

品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部

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

2016 年 12 月 7 日（水）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
瀬川 健

[企業情報はこちら >>>](#)

■鉄鋼メーカーの業績は、2017 年 3 月期上期が底か

品川リファクトリーズ <5351> は、創業 140 年余りの日本を代表する耐火物メーカーで、世界でも五指に入る。超高温の技術により、鉄鋼をはじめ非鉄金属、電力、ガス、セメント、ガラス、窯業など日本の基幹産業に、各種耐火物を供給するとともに、耐火物の施工工事も提供している。

2017 年 3 月期第 2 四半期の業績は、売上高は前年同期比 2.3% 減の 47,464 百万円、経常利益は同 13.1% 増の 2,528 百万円となった。利益面では、円高により輸入原材料のコスト低下のメリットを受けた。同社の最大顧客となる鉄鋼業界においては、中国企業の過剰供給による鋼材価格の低下、円高による輸出採算の悪化に加え、原料炭価格が急激な高騰を見せる等、業績へのマイナス要因が目立っており、同社の事業環境は良いとは言えない状況ではあるが、そうした中でも安定した業績を上げている。

同社は 2009 年の合併以降、最適生産体制の構築を成し遂げ、2018 年 3 月期を最終年度とする第 3 次中期経営計画では基盤整備を進めている。世界トップクラスの総合耐火物メーカーとしての地位の維持・向上に向けて、確実な収益確保と更なる成長を目指している。大型プレス機などの最新鋭機を導入することで、高付加価値品のコストダウンと競争力の強化を図る。また、成長戦略実現のために、東南アジア、米州、中国、インドをターゲットに各地域のニーズに応じた販売体制の強化を図る。

今後の見通しとして、2016 年上期には月次粗鋼生産が 8 月までの 5 ヶ月連続で前年同月を上回るなどやや底を打った感も出始めており、下期からは東京オリンピック・パラリンピック関連の需要が顕在化することが期待されている。

2017 年 3 月期の予想は、売上高が前期比 3.2% 増の 101,000 百万円、経常利益が同 7.0% 増の 5,300 百万円と増収増益を見込む。また、進行中の中期計画の最終年度となる 2018 年 3 月期には、売上高 110,000 百万円、経常利益 6,600 百万円と過去最高の業績を計画している。

合併後の 2010 年 3 月期と比べると、2016 年 3 月期の実質有利子負債が 78.6% 減少し、自己資本は 37.2% 増加した。自己資本比率は 28.7% から 42.6% へ改善し、ROE（自己資本当期純利益率）は 2.5% から 6.3% へ上昇した。鉄鋼関連のシクリカル・ストックとみなされがちだが、過去 6 期の経常利益は 5,000 百万円前後で推移しており、2018 年 3 月期は 6,600 百万円と一段高いレベルを目指す。安定した収益と健全な財務体質の上、現在の株価による予想 PER は 6 倍台、PBR は 0.5 倍未満、配当利回りは 2% 台後半のバリュースtockとなっている。

■Check Point

- ・最大手顧客の鉄鋼事業は、2017 年 3 月期上期を底に、収益性の回復を見込む
- ・2017 年 3 月期第 2 四半期は減収増益
- ・中期計画最終年度で過去最高の業績を計画

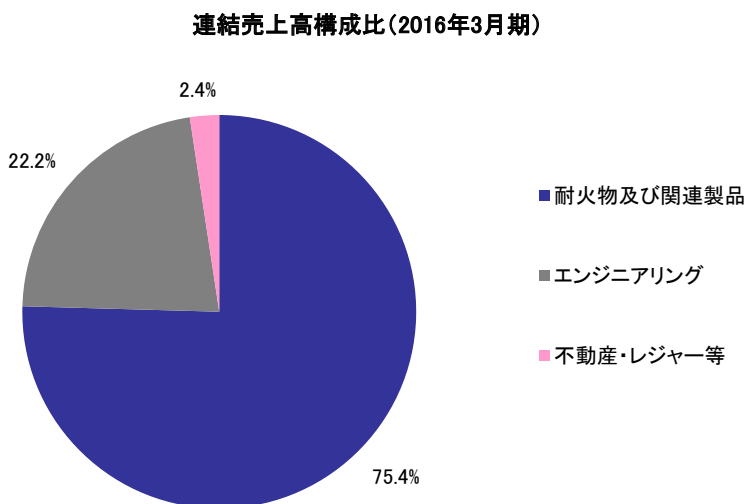


■ 会社概要

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

2016 年 3 月期の連結売上高の事業別内訳は、耐火物及び関連製品が 75.4%、エンジニアリングが 22.2%、不動産・レジャー等が 2.4% になる。



出所：会社資料より作成

同社は、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。耐火物とは、1,500 度以上の高温に耐える工業用材料で、鉄鋼、ガラス、非鉄金属、化学、セメント、焼却炉、ごみ熔融炉、ガス・電力などで利用され、産業の基盤となっている。



品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部

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

2016 年 12 月 7 日（水）

創業 140 周年、日本で民間初の耐火煉瓦を製造

(2) 会社沿革

JFE スチールグループ会社

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。社名の品川リファクトリーズの、「リファクトリーズ」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（明治 8 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、2016 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 33.7% を所有する筆頭株主になっている。

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初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	ろう石質耐火煉瓦製造販売を目的に、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）製鉄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 社と技術提携（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（株）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 湯本工場）
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	両社	品川白煉瓦（株）は JFE 炉材（株）と合併して社名を品川リファクトリーズ（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）」に変更
2016年	同社	監査等委員会設置会社へ移行

出所：会社資料より作成

2016 年 12 月 7 日（水）

主力の耐火物及び関連製品が売上高の 7 割以上を構成

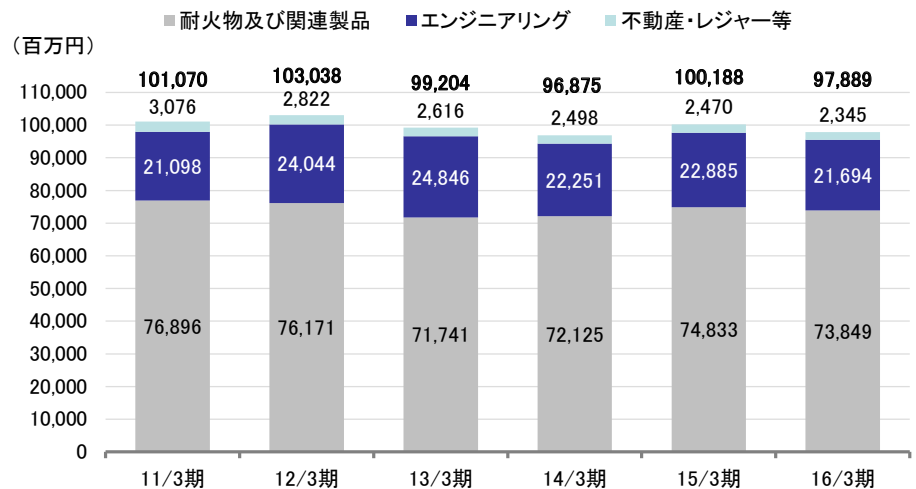
(3) 事業内容

a) セグメント情報

2016 年 3 月期におけるセグメント情報は、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 75.4%、75.6%、6.3%であった。同様に、エンジニアリングが 22.2%、7.7%、2.2%、不動産・レジャー等が 2.4%、16.7%、43.2%であった。

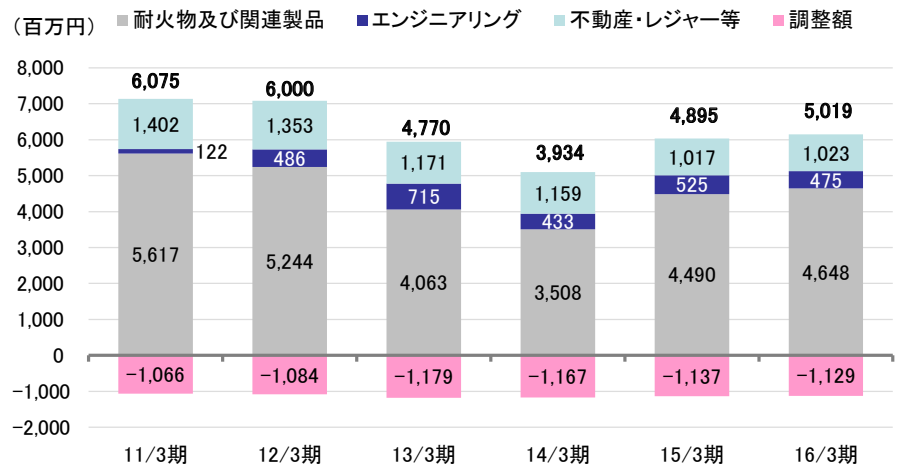
耐火物及び関連製品は、定形・不定形耐火物、モールドパウダー、セラミックファイバー、ファインセラミックス、化成品等の製造・販売である。エンジニアリングは、高炉・転炉・焼却炉等の築炉工事、工業窯炉の設計・施工などである。不動産・レジャー等は、保有不動産の賃貸や土地の有効活用になる。

セグメント別売上高の推移



出所：会社資料より作成

セグメント別利益の推移



出所：会社資料より作成



品川リフラクトリーズ

5351 東証 1 部

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

2016 年 12 月 7 日（水）

b) グループ企業

同社グループは、同社、連結子会社 26 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、株式の 54.9% を所有するイソライト工業<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。海外子会社は、中国に 3 社、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それぞれ 1 社あり、いずれも耐火物の製造・販売をしている。2016 年 3 月期の連単倍率は、売上高、経常利益ともに 1.5 倍だった。

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、連続鑄造用モールドパウダーの製造・販売、吸着剤の販売
（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）	東京都千代田区	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	設立（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
大石橋品川栄源連鑄耐火材料有限公司	中国遼寧省大石橋市	買収（2005 年）	連続鑄造用耐火物等の製造・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（株）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、耐火断熱煉瓦等の製造・販売
品川化成（株）	東京都港区	設立（1986 年）	吸着剤の製造
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の製造と、耐火物及び関連製品に関する請負業務
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

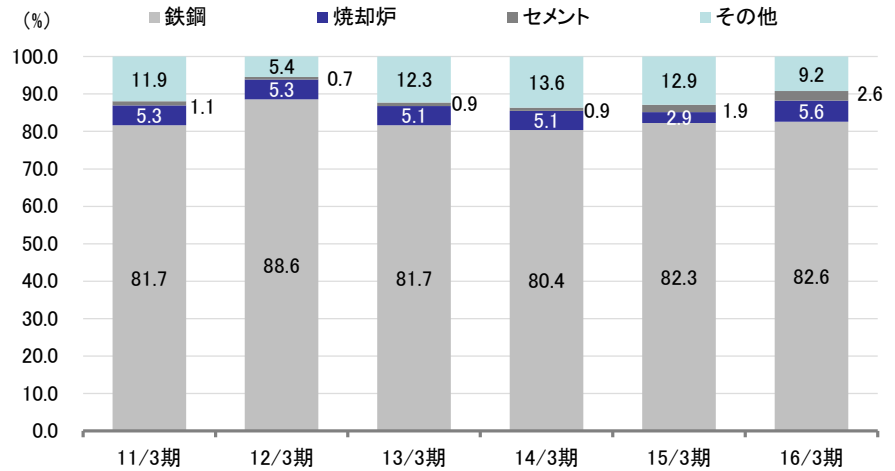
注：イソライト工業は東証 1 部上場
出所：会社資料より作成

c) 事業内容

1) 耐火物及び関連製品

2016 年 3 月期の単体売上高の顧客業種別構成比は、鉄鋼が 82.6%、焼却炉が 5.6%、セメントが 2.6%、その他が 9.2% であった。過去 6 期間の推移を見ても、鉄鋼向けが 80% を下回ったことはない。

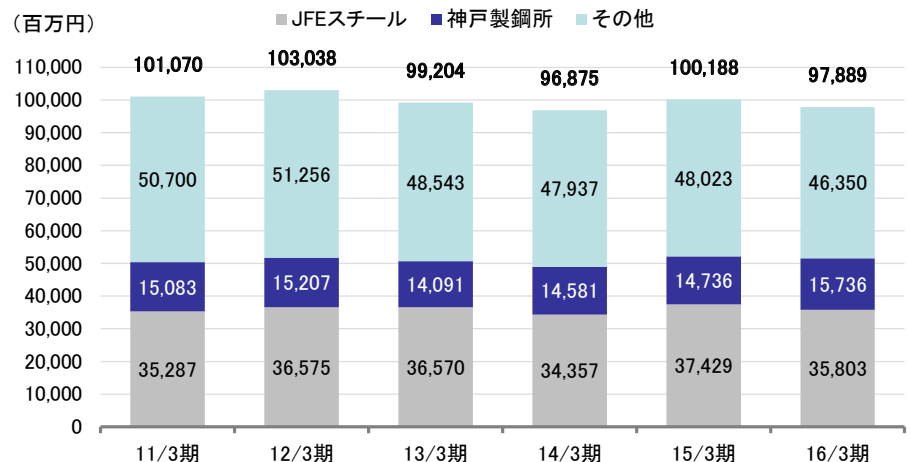
顧客業種別売上高構成比(単体)



出所：会社資料より作成

主要相手先の販売実績では、2011 年 3 月期に、JFE スチール向けの販売額が 35,000 百万円を超え、連結売上高の 34.9% を占めた。それ以降、年間販売額は 34,000 ～ 37,000 百万円で推移し、全体の 35% 以上の構成比を形成している。2016 年 3 月期における連結売上高の 10% を超える販売先は、JFE スチール（依存度 36.6%）と神戸製鋼所 <5406>（同 16.1%）の 2 社だった。

主要相手先販売実績



出所：有価証券報告書より作成

高炉メーカーへの売上依存度が高いため、同社は主要相手先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、主要顧客先に対して緊密な営業と迅速なサポート体制をとっている。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。他の営業所も住所（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）から、新日鐵住金向けにネットワークを築いている。

同社は、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。

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	茨城県鉾田市	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：会社資料より作成

同業他社の中には、積極的に海外生産移管を進めた会社があるが、同社は主要拠点を国内に置いている。中国は、市場規模が大きく、耐火物の原材料も豊富なため、同社も中国に進出している。中国で生産したものは同国内の需要に充て、日本への輸出には消極的である。日本における煉瓦プラントは、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



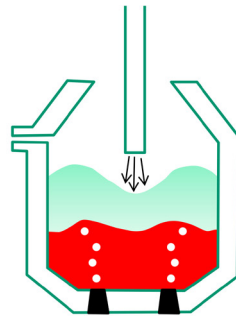
付加ライン
出所：会社資料より転載

2) エンジニアリング

同社の特長は、耐火物の製造技術と高度な築炉技術を併せ持っていることにある。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。

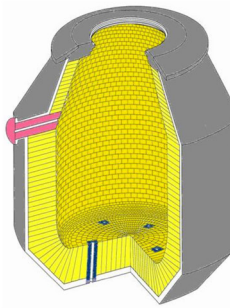
2016 年 12 月 7 日（水）

耐火物ライニングと耐火レンガの築炉



転炉での溶鋼の精錬

出所：会社資料より転載



耐火物ライニング



耐火レンガの築炉

転炉用耐火レンガ

3) 不動産・レジャー等

不動産・レジャー等事業は、自社所有の不動産の賃貸や土地の有効活用を目的としている。新たに物件を取得する計画はない。

中国メーカーの輸出ドライブにより鉄鋼市況が悪化

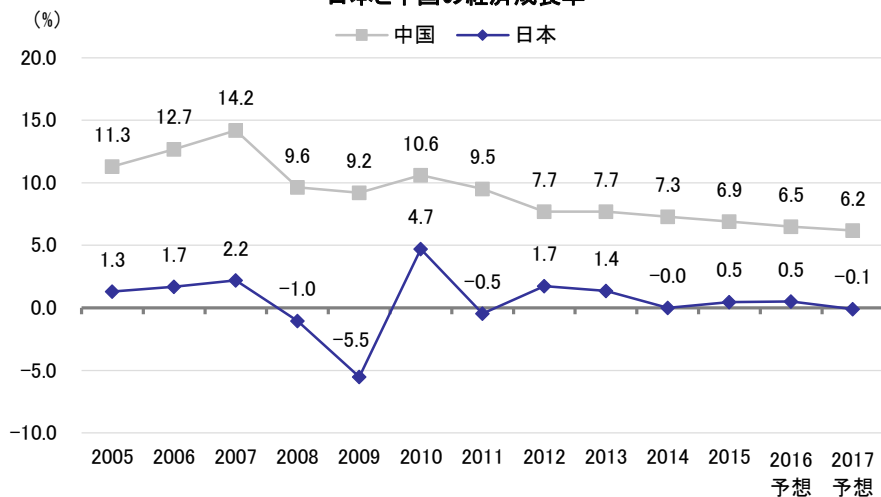
(4) 事業環境

a) 鉄鋼業界

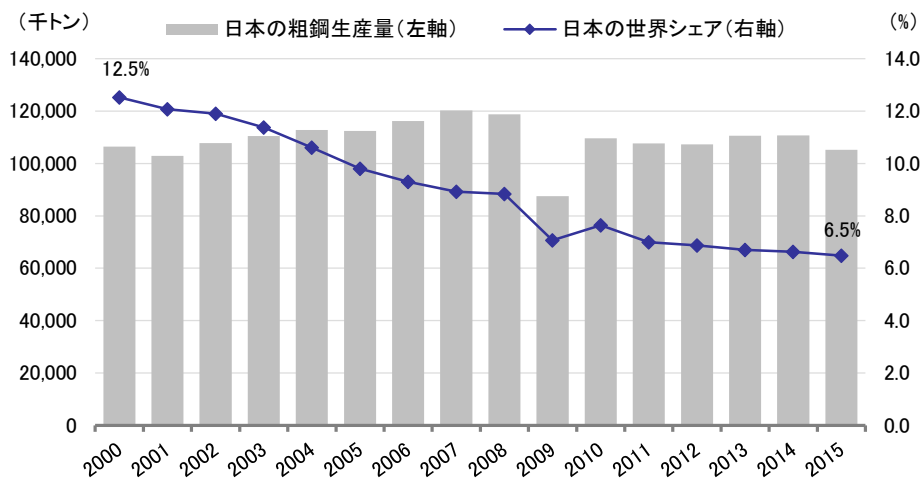
世界の粗鋼生産は、中国がけん引し拡大した。世界粗鋼生産量における日本のシェアは、2000 年の 12.5% から下落の一途をたどり、2015 年には 6.5% へ低下した。一方、中国のシェアは、2000 年の 15.1% から 2015 年には 49.6% と約半分を占めた。世界の粗鋼生産量は、2007 年の 13 億 4,810 万トンから 2015 年に 16 億 2,110 万トンと 20.7% 増加した。この間、中国の年間生産量が 4 億 8,971 万トンから 8 億 382 万トンへと 64.1% 増加したが、中国以外の地域の生産量は 8 億 5,839 万トンから 8 億 1,728 万トンへ 4.8% 減少した。

中国政府は、リーマン・ショック時の金融危機克服のため 2010 年末までの 2 年間に大型景気刺激策を実施した。内需を拡大し、雇用の安定化を図るため、総額 4 兆元（約 57 兆円）の財政支出を決めた。これにより、中国の経済成長率は、2007 年の 14.2% から 2008 年に 9.6%、2009 年には 9.2% へ下落したものの、2010 年には 10.6% の高成長を遂げた。ちなみに、日本の経済成長率は、2007 年 2.2%、2008 年 -1.0%、2009 年 -5.5% であった。しかし、中国の経済成長率は、2012 年以降は 7% 台に低下してきており、IMF（国際通貨基金）の World Economic Outlook によると 2015 年は 6.9% と 7% を割れた。2016 年と 2017 年の予想成長率は、それぞれ 6.5%、6.2% になる。

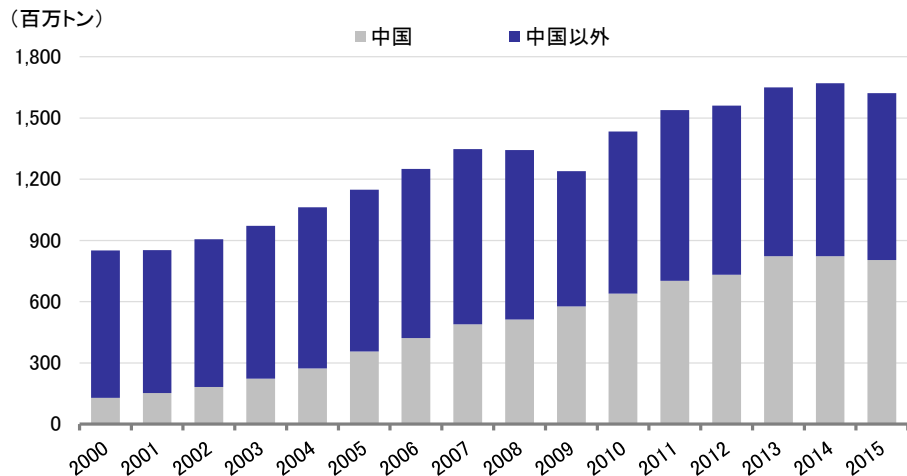
日本と中国の経済成長率



日本の年間粗鋼生産量と世界市場における日本のシェアの推移



世界の年間粗鋼生産量における中国と中国以外の地域の推移





品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部

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

2016 年 12 月 7 日（水）

日本の年間粗鋼生産量は、2007 年に 1 億 2,020 万トンでピークを打った。2008 年 9 月のリーマン・ショックに端を発した世界的金融危機とその後の円高の進行などで、2009 年の生産量は前年比 26.3% 減の 8,753 万トンへ減少した。2010 年には 1 億トンの大台を回復し、2014 年は 1 億 1,066 万トンとピーク比 7.9% 減の水準まで戻したが、2015 年は世界全体の 2.9% に比べ 5.0% と大きな下落となった。

2014 年の世界鉄鋼メーカーの粗鋼生産量による上位 50 社のランキングでは、新日鐵住金が 2 位（生産量 49.3 百万トン）、JFE スチールが 9 位（同 31.4 百万トン）と日本からは 2 社が入った。2013 年に 47 位だった神戸製鋼所（7.5 百万トン）は、2014 年にトップ 50 から外れた。1 位のアルセロール・ミッタル（ルクセンブルク）は、98.1 百万トンと 2 位の新日鐵住金を大きくリードしている。3 位、4 位は、中国企業が占めた。中国企業は、トップ 50 のうち、27 社と多い。

1) 中国の鋼材輸出－世界の鉄鋼大手の業績悪化に拍車をかける

中国の内需減退と過剰生産により、鋼材市況が想定以上に悪化したことから、2015 年度の世界の鉄鋼メーカーの業績は大幅に悪化した。中国では、国有大手の宝山鋼鉄が大幅減益で済んだものの、大半の企業は赤字に転落した。韓国最大手のポスコは、初の最終赤字を記録した。

中国メーカーは、内需が低迷していることで輸出ドライブをかけている。2015 年の中国の粗鋼生産量は、日本の 7.6 倍と大きく、2015 年の輸出量は日本の生産量を超える 1 億 1,240 万トン、前年比 2 割増となった。鉄鋼市況の悪化は、中国メーカーの輸出先にも広がっている。

米国は、中国からの輸入品に最大 200% 超の追加課税をする反ダンピング措置の導入を進め、欧州でも検討されている。これを受けて、米国における鋼材価格が上がり、中国製品が向かったアジア市場では値下がるという二極化現象がみられる。

2) 中国政府－過剰能力解消に動く

2016 年 3 月に、中国政府は全国人民代表大会の政府活動報告で、2016 年より 5 年かけて粗鋼生産能力を 1 億～1.5 億トン削減する方針を発表した。新規生産能力の抑制、老朽設備の淘汰だけでなく、最大 50 万人の従業員の再配置・再就職支援などの具体策を盛り込んでおり、従来にない踏み込んだ内容になっている。

2016 年 9 月に、中国 2 位の宝鋼集団と同 6 位の武漢鋼鉄集団のそれぞれの上場子会社を株式交換によって統合することが合意された。実現すると世界 2 位の規模になる。同社は、中国における高級鋼の需要増大に対応して、2016 年 5 月にモールドパウダー設備の新ラインを稼働した。独資の瀋陽品川冶金材料有限公司は、宝山鋼鉄を主要顧客とし、中国全般をカバーしている。一方、66.7% を所有する遼寧品川和豊冶金材料有限公司は、鞍山鋼鉄集団を対象に設立された。

3) 高炉メーカーの中期経営計画

JFE ホールディングスと新日鐵住金は、2015 年度から 2017 年度までの中期経営計画を発表した。内需に関しては、企業収益の好転、国土強靱化計画、オリンピック・パラリンピック需要により、堅調に推移するとみている。ただし、人口減少、製造業の海外移転、財政問題に起因する公共投資の減少という枠組が変わらないため、2020 年以降は減少すると予想している。一方、海外市場は、中国・韓国メーカーの供給圧力が強く、当面は供給過剰状態が継続すると予想している。中長期的には、インドや ASEAN などの新興国の社会インフラ整備や省エネルギー、環境対応のニーズが拡大するとみている。



品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部

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

2016 年 12 月 7 日（水）

○国内設備投資計画

鉄鋼メーカーは、生産設備の更新に積極的だ。古い設備のままでは、中国等の海外メーカーに対し競争優位性を維持できなくなる。JFE スチールは、現中期経営計画（2015－2017 年度）における国内設備投資額を前中期経営計画と比べて 35% 増の 650,000 百万円とした。2016 年 3 月期は当初計画より前倒しで、約 4 割の投資を決定した。国内製造基盤の整備を継続的に実施することにより、世界トップクラスの製造実力を維持・向上する。

○海外事業の展開

JFE スチールは、アジアを主戦場として成長投資をする計画で、自動車、エネルギー、インフラ・建材を重点 3 分野としている。自動車は、グローバル調達への対応を徹底するため、中国、タイ、インドネシア、インド、米国が重点地域となる。アジアでは、タイや中国に加えて、インドやインドネシアでも数量拡大や新規設備の円滑な立ち上げを目指す。エネルギー関連は、中国やシンガポールで活動しているが、現中期経営計画では米国と UAE（アラブ首長国連邦）に注力する。インフラ・建材は、アジアにターゲットを絞って事業展開をしており、重点地域はベトナムになる。新日鐵住金は、2017 年度までの 3 年間で海外拠点出荷量を 2014 年度比 2 割増とする計画だ。

b) 焼却炉業界

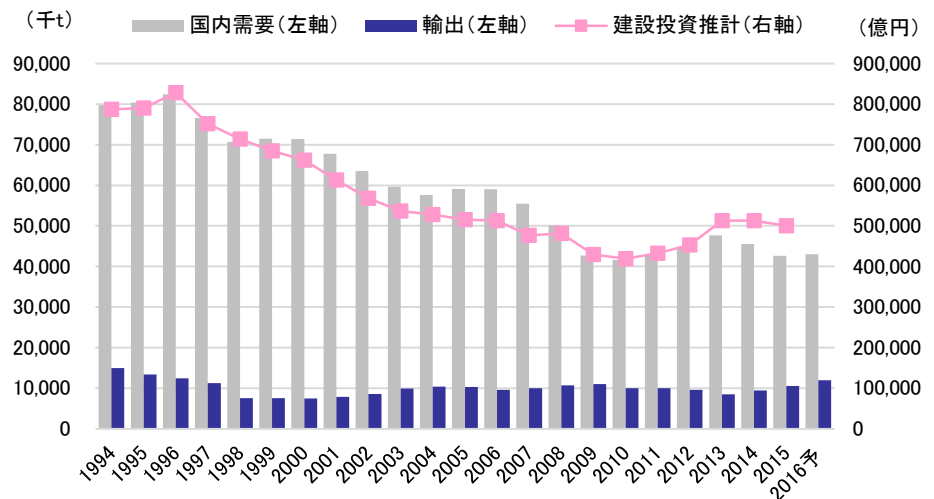
都市化の問題として、交通渋滞、水不足、水質汚染、大気汚染などと並んでごみ問題がある。同社と親密関係にある JFE グループの JFE エンジニアリングは、ごみ焼却炉分野で 40 年の実績があり、廃棄物焼却発電分野で国内シェア No.1 を誇る。2014 年にドイツの大手ごみ処理・発電プラント会社を買収しており、世界展開を加速している。買収で得たノウハウを生かして、経済発展とともに都市化が進む東南アジアでの事業展開を本格化している。

焼却炉には、廃棄物の種類と処理方式によって、多様な炉材が求められる。同社は、最新鋭の生産設備と合理的な工程、徹底した品質管理などにより、あらゆる耐火物を生産して、産業界のニーズに対応している。特にごみ焼却炉、熔融炉などの環境関連設備には国内随一の実績を有している。ごみ焼却炉のストーカー（火格子）部には炭化珪素系煉瓦が使用され、その他の部位には高アルミナ質煉瓦・キャストブルが用いられる。各種窯炉の熱ロス対策として熱伝導率の低い軽量キャストブル（断熱キャストブル）が広く用いられている。一般的に軽量キャストブルの強度は低いが、同社製品は高い断熱性と強度を両立させた。

c) セメント業界

セメントの国内需要は、建設投資との相関性が強い。国土交通省の統計によると、建設投資は 1996 年度の 82 兆 8,077 億円から 2010 年度に 41 兆 9,282 億円へ 49.4% 減少し、ボトムをつけた。同期間のセメント内需は、8,241 万トンから 4,161 万トンへ 49.5% 減とほぼ同率の落ち込みとなった。その後若干の回復がみられたものの、2015 年の国内需要は 4,266 万トンと前年度比 6.3% 減少した。一般社団法人セメント協会は、2016 年度の内需を前年度比ほぼ横ばい（0.8% 増）の 4,300 万トンと予想している。セメントの国内需要では東京オリンピック・パラリンピックの開催や大型インフラプロジェクトへの投資により、2020 年頃まで安定的に推移するとみられる。また、海外では新興国を中心に都市化の進展に伴う社会基盤整備に関連するセメントの需要拡大が見込まれる。

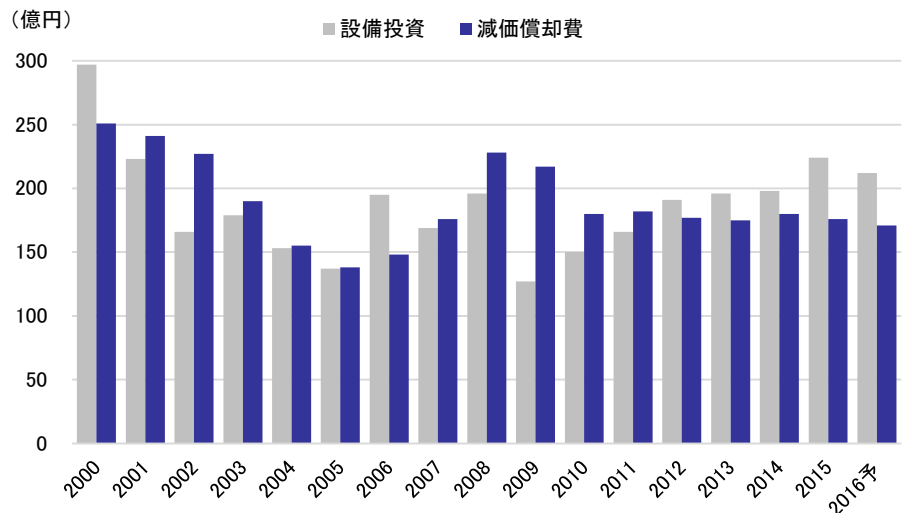
建設投資推計とセメントの内需・輸出



出所：国土交通省、一般社団法人セメント協会の統計データより作成

同社の顧客でもあるセメント業界最大手の太平洋セメント〈5233〉の設備投資は、2000年度の297億円（個別ベース）から2009年度に127億円へ57.2%減少した。2015年度は224億円まで持ち直し、同期の減価償却費176億円を大きく上回るようになった。太平洋セメントの2015年度からの3ヶ年中期経営計画では、セメントの国内売上高が2014年度の4,121億円から2017年度に4,215億円へと微増だが、海外売上高は1,585億円から2,260億円へと4割強の増加を見込んでいる。

太平洋セメントの設備投資と減価償却費（個別）



出所：太平洋セメントの決算説明資料より作成

同社は、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。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拠点を設け、事業拡大を目指す。

2017 年 3 月期第 2 四半期は減収増益

(1) 2017 年 3 月期第 2 四半期業績

a) 損益計算書

2017 年 3 月期第 2 四半期の業績は、売上高が前年同期比 2.3% 減の 47,464 百万円、営業利益が同 20.9% 増の 2,615 百万円、経常利益が同 13.1% 増の 2,528 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 1.9% 減の 1,366 百万円となった。期初予想比では、売上高が 5.1% 減、営業利益が 4.6% 増、経常利益が 2.8% 減、親会社株主に帰属する四半期純利益が 14.6% 減であった。営業外費用の為替差損が前年同期比 121 百万円増の 175 百万円に増えたことが、経常利益の伸び率を鈍化させた。親会社株主に帰属する四半期純利益は、前年同期に 195 百万円計上された投資有価証券売却益がなくなったことが減少要因となった。

2017 年 3 月期 第 2 四半期業績

(単位：百万円)

	16/3 期 2Q		17/3 期 2Q				
	実績	対売上比	予想	実績	対売上比	前年同期比	予想比
売上高	48,567	—	50,000	47,464	—	-2.3%	-5.1%
耐火物及び関連製品	36,909	76.0%	—	36,319	76.5%	-1.6%	—
エンジニアリング	10,492	21.6%	—	9,960	21.0%	-5.1%	—
不動産・レジャー等	1,166	2.4%	—	1,184	2.5%	1.6%	—
売上総利益	8,263	17.0%	—	8,839	18.6%	7.0%	—
販管費	6,099	12.6%	—	6,223	13.1%	2.0%	—
営業利益	2,163	4.5%	2,500	2,615	5.5%	20.9%	4.6%
耐火物及び関連製品	2,042	5.5%	—	2,477	6.8%	21.3%	—
エンジニアリング	163	1.6%	—	127	1.3%	-21.6%	—
不動産・レジャー等	504	43.2%	—	600	50.7%	19.1%	—
調整額	-546	—	—	-590	—	—	—
経常利益	2,235	4.6%	2,600	2,528	5.3%	13.1%	-2.8%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	1,392	2.9%	1,600	1,366	2.9%	-1.9%	-14.6%

出所：会社資料より作成

注：事業別対売上比は、各事業の売上高に対応

売上高が予想を未達になったのは、エンジニアリング事業における JFE スチール向けコークス炉工事の完成が上期から下期にずれ込んだためである。一方、営業増益は、円高メリットの享受とコストダウンの進展が主要な要因であった。同社は、輸出額よりも原材料の輸入額が多く、円高メリットを受ける。2017 年 3 月期第 2 四半期の平均為替レートは、前年同期比で 1 ドル当たり 16 円程度の円高となっている。

同社が 54.9% を所有する連結子会社のイソライト工業の好業績が寄与した。イソライト工業は、2016 年 3 月期に引き続き、生体溶解性断熱材の販売が好調に推移している。労働安全衛生法の改正により、2015 年 11 月からリフラクトリーセラミックファイバー（RCF）のうちアルミナとシリカを主成分とした非結晶（ガラス質）の人造鉱物繊維が有害物質として規制対象となった。同製品に対する代替需要であることから、足元好調な売り上げが続いている。

2016 年 12 月 7 日（水）

健全な財務体質

b) 貸借対照表

2017 年 3 月期第 2 四半期末の総資産は 104,585 百万円、前期末比 887 百万円増加した。流動資産が 1,128 百万円増加した。仕掛品が増加(+2,620 百万円)し、有価証券は減少(-1,295 百万円)した。負債の部では、有利子負債を短期(-4,639 百万円)から長期(+4,031 百万円)へシフトした。このため、流動比率が前期末の 154.7% から 169.4% へ改善した。実質有利子負債は 23 百万円増の 5,730 百万円となり、ネット D/E レシオ（実質有利子負債を自己資本で割った比率）は 0.13 倍と低く、財務の健全性は高い。自己資本比率はほぼ前期末並みの 42.5% であった。

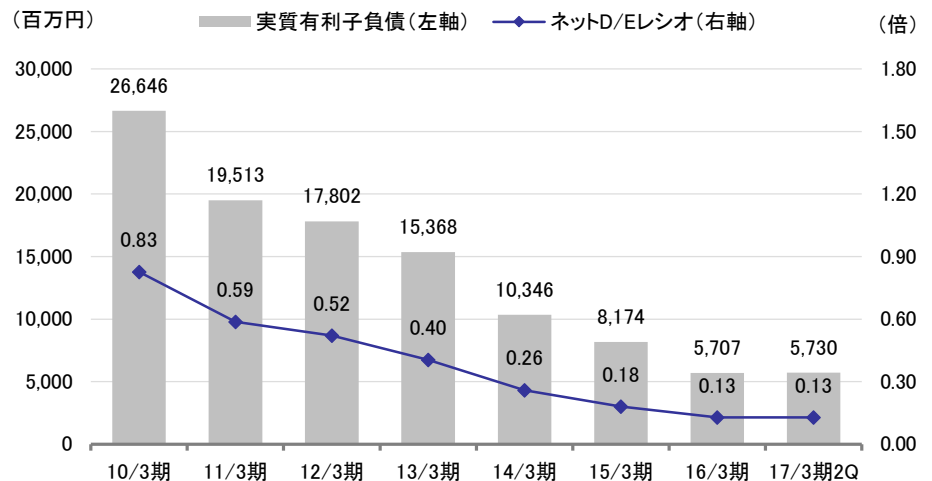
貸借対照表

（単位：百万円）

	16/3 期	17/3 期 2Q	増減額
流動資産	62,847	63,975	1,128
（現金及び預金・有価証券）	14,673	14,042	-631
固定資産	40,850	40,610	-240
総資産	103,697	104,585	887
流動負債	40,624	37,767	-2,857
固定負債	12,941	16,518	3,577
（有利子負債）	20,380	19,772	-608
負債合計	53,565	54,285	720
純資産	50,132	50,299	167
【安全性】			
流動比率（流動資産÷流動負債）	154.7%	169.4%	
自己資本比率（自己資本÷総資産）	42.6%	42.5%	
ネット D/E レシオ（実質有利子負債÷自己資本）（倍）	0.13	0.13	

出所：会社資料より作成

実質有利子負債とネットD/Eレシオ



出所：決算資料より作成

2016 年 12 月 7 日（水）

2017 年 3 月期は、重要課題に取り組み増収増益を予想

(2) 2017 年 3 月期予想

2017 年 3 月期は、売上高が前年同期比 3.20% 増の 101,000 百万円、営業利益が同 3.6% 増の 5,200 百万円、経常利益が同 7.0% 増の 5,300 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 14.4% 増の 3,200 百万円を予想している。第 2 四半期の売上高が円高による外貨換算の影響を受けて期初予想を未達となったこともあり、通期の売上高予想のみ若干の下方修正をした。利益予想は、期初数値を変えていない。築炉エンジニアリングは、仕事量の大半が既に受注残でカバーされている。親会社株主に帰属する当期純利益の伸び率が大いなのは、2016 年 3 月期発生した減損損失を見込んでいないためである。

2017 年 3 月期業績予想

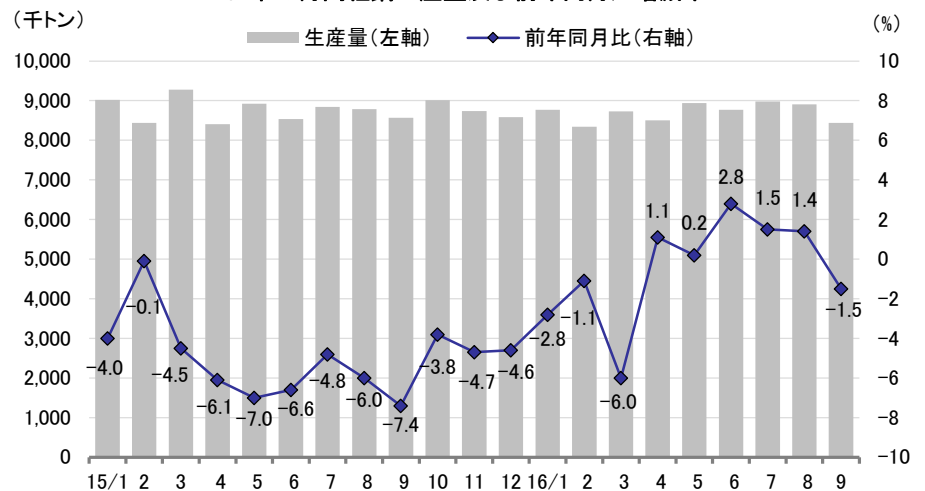
(単位：百万円)

	16/3 期		17/3 期		
	実績	対売上比	予想	対売上比	前期比
売上高	97,889	-	101,000	-	3.2%
営業利益	5,019	5.1%	5,200	5.1%	3.6%
経常利益	4,951	5.1%	5,300	5.2%	7.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,796	2.9%	3,200	3.2%	14.4%

出所：会社資料より作成

2016 年 4 月から 9 月までの日本の粗鋼生産量は 5,254 万トン、前年同期比 0.9% 増となった。下期から東京オリンピック・パラリンピック関連の工事が本格化すると見られており、市場では 2016 年度の粗鋼生産が 2 年ぶりに前年度水準を上回ると期待されている。

日本の月間粗鋼生産量及び前年同月比増減率



出所：一般社団法人日本鉄鋼連盟のデータより作成

(3) 2017 年 3 月期の重要課題

2017 年 3 月期の重要課題として、コスト競争力の徹底強化のための設備投資による基盤整備、購買体制の刷新、高付加価値製品の開発、環境改善や特殊鋼用炉材などの成長分野の開発、材料・工事一体の総合力による拡張、鉄鋼メーカー大型工事案件の捕捉等を挙げている。

a) 最新鋭製造設備の導入

耐火物主要商品の中核生産設備を最新鋭機に更新することにより、コスト競争力の徹底強化を進める。

b) 「調達センター」の設立

従来、原料資材の調達担当部門と商品の調達部門が分かれていたが、いずれも新組織「調達センター」の管理下に置き、原燃料から商品の仕入れまでの調達業務を一元化し、効率的かつ効果的な調達を実現する。

c) 高付加価値製品の開発

顧客満足度の向上のため、各種作業用耐火物の性能向上による高耐用化、連続鑄造用耐火物の設計技術向上とモールドパウダーの機能向上による鋼品質を改善する。また、耐火物リサイクルの拡大や耐火物による熱ロス低減技術の向上による、省資源・省エネなど顧客ニーズへの対応を図る。

d) 成長分野の開発、材料・工事一体の総合力による拡販等

将来の成長が予測される、前述した生体溶解性高温用断熱材や特殊鋼用炉材の開発に注力する。単体の売上高は 8 割以上を鉄鋼業に依存していることから、鉄鋼以外（特殊鋼用途の製品等）への拡販を図る。自動車や航空機に使われる特殊鋼向けに、二次溶解炉用耐火物、特殊鋼の品質に大きく影響するモールドパウダーや保温材などの開発を目指す。また、炉の設計・施工・炉材を持つ材料・工事一体の総合力が同社の強みであり、銅やアルミ精錬などの非鉄分野や石灰焼成などの工業炉分野で新規顧客を開拓する。鉄鋼メーカーの大型工事件件の捕捉は、2017 年 3 月期中の工事の 8 ～ 9 割は既に受注済みであり 2018 年 3 月期以降の案件の足掛かりとすべく万全を期す。

e) 海外展開

海外子会社を拠点とし、東南アジア、米州、中国、インドにターゲットを置いた成長戦略を遂行する。東南アジアにおいては、台湾プラスチックグループが進めるベトナムで初となる大規模一貫製鉄所プロジェクトに JFE スチールが参画していることから、炉材の販売を狙う。2016 年度中に 1 号高炉の操業開始を目指しており、2 号高炉の稼働は 2017 年度下期中の予定になる。3 号炉の新設は、市場動向によって判断される。

2014 年 10 月に PT Shinagawa Refractories Indonesia (SRI) を設立した。従来、オーストラリアの Shinagawa Refractories Australasia Pty. Ltd. (SRA) からインドネシアに製品輸出をしていたが、SRA から SRI に量産技術を移転して、インドネシアで生産を開始した。東南アジアでは、人口の増加、経済発展に伴い社会インフラ投資が活発化していることから、セメント製造用工業炉に使われる耐火物を提供する。

米州は、2015 年 10 月に販売機能を Shinagawa Advanced Materials Americas, Inc. (SAM) に集中して、より地域に密着した営業体制とした。SAM のモールドパウダーと同社グループの定形耐火物をトータルに販売する。米国の粗鋼生産量は、中国、日本、インドに次ぐ 4 位と大きい。SAM は、中南米もカバーする。ブラジルの粗鋼生産量はドイツに次ぐ、世界 8 位となっている。

中国の鉄鋼メーカーは過剰生産能力を抱えているが、大手鉄鋼メーカーによる高級・高付加価値品の増産が見込まれる。中国子会社は、2016 年 5 月にモールドパウダーの新ラインを稼働させており、高級鋼板製造用を積極的に拡販する。世界 3 位のインド市場は、一時的な停滞があっても、中長期的な拡大が確実視されている。鋼材の高級化を見据えた機能材の拡販をする。

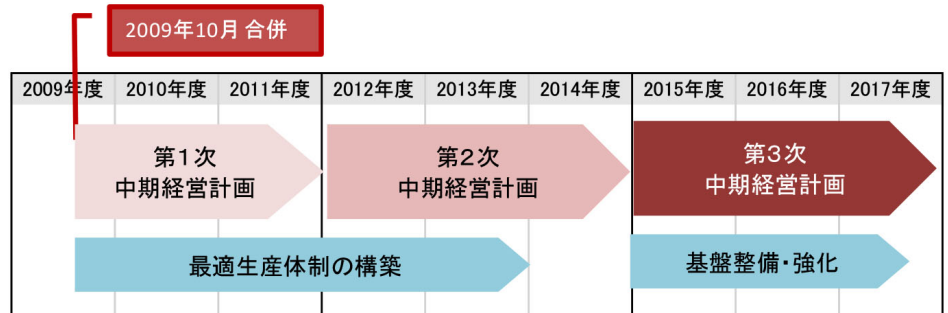
■ 事業戦略

中期計画最終年度で過去最高の業績を計画

(1) 中期経営計画

同社の中期経営計画は、統合以降の 2009－2011 年度を第 1 次とし、2012－2014 年度を第 2 次期間とした。第 2 次中期経営計画の重点課題は、1) 最適生産体制の早期立ち上げ、2) 技術力の強化、3) 国内外の販売力の強化であった。最適生産体制の確立に 4 年半をかけ、ステップ 1 として不定形耐火物を、ステップ 2 で定形耐火物等、ステップ 3 で機能性定形耐火物と順次行い、2014 年 3 月期までに完了した。2015 年 3 月期には、生産集約等によるコスト削減という成果を得た。

経営ステージ



出所：会社資料より作成

2015－2017 年度をカバーする第 3 次中期経営計画では、「世界トップクラスの総合耐火物メーカーとしての地位の維持・向上に向けて、確実な収益確保と更なる成長を目指す」ことを中長期ビジョンとしている。将来にわたる持続的成長に向けて、中長期的な視点から競争力の確保を図る。最重点課題を設備・人材面における基盤整備とし、3 ヶ年の設備投資額を約 8,000 百万円と前中期経営計画の 5,600 百万円から大幅に増額した。

2016 年 3 月期は、スライドプレート製造用プレスと新型乾燥炉に投資をした。2017 年 3 月期は、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の基盤整備をする計画でいる。主要品種の製造設備を中心に最新鋭化することで、生産性、品質、歩留まりを向上し、コスト競争力の強化をする。

(2) 戦略 5 品種

マグネシアカーボン煉瓦、スライドプレート、塩基性煉瓦、浸漬ノズル、モールドパウダーを戦略 5 品種としている。これらの製品は、高機能・高付加価値製品であり、単体の耐火物及び関連製品売上高の 4 割を占める中核品種である。2018 年 3 月期までの 3 ヶ年で、これらの品種の売上高を 27% 増やす計画でいる。

2016 年 12 月 7 日（水）

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 casting 用機能材	
スライドプレート	連続 casting 設備に使われるスライディングノズル装置で、鑄型（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 casting 用モールド（鑄型）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：会社資料より作成

マグネシアカーボン煉瓦は、耐熱衝撃抵抗性や耐食性に優れる。熱に強く割れにくい製品を作るには、材質はもとより製造設備にも依存する。同社は最大能力 5,000 トンのプレス機で成形する。中小メーカーにとっては、投資が困難な高額設備であるため、競合先が限定される。転炉の内張り用耐火物は使用量が多いため、受注の有無が業績に影響する。

連続 casting 用機能材であるスライドプレートや浸漬ノズルは、最終工程で使用されるため、鉄鋼会社はこの段階でのロスを抑制したい。製品の溶損を少なくし、長寿命化して連鑄機の稼働時間を延ばし、鉄鋼生産を安定化するとともに、コストを抑え、品質を向上させる。同社は、2016 年 3 月期に新設備を導入した。

モールドパウダーは、中国の子会社 2 社と米国の子会社でも現地生産している。鉄鋼の連続 casting 工程では、モールド（鑄型）内で、溶鋼を連続的に冷却・凝固させる。モールドパウダーは、鑄型内に添加される粉末状潤滑材で、溶鋼表面の保温と酸化防止、鑄型と鋼塊間の潤滑など重要な機能を持ち、高品質な鋼材を生産するためには不可欠な材料になる。日本のメーカーは、粗鋼生産量などの量的追求よりも、品種高級化によるプロダクトミックス向上による収益率改善を目指している。自動車向けでは、ハイテン鋼のグローバル供給力を高める。

(3) 拡販力の向上策

戦略 5 品種の拡販力向上のため、2014 年 1 月に品種別戦略委員会を設置した。品種ごとに生産・販売・技術が一体化して、顧客にベストソリューションを提案する。

2015 年 4 月より、海外事業の展開でも地域別・顧客別ニーズに迅速に対応する体制を整えた。以前は、海外営業部が輸出版売を、海外事業部が子会社管理・支援を担当していた。これらの機能を、地域ごとに組み直し、中国・アジア事業部が輸出版売機能と中国子会社 3 社の管理・支援機能を一体として担当する。同様に、欧米・豪州事業部が輸出版売機能と米国、オセアニア、インドネシアの子会社の管理・支援を併せて行う。

2016 年 3 月期は、海外売上高は 14,035 百万円と前期比 12.2% 減少し、海外売上高構成比は同 1.6 ポイント減の 14.3% に低下した。アジア・オセアニア地域の売上高が、14.0% 減と大きく落ち込んだ。とはいえ、2017 年 3 月期以降も海外子会社を拠点とする成長戦略を継続する。



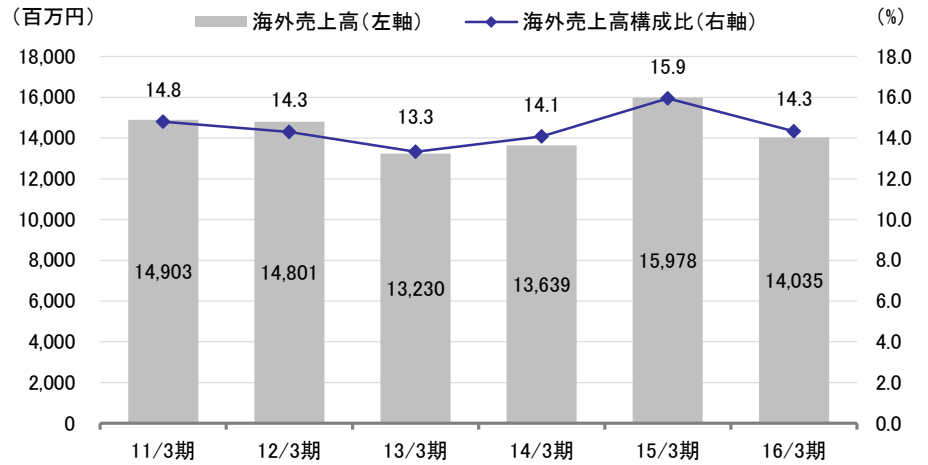
品川リファクトリーズ

5351 東証 1 部

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

2016 年 12 月 7 日（水）

海外売上高と海外売上高構成比



出所：決算資料より作成

第 3 次中期経営計画の最終年度となる 2018 年 3 月期の数値目標は、売上高 110,000 百万円、経常利益 6,600 百万円、売上高経常利益率（ROS）を 6.0%としている。2017 年 3 月期予想に対し、8.9% の増収、24.5% の経常増益となる。内需は東京オリンピック関連に期待。目標達成のために、海外における事業拡大に注力する。

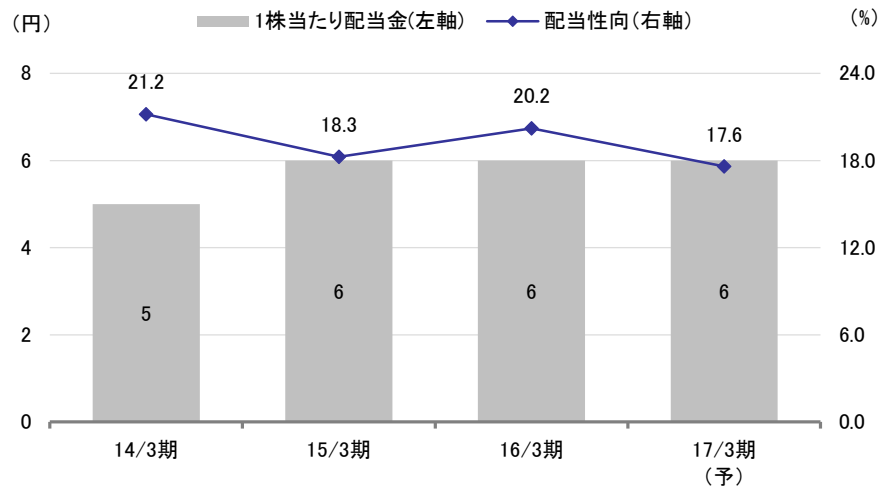
■ 配当政策

低 PER、低 PBR、高配当利回りのバリューストック

同社は、安定した配当を確保しつつ将来の増配を心掛け、企業体質の強化と内部留保の充実を図ることを基本方針としている。2016 年 3 月期は、1 株当たり配当金を 6 円とした。2017 年 3 月期は、現時点で年間 6 円配当、配当性向 17.6% を計画している。

現値による株価指標は、予想 PER が 6 倍台、PBR が 0.4 倍台、配当利回りが 2% 台後半である。財務体質は改善され、配当性向にも余裕がある。低 PER、低 PBR、高配当利回りのバリューストックと呼べる。

1株当たり配当金(修正済)と配当性向



出所：会社資料より作成

ディスクレーマー（免責条項）

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・加工することは強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・譲渡することは強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