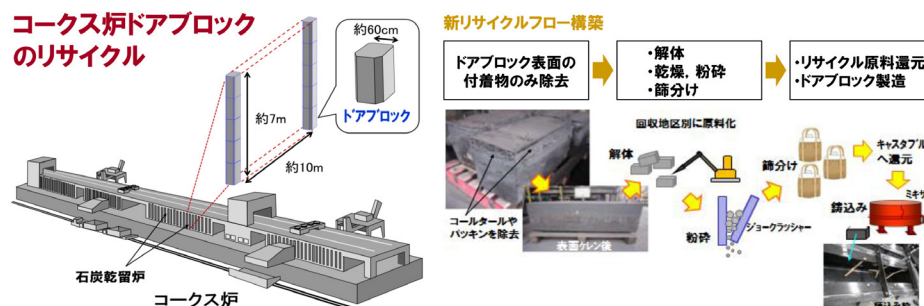
出所：決算説明会資料より掲載

亀裂進展への抵抗性が上昇したことにより、レンガ全体の靱性（じんせい・粘り強さ）が向上。⇒曲げに対する強さが約 2 倍に



環境負荷軽減に対する顧客ニーズも高い。コークス炉ドアブロックのリサイクルをすることで、顧客の製造現場で発生する廃棄物を削減する。コークス炉の寿命は 20 ～ 30 年あるが、外気に触れるドアブロックは温度変化が大きいことから 1 ～ 2 年で壊れてしまう。1 つのブロックの大きさは、長さが約 1 メートル、幅と奥行きが 50 センチぐらいで、重さがおおよそ 1 トンある。鉄鋼メーカーが廃棄処分していた使用済耐火物を回収し、細かく砕いて、生の原料と混ぜることで再利用し、製品に生まれ変わらせる。リサイクル化率を 70% に高めている。

コークス炉ドアブロックのリサイクル



出所：決算説明会資料より掲載

品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

今後の見通し

b) エンジニアリング事業の再編成

施工体制は、大型工事補足のためエンジニアリング事業を再編成した。エンジニアリング部と築炉事業部を統合し、さらにグループ会社の品川口コー（株）を加えた総合力を強化し、受注拡大を図る。営業、設計、工事（鉄鋼、非鉄、焼却炉）の機能を統合し、工事ノウハウの結集と工事スタッフ・作業員の動員力を強化する。

(4) 基盤整備効果の最大化

前中期経営計画（第 3 次）では、連結ベースの設備投資額が約 80 億円であった。単体を中心に主要製造設備の新鋭化など基盤整備を実行した。現 3 ケ年中期経営計画では、単体における製造工程の整流化、生産性の向上に資する基盤整備を計画している。グループ企業ではイソライト工業がセラミックファイバーの増産投資を行う。海外では連铸用モールドパウダーの増産投資を検討している。2020 年 3 月期は、安定生産体制を強化するため、老朽化した大型プレスや各種炉などの主要設備の更新・新鋭化や商品競争力強化のための新商品の製造ライン整備と自動化を進める。2019 年 3 月期の設備投資額は、47 億円と当初計画を 6 億円ほど上回った。2020 年 3 月期は 48 億円を見込んでおり、中期経営計画における 80 億円を初年度からの 2 期間で上回ることになる。2020 年 3 月期の減価償却費は前期の 2,344 百万円から 25 億～30 億円程度に増える見込みだ。中期経営計画の最終年度となる 2021 年 3 月期を見越して、収益拡大に効果が期待できる設備投資は積極的に行う。

■ 株主還元策

2020 年 3 月期の 1 株当たり年間配当金は 130 円を計画

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掛け、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。

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 円に改めた。最終的には期末配当金を 75 円に引き上げ、年間配当金を 135 円とした。3 期連続の増配となる。配当性向は 20.2% であった。2020 年 3 月期は、中間・期末とも 65 円とし、1 株当たり年間配当金は 130 円、予想配当性向 20.2% を計画している。

品川リフラクトリーズ

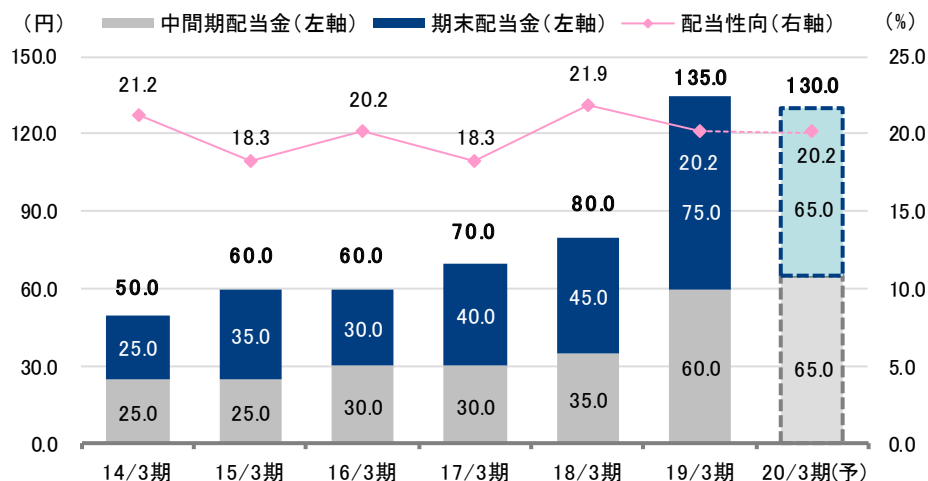
5351 東証 1 部・札証

2020 年 1 月 14 日 (火)

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

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

収益環境に厳しさが増したため、株価は下方トレンドをたどった。ただし、株価バリュエーションでは、すでに同銘柄の過去 10 年間のレンジの下限近辺に達した。PBR（株価純資産倍率）は、翌期の減収減益を見越して株価がボトムを付けた 2013 年 3 月期の安値時の水準（0.43 倍）まで低下し、現在も 0.5 倍程度の低水準にある。一時 5% を超えた配当利回りは、依然 4% 近くの高水準にある。

株価指数の推移

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期	20/3 期 (予)
PBR (倍)								
高値	0.64	0.66	0.76	0.70	0.72	0.78	1.02	0.59
安値	0.43	0.45	0.47	0.40	0.38	0.53	0.51	0.42
中値	0.53	0.55	0.61	0.55	0.55	0.65	0.76	0.51
配当利回り (%)								
高値	2.15	1.89	1.88	1.80	2.08	1.77	2.47	3.75
安値	3.25	2.76	3.03	3.16	3.98	2.63	4.91	5.31
中値	2.58	2.25	2.32	2.29	2.73	2.12	3.29	4.40

出所：決算短信よりフィスコ作成

免責事項（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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは強く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp