

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## 新晃工業

6458 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2020 年 11 月 17 日 (火)

執筆：客員アナリスト

宮田仁光

FISCO Ltd. Analyst **Kimiteru Miyata**



FISCO Ltd.

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

## 目次

■ 要約	01
1. 空調機器のトップメーカー	01
2. 施主・設計事務所からも頼りにされる存在	01
3. 「SIMA」プロジェクトなどの経営戦略で生産性向上を目指す	01
4. 中期的に業況は回復へ	02
■ 会社概要	03
1. 会社概要	03
2. 沿革	03
3. 事業領域と業界構造	05
■ 事業概要	08
1. 事業内容	08
2. 施設の特性に応じた省エネ・高効率の製品	09
3. 同社の強みと製品別シェア	11
4. 収益構造と他社比較	13
■ 経営戦略	14
1. 経営理念とビジョン	14
2. 経営戦略	15
■ 業績動向	16
1. 2021年3月期第1四半期の業績	16
2. 2021年3月期の業績見通し	18
3. 中期成長イメージ	19
■ 株主還元策	20
1. 配当方針	20
2. 株主優待制度	21
■ 情報セキュリティ	21

## ■ 要約

### コロナ禍の影響を脱し、中期的に利益を維持拡大へ

#### 1. 空調機器のトップメーカー

新晃工業<6458>は、大型オフィスビルなどのセントラル空調システム向けに、空調機器を製造販売している。主力製品は、空気調和機（AHU：Air Handling Unit）※1、ファンコイルユニット（FCU：Fan Coil Unit）※2、中型ビル向けの戦略商品であるヒートポンプAHUで、空調機器のトップメーカーとして高いシェアを誇っている。空調機器業界の需要動向は建設業界の動きに影響される。このため2021年3月期は、東京オリンピック・パラリンピック（以下、東京オリ・パラ）特需の踊り場に入ったところに、新型コロナウイルス感染症の拡大（以下、コロナ禍）が重なり、厳しいスタートとなった。しかし、首都圏における駅前再開発プロジェクトや大阪・関西万博、更新投資・メンテナンス投資も期待されており、中期的には業界環境の改善が期待されている。

※1 空気調和機（AHU：Air Handling Unit）：  
 フロア全体を空調する大型の空調機器。送風機や熱交換器（コイル）、フィルタ、加湿器などで構成

※2 ファンコイルユニット（FCU：Fan Coil Unit）：  
 各部屋を空調する小型の空調機器。送風機、熱交換器（コイル）、フィルタで構成。

#### 2. 施主・設計事務所からも頼りにされる存在

同社は、最先端の技術を取り入れた高効率の空調機器を豊富なラインアップで製造販売を行うだけでなく、施主・設計事務所の意向や建物・施設の特長、設置場所の事情に応じ、オーダーメイドでの提供も行っている。風量や熱処理量、清浄性、静音性など、求められる仕様が異なるため、同じ建物でも1台ごとに求められる仕様が異なる。このため、部材の調達や生産量を安定させることが難しいが、同社は建物の計画段階から設計を行うことができるため、情報を早期に獲得することで需要予測を可能にしている。さらに、これまで数多く製造・納入したオーダーメイド製品による現場経験の蓄積や、設計、製造、販売、メンテナンスを自社内で行ってきたことにより、メンテナンスや故障などのトラブルにおいて、迅速な対応ができることも同社の強みである。このため、施主・設計事務所からも頼りにされる最大の差別化要因になっている。

#### 3. 「SIMA」プロジェクトなどの経営戦略で生産性向上を目指す

現在の事業環境を考えると、ここ1～2年は厳しい環境が続くそうだが、しかし、持ち越し案件や駅前再開発プロジェクトの開始などもあり、先行きは単に厳しいだけというわけではない。このため同社は、子会社合併などによる生産性・品質の向上、紫外線で細菌やウイルスを除去する「健康空調」など技術深耕、海外事業の再構築、ダイキン工業<6367>との提携による新規領域への拡張など、経営戦略を策定して生産性と成長性の向上を図っている。この中で注目されるのが、生産性向上を目的とした「SIMA（SINKO Innovative Manufacturing of AHU）」プロジェクトである。同社は「SIMA」プロジェクトにより、強みの手厚いサービスの高効率化を進める考えである。今後ベテランの退社や人手不足が急速に進行することが予測されることから、社運をかけて数年以内で実現する意気込みである。

## 要約

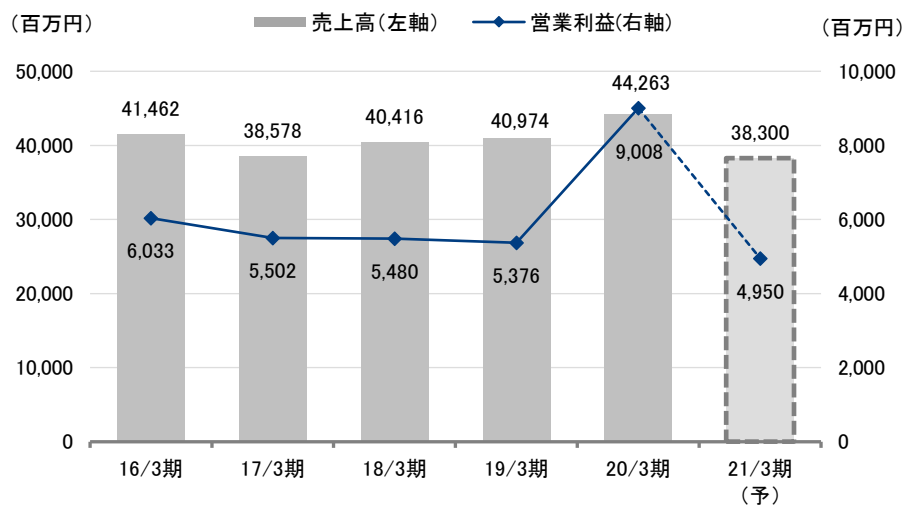
## 4. 中期的に業績は回復へ

2021年3月期第1四半期の業績は、売上高7,214百万円（前年同期比22.7%減）、営業利益660百万円（同54.6%減）となった。コロナ禍の影響などにより、空調機器の販売数量が減少したことが苦戦の要因である。一方で景況感に改善の兆しも見え、特にコロナ禍の影響は下期へ向けて少しずつ小さくなっていくと考えられている。このため同社は、2021年3月期通期の業績を売上高38,300百万円（前期比13.5%減）、営業利益4,950百万円（同45.1%減）と減少幅の縮小を見込んでいる。中期的に、国内の空調機器の需要はおおむね横ばいと言われている。海外は、東南アジアとインドはまだ回復の見込みが立たないが、中国が順調に回復しつつある。以上を考慮すると、「SIMA」プロジェクトなど経営戦略を着実に実行することで、シェアの拡大や新規領域への拡張、生産性の向上が図られ、同社の利益は中期的に維持拡大していくことが予想される。

## Key Points

- ・ 早期情報の獲得による需要予測や工事現場での柔軟かつ迅速な対応が強み
- ・ 「SIMA」プロジェクトにより手厚いサービスを高効率化する考え
- ・ 中期的に需要は回復基調での推移が予想され、利益を維持拡大へ

## 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### 空気調和機（AHU）、ファンコイルユニット（FCU）などの 空調機器を製造販売

#### 1. 会社概要

同社はセントラル空調の分野で、空調機器の製造販売、空調工事の請負施工、冷媒自然循環システムの設計・施工・保守管理などを行っている。主な営業品目は、AHU や FCU、セントラル空調と個別空調の特徴を兼ね備えたヒートポンプ AHU などである。なかでも AHU はユニット型・コンパクト型・ターミナル型のほか、省スペース型やデシカント空調機など品ぞろえが豊富な上、顧客の要望に沿って設計・製造することができ、トップシェアを誇っている。

### 業務用空調機器の製造販売で 70 年の歴史を誇る

#### 2. 沿革

同社は 1938 年、藤井徳義（ふじいのりよし）氏により暖房機器の輸入販売を目的に設立された。1949 年に第 2 次世界大戦で停止していた業務を再開、1950 年には業務用空調機器の製造販売に乗り出した。その後、1951 年には FCU、1957 年には AHU（今日の工場生産型）を日本で初めて開発し、日本の経済発展とともに、生産拠点の拡大やメンテナンス業務の取り込み、海外進出など順調に業容を拡大していった。最近では、子会社の新晃空調工業（株）と三井鉄工（株）を同社に合併することで事業の効率化を進める一方、空調大手のダイキン工業との資本業務提携によって業容の拡大も図っている。

**新晃工業** | 2020年11月17日(火)  
 6458 東証1部 | <https://www.sinko.co.jp/ir/>

## 会社概要

## 沿革

年月	内容
1938年	暖房機器の輸入販売を目的として新晃工業株式会社を設立。
1949年	冷暖房機器の販売により終戦後の業務活動を再開。
1950年 6月	業務用冷暖房機器の製造販売を目的として新晃工業株式会社を創業。
1951年 4月	わが国最初のクロスフィンコイル及びファンコイルユニットを完成し、製造販売を開始。
1957年 8月	空気調和機の製造販売を開始。
1965年 8月	東日本の生産拠点として神奈川県秦野市に新晃空調工業(株)(現新晃空調工業(株) 神奈川工場(連結子会社))を設立。
1971年 3月	大阪府寝屋川市に技術研究所を設置。
1976年 1月	新晃空調サービス(株)(現新晃アトモス(株)(連結子会社))を設立。
1976年12月	日本ビー・イー・シー(株)(連結子会社)を設立。
1981年 3月	西日本の生産拠点として岡山県津山市に岡山新晃工業(株)(現新晃空調工業本社・岡山工場(連結子会社))を設立。
1982年 4月	香港に SINKO AIR CONDITIONING(HONG KONG)LTD. を設立。
1985年 8月	大阪証券取引所市場第2部に上場。
1987年 5月	中国に上海新晃空調設備有限公司(現上海新晃空調設備股份有限公司(連結子会社))を設立。
1988年 7月	VC(ペーパークリスタル)事業による工事業への進出。
1992年 1月	台湾に TAIWAN SINKO KOGYO CO.,LTD. に資本参加。
1995年11月	上海新晃制冷機械有限公司(連結子会社)に資本参加。
1998年 1月	上海新晃空調設備有限公司が、ISO9002(現ISO9001)認証を取得。
1998年 3月	同社、新晃空調工業、岡山新晃工業が、共同でISO9001認証を取得。
2003年12月	タイに SINKO SALES(THAILAND)CO.,LTD.(現 SINKO AIR CONDITIONING(THAILAND)CO.,LTD.)を設立。
2005年10月	上海新晃空調設備有限公司は組織変更に伴い、上海新晃空調設備股份有限公司に商号変更。
2006年 1月	同社、新晃空調工業、岡山新晃工業が、共同でISO14001認証を取得(2006年4月技術本部を認証範囲に拡大)。
2009年 3月	岡山新晃工業は、新晃空調工業を吸収合併(現新晃工業神奈川工場・岡山工場)。
2009年 7月	研究開発及び技術情報の発信の拠点として、神奈川県秦野市に SINKO テクニカルセンターを新設。
2012年12月	大阪証券取引所市場第1部銘柄に指定。
2013年 4月	千代田ビル管財(株)(連結子会社)の全株式を取得し、子会社化。
2013年 7月	東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場統合に伴い、東京証券取引所市場第1部に上場。
2015年 6月	三井鉄工(株)の全株を取得し、グループ会社化。
2017年 5月	ダイキン工業(株)と資本業務提携契約締結。
2020年 4月	寝屋川市にショールーム「SHIKO AIR DESIGN STUDIO」をオープン。
2020年 4月	新晃空調工業、三井鉄工を吸収合併。

出所：ホームページ、有価証券報告書等よりフィスコ作成

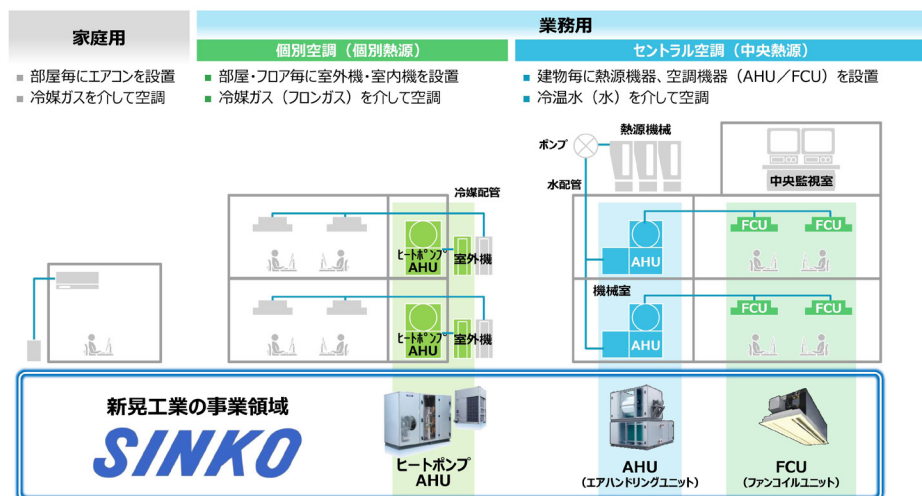
## エネルギー効率に優れ、環境に優しいセントラル空調システム

### 3. 事業領域と業界構造

#### (1) 同社の事業領域

同社は空調機器の業界に属する。そして空調機器はまず家庭用と業務用に分類される。家庭用空調機器は部屋ごとに設置され冷媒ガスを介して空調するが、TVCMで見かける民生電機メーカー大手の製品が多い。業務用はさらに個別空調とセントラル空調に分けられる。個別空調は、空調を必要とする部屋（スペース）ごとに室外機・室内機を設置する方式で、フロンガスなどを冷媒として使用するが、設計・施工が容易で機械室を小さくできる。主に延床面積 20,000㎡以下の中小規模の建物で採用され、空調機器のシステムはルームエアコンやパッケージエアコン、ビル用マルチエアコンなど汎用品で構成される。建物を一体のシステムと捉えるセントラル空調は、熱源機器（一次側空調システム）と空調機器（二次側空調システム）を組み合わせ、集中して管理・コントロール（計装システム）する方式である。1ヶ所に集中して設置された熱源機器から冷温水（水）を循環させて空調するため中央式空調とも呼ばれ、延床面積 20,000㎡以上の大規模な建物に利用されることが多い。こうした業界で、同社はセントラル空調の二次側空調システムを主要な事業領域としている。

空調システムの分類と同社の事業領域



※色付けされた部分が同社の事業領域。

出所：同社提供資料より掲載

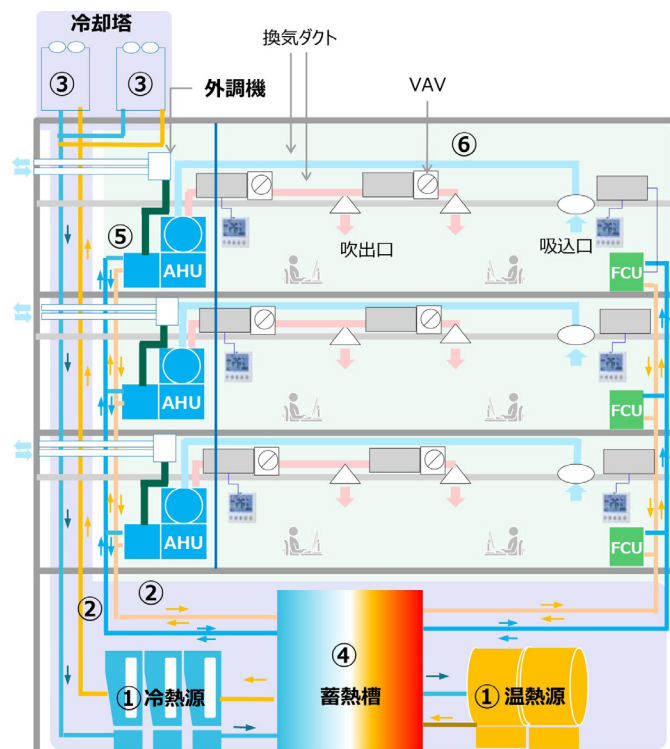
## 会社概要

## (2) セントラル空調の仕組みとメリット

セントラル空調は、一次側で熱を造り、二次側で熱を使うという仕組みになっている。具体的には、一次側で1) 熱源機器で冷熱/温熱を生成、2) 冷熱/温熱は水を媒体にポンプで搬送し空調に使用、冷熱生成時に発生した排熱は3) 冷却塔から外気に放出、4) 蓄熱槽に熱を蓄えて熱の生成と消費の時間をずらすこともできる。そして、二次側で5) 配管を通して運ばれた冷水/温水を空調機器に供給、6) ファンで風を発生させて室内を空調する。ちなみに、一次側の機器はチラー・ターボ冷凍機・ボイラなど熱源機器、二次側はAHUやFCUなど空調機器、その他に冷却塔・ポンプなど熱源補助やダクト系、配管系で構成される。また、一次側、二次側の空調システムのほかに計装というシステムがあり、制御システムや各種コントローラなどにより空調システム全体を1ヶ所から監視・コントロールする。

セントラル空調のメリットはいくつもある。1) 熱搬送にフロンガスなど冷媒ガスでなく「水」を使用しているため環境にやさしい、2) 世界的に主流の空調方式である、3) 冷媒ガスにはできない精密な温度・湿度制御、4) 熱源をまとめて大型化するため高効率の運転が可能、5) オーダーメイド技術は必要だが設置・設計の自由度が高い、6) 機器をまとめて設置するためメンテナンス性がよい、などである。このようにセントラル空調は、正しく設計・運用すればエネルギー効率に優れ、環境にも優しいシステムとすることができる。このため病院や工場など高い空調品質を要求される施設で多数採用されている。

## セントラル空調の仕組み



出所：同社提供資料より掲載



## 会社概要

## (3) セントラル空調の業界構造と業界環境

セントラル空調という視点から見た業界のプレイヤーは、施主、設計事務所、ゼネコン、サブコン、空調関連メーカー（一次側・二次側・計装）である。大きな建物を建築する際、建築される建物が様々であるのに対し、空調機器もそれにオーダーメイドで合わせなければならず、最初から設計に組み込まれる必要がある。このため、空調機器関連メーカーはゼネコンより早期に施主・設計事務所と直接的な関わりを持つ。しかし、発注の流れは施主→ゼネコン（建築会社）→サブコン（設備会社）→空調関連メーカーとなっていることから、商流上の契約先はサブコンという形になり、設計段階での関わりが機器採用に直結しないこともある。また、建設業界の需要変動の影響を受けやすい点、空調機器も建設業界同様に国内市場が成熟している点が悩ましい。そのような空調機器関連の市場で同社のライバルになるのが、クボタ空調（株）、ダイキン工業、木村工機<6231>、暖冷工業（株）などである。このような業界構造があるため、各社は各様の特徴を持って生き残ってきた。同社の特徴は後に詳述するが、空調機器関連企業の中でトップメーカーというポジションを誇る。

空調機器の業界環境は、東京オリ・パラを見据えた建設工事の活況から2019年までは好調であった。しかし、2020年に入ってピークを過ぎたところにコロナ禍が重なり、足元はやや軟調となっている。確かにコロナ禍が工期を遅らせ、設備投資意欲を萎えさせる可能性はある。しかし、首都圏を中心に多くの駅前再開発プロジェクトが計画され（一部既に進行）、大阪・関西万博や更新投資、メンテナンス投資も期待できる。大きく伸びる環境にはないが、大きく落ちる要素もない。このため一時的に環境が悪化したとしても、最悪期は長く続かないと考えられる。むしろ空調機器の業界の課題は、人手不足による作業量のボトルネックや少子高齢化によるノウハウの伝承にあると思われる。次項以降でそうした業界の中で、同社の事業内容と強みを具体的に見ていくことにする。

## セントラル空調の業界構造



出所：同社提供資料より掲載

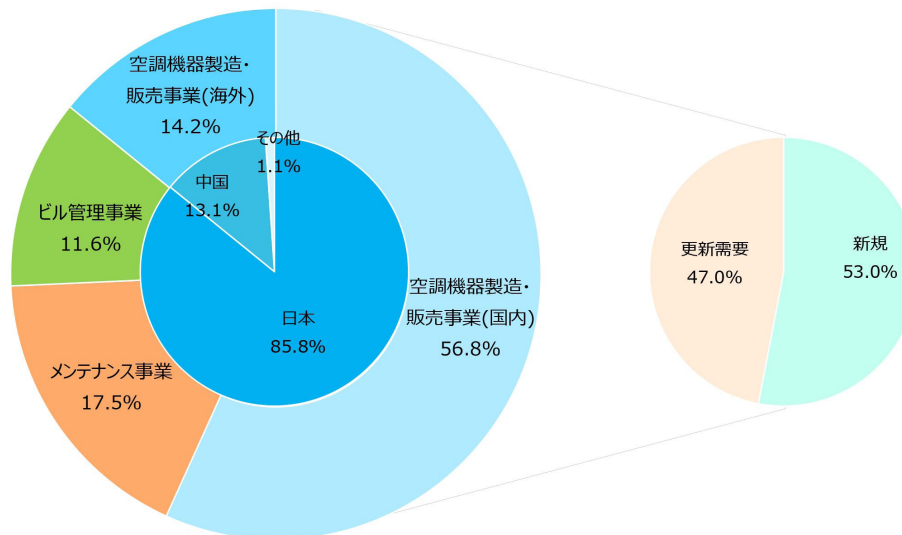
## ■ 事業概要

### 国内外で空調機器の製造販売事業を展開

#### 1. 事業内容

同社の事業は、国内外別、製品別、需要別で見ることができる。2019年3月期の国内外別構成比では、日本が87.1%、中国が11.0%、その他アジアが1.6%になっている。製品別構成比では、国内の空調機器製造・販売事業が55.4%、メンテナンス事業が18.5%、ビル管理事業が13.3%、海外の空調機器製造・販売事業が12.8%となっている。需要別構成比として、新規需要が58.8%、更新需要が41.2%である。グループ会社別では、国内の事業は、主力の同社が空調機器等の製造販売、日本ビー・イー・シー(株)が空調機器関連製品等販売、新晃アトモス(株)と新晃空調サービス(株)がメンテナンス、千代田ビル管材(株)がビル管理及びメンテナンスを行っている。海外では、上海新晃空調設備股份有限公司、Taiwan SINKO Kogyo Co.,Ltd., SINKO Air Conditioning (Thailand) Co.,Ltd. がそれぞれの地域で空調機器等の製造を、SINKO Air Conditioning (H.K.) Limited を加えた4社が販売を展開している。同社を特徴付けているのは、当然ながら国内における空調機器の製造販売事業である。

国内外別・製品別・需要別構成比 (連結：2020年3月期 442億円)



出所：同社提供資料より掲載

## 最先端技術を取り入れた豊富なラインアップ

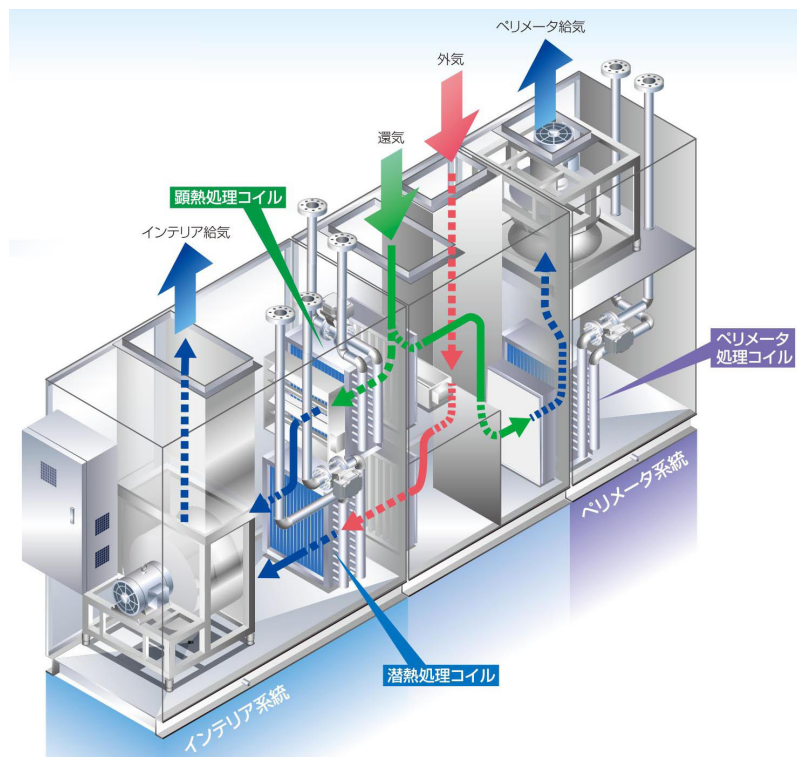
### 2. 施設の特徴に応じた省エネ・高効率の製品

同社は、最先端の技術を取り入れた、省エネ、省スペース、省メンテナンス、高効率化を追求した空調機器を提供してきた。しかしそれだけでなく、豊富なラインアップから、施主・設計事務所の意向や施設の特徴、設置場所の事情に応じ、風量や熱処理量、清浄性、静音性など、求められる仕様にオーダーメイド化して提供することができる。

主力のAHUは、室内からの還気※と同時に外気を取り込み、それらを浄化した後に熱処理を行って各室へ向けて給気する機器である。一般に送風機・熱交換機・加湿器・エアフィルタなどをケーシングに収めたユニット構造をしており、専用の機械室などに置かれる。同社は、プラグファンの大幅な高効率化を実現した標準型空調機、空調性能をコンパクトなボディに集約したコンパクト型空調機、機械室を必要としないターミナル型空調機など豊富なラインアップを用意している。貸室床面積を重視するオフィスビルでは、高機能的かつ設置面積を抑えた空調機器が求められる。同社が展開する2系統のAHUを1台に集約した「LSツインエアハン」は、顕熱（温度）と潜熱（湿度）を別々に処理することでオーダーメイドならではの省エネ・省スペースを実現する。

※ 還気とは、室内の空気を循環使用するためダクトを通して空調機器の吸い込み側に返ってくる空気のこと。

#### LS ツインエアハン



出所：同社提供資料より掲載

## 事業概要

FCUは熱交換器（コイル）・ファンモータユニット・エアフィルタで構成され、室内還気の温度調整を行う。特に個別に仕切られた会議室や外気温度の影響を受けやすい窓側など、AHUだけでは難しいエリアの温度制御を行っている。FCUには1台の熱交換用のコイルに必要なに応じて冷水と温水を切り替えて供給して温度調整をする2管式と、2台の熱交換用コイルに冷水と温水を別々に供給して温度調整する4管式がある。4管式は個々の機器で自由な温度設定ができ、セントラル空調でありながら個別に冷暖房の選択が可能となる。このほかFCUでも豊富なラインアップを誇る。ヒートポンプAHUは個別空調に属すが、外気の取り入れや加湿・清浄などセントラル空調の空調品質と、熱源の分散という個別空調の利便性を兼ね備えた空調機器である。セントラル空調と個別空調の間にある中小規模のオフィスビルや商業施設、病院などを狙った戦略製品である。同社はヒートポンプAHUのシステム全体を自社で設計・製造することができ、従来機器を刷新した「ヒートポンプ空調機Ⅱ」は高機能性と利便性という2つの特徴を併せ持っている。

FCU  
 カセット型（省エネモータ搭載）



ヒートポンプAHU  
 ヒートポンプ空調機Ⅱ

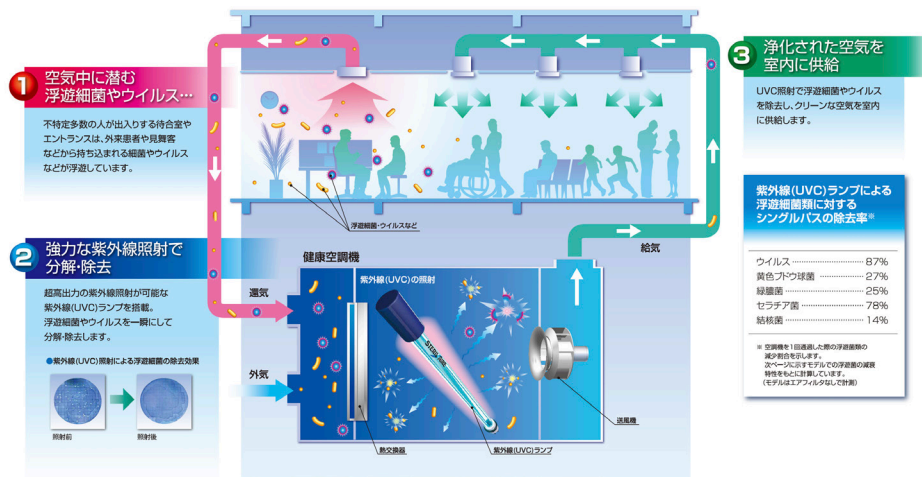


出所：ホームページ、同社「ヒートポンプ空調機Ⅱ」リーフレットより掲載

同社はその他にも各種空調関連機器を製造販売しているが、コロナ禍以前から「健康空調」という考え方を提唱している。コロナ禍で再認識されたことだが、細菌やウイルスは安全を徹底していても、どこからか施設内に持ち込まれてしまう。同社の「健康空調」は、空気中に潜む細菌やウイルスを強力な紫外線照射で分解・除去し、クリーンな空気を再供給するシステムである。オフィスや工場のほか、医療福祉施設や公共施設、文教施設など外部から大勢の人が集まる場所に最適で、また、そうした施設の付加価値を上げることもできるため、最近では注目が増している製品だ。

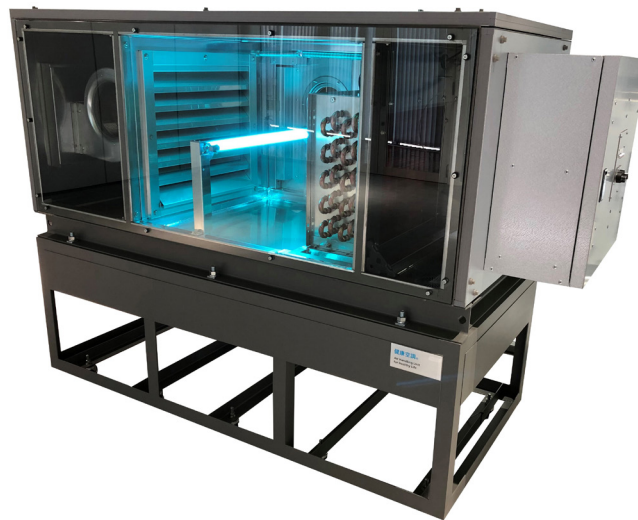
事業概要

「健康空調」の仕組み



出所：同社「健康空調」リーフレットより掲載

「健康空調」



出所：同社提供画像より掲載

リーディングカンパニーとしての情報量や高精度な需要予測が強み

3. 同社の強みと製品別シェア

同社は、二次側空調機器という、ある意味ニッチな市場を深掘りすることでリーディングカンパニーとなった。そうしたポジションを得ることができた背景には、設備工事という独特の世界で生き抜き培われた同社の強みがある。セントラル空調は、前述したように、建物に求められる仕様が様々でオーダーメイドの設計が求められる。その上、工事現場では柔軟な納期変更、迅速な不具合対応など非常に厳しい対応を迫られる。これらは一朝一夕に構築できるスキルではなく、一定の参入障壁（過去に大手メーカーが撤退した要因）になっている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

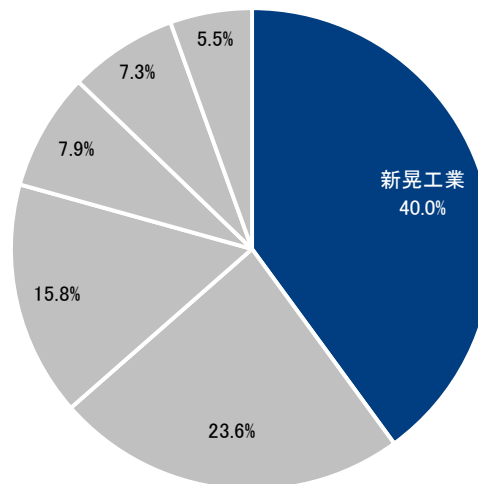
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## 事業概要

通常、建物の空調機器のオーダーメイドは、同じ建物でも1台ごとに求められる仕様・能力・サイズが異なるため、部材の調達や生産量を安定させることが難しい。しかし同社は、建物の計画段階から設計を行うことができるため、情報を早期に獲得し需要予測を可能にしている。また、生産量を安定させるために、更新案件や小口案件も取り込んでいる。さらにメンテナンスや故障などのトラブルにおいて、迅速な対応ができることも同社の強みである。これまで数多く製造・納入したオーダーメイド製品による現場経験の蓄積や、設計、製造、販売、メンテナンスを自社内で行ってきたことが、初動・原因究明から部品製造、メンテナンス・修理までの一連の動きを迅速にしている。工事現場では柔軟な納期変更、迅速なトラブル対応などの厳しい要求をクリアするためのノウハウも同社は有しており、施主・設計事務所からも厚い信頼を寄せられている。

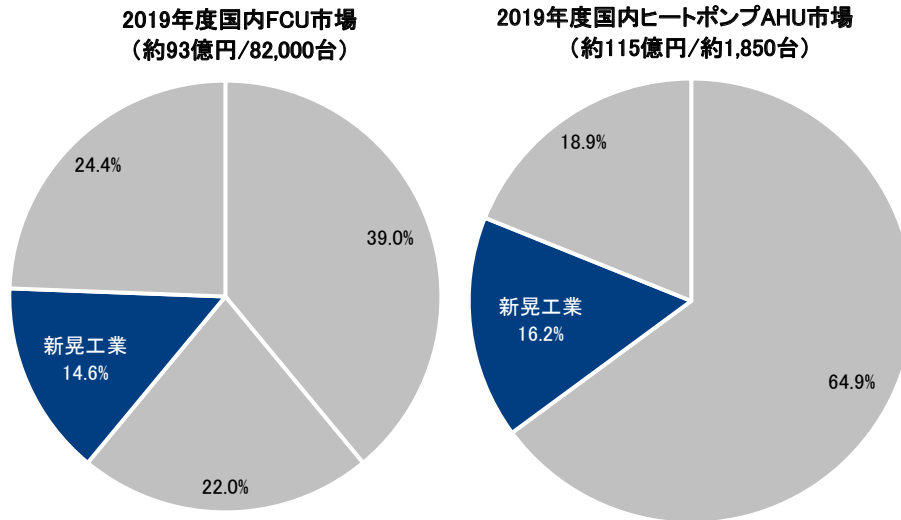
以上から、同社はAHUで40%、FCUで15%、1位を追いかけるヒートポンプAHUでも16%と高いシェアを誇り、施主・設計事務所の同社に対する信頼はますます厚くなっている。この結果、新国立競技場などオリ・パラ関連大型施設に幅広く空調機器を設置したほか、あべのハルカス、スーパーコンピュータ「京」(理化学研究所)、ナゴヤドーム、トヨタ自動車<7203>本社工場、東京スカイツリー、東京国際空港、東京駅、東京都庁から吹上御所、正倉院東宝庫、法隆寺大宝藏院まで、全国の有名施設にも納入している。海外でも、上海タワー、ザ・ペニンシュラ香港、マンダリンオリエンタル バンコック、マリーナベイサンズ、ラッフルズホテルなど、快適性が求められる国際的な有名ホテルを中心に納入が多くなっている。

**2019年度国内AHU市場**  
**(約500億円/16,500台)**



出所：同社提供資料よりフィスコ作成

## 事業概要



出所：同社提供資料よりフィスコ作成

## 今後は新規分野の取り込みや事業の効率化も重要

### 4. 収益構造と他社比較

同業他社と ROE（自己資本当期利益率）の直近 2 期の数値を比較すると、空調全域を事業領域とし、企業規模が圧倒的に大きいダイキン工業が 13.6%（19/3 期）、11.7%（20/3 期）であるに対し、空調機器専門メーカーの同社が 10.1%（19/3 期）、13.5%（20/3 期）と均衡している。ROE は、ダイキン工業と 2 次側空調機器メーカーが 2 桁と総じて高いが、1 次側熱源メーカーは 1 桁と低い。1 次側の ROE が低いのは当期利益率の低さによるが、レバレッジもやや高くなっている。2 次側の ROE が高いのは当期利益率の高さによるが、なかでも同社の当期利益率は 10.1%（19/3 期）、13.5%（20/3 期）と安定して 10% 台と特に高くなっている。逆に言えば、同社の総資産回転率は 0.66 回転（19/3 期）、0.68 回転（20/3 期）、レバレッジは 1.52 倍（19/3 期）、1.47 倍（20/3 期）であり、同業他社に比べて低いとすることができる。ROE をさらに高くするには、自己資本の使い方工夫が必要と考えられる。自己資本の使い方としては、資本政策以外では、国内市場が成熟していることを考えると、現在進めている海外やヒートポンプ AHU など新規分野への投資による事業領域の拡張が有効と考えられる。加えて、後述する経営戦略のターゲットにもなっているが、既存事業の効率化へ向けた投資も重要と考えられる。

## 事業概要

## 空調機器メーカーのROE（自己資本当期利益率）比較

銘柄	期	ROE	当期利益率	総資産回転率	レバレッジ	主要な分野	特徴
新晃工業 <6458>	20/3期	13.5%	13.5%	0.68回転	1.47倍	2次側	・大型建築全方向向けに空調機器特化 ・省エネ・除菌など技術開発に注力
	19/3期	10.1%	10.1%	0.66回転	1.52倍		
川重冷熱工業 <6414>	20/3期	4.3%	1.4%	1.17回転	2.59倍	1次側	・ビル用空調機や工場用ボイラが主力
	19/3期	7.4%	2.3%	1.16回転	2.75倍		
木村工機 <6231>	20/3期	27.3%	10.6%	1.12回転	2.29倍	2次側	・工業用が売上高の外大半を占める ・ヒートポンプAHU主力
	19/3期	30.8%	9.2%	1.24回転	2.69倍		
協立エアテック <5997>	19/12期	10.6%	5.9%	0.93回転	1.95倍	2次側	・ビル用のダンパー、吹出口/吸込口 ・住宅向けの空調・防災機器
	18/12期	11.1%	6.2%	0.91回転	1.98倍		
昭和鉄工 <5953>	20/3期	0.5%	0.2%	0.81回転	3.24倍	1次側	・ボイラ、熱処理炉の製造販売 ・2次側や業務用給湯器も
	19/3期	5.4%	2.1%	0.81回転	3.19倍		
ダイキン工業 <6367>	20/3期	11.7%	6.7%	0.95回転	1.85倍	個別・セントラル全般	・空調の世界的リーディングカンパニー ・業務用、家庭用ともに強い
	19/3期	13.6%	7.6%	0.96回転	1.87倍		

注1：比較しやすくするため、資産項目は前期末と前々期末の単純平均を使用。

注2：木村工機は上場したばかりということもあり、回転率やレバレッジなどの財務数値が高めに出ている。

出所：各社決算短信及び各社公開資料よりフィスコ作成

## 経営戦略

### 厳しい環境に一段の高みを目指す

#### 1. 経営理念とビジョン

同社は、「豊かな創造力と誇れる品質」を経営理念とし、その実現に向け、顧客を始め社会や社員に対し「信頼と満足」を普遍的に提供するというビジョンを持ち、「快適環境の創造」という事業領域において「空調機器のトップメーカー」であるという戦略スタンスを取っている。実際に同社はこうした経営理念やビジョンを貫いてきた。しかし、東京オリ・パラ向け需要がピークを越えたところにコロナ禍の影響で、事業環境は現状では踊り場に入っている。そのような環境だからこそ、将来の課題を前もって解消しておくことが、一段の高みを目指すために重要になると考えられる。例えば、現在は強みである質量とともに豊富な人材が、デジタル化の急速な進展により突然弱みに転じてしまうことがあるかもしれない。そのような事態に備え、運営の高効率化を図ることができれば、将来、より高い収益性と成長性を確保することができると考えられる。



## シェア拡大、新規領域の拡張、生産性向上を図る

### 2. 経営戦略

現在の事業環境を考えると、やはりここ 1～2 年は厳しい環境が続くそうだが、しかし、東京オリ・パラ特需によるボトルネックで持ち越し案件が増加していること、駅前再開プロジェクトが首都圏を中心にいくつか始動していること、大阪・関西万博、リニア中央新幹線など将来へ向けた大型案件が控えていること、市場を退出した大手メーカー分を含め更新需要が増加する見込みであることから、先行きが単に厳しいだけというわけではない。このため同社は、以下のように、SIMA プロジェクト、技術深耕、ダイキン工業との提携、海外事業の再構築といった経営戦略を通じてビジネスチャンスを捕捉し、シェアの拡大や新規領域への拡張、生産性の向上を図る方針である。

2020 年 4 月、グループ内で開発・設計・販売の中心となっている同社が、連結子会社で設計・製造（2 工場）を担う新晃空調工業と部品製造を担う三井鉄工を合併した。合併を機に、積算・購買や設計、品質保証の機能統合、業務フローの見直しを通して製販の企業文化を融合させ、経営戦略を加速させる狙いである。

## 「SIMA」プロジェクトにより手厚いサービスを高効率化する考え

### (1) SIMA プロジェクト

生産性向上へ向けた戦略の中で最重要なのが、個別受注生産方式の次世代化である。デジタル化は強みを突然弱みに変えてしまう可能性がある。逆に言えば、デジタル化を積極的に導入すれば強みをさらに強化することができる。それが個別受注生産方式の次世代化 = SIMA プロジェクトで、オーダーメイドの上、手厚いサービスを可能にしてきた人海戦術を脱し、将来も高い生産性と成長性を確保していこうという考え方である。具体的には、BOM（Bills of Materials：部品表）化や 3DCAD 化により、空調機の設計から積算、製造までをデジタル化・自動化していく。さらに、積算のベテランが何日もかけて 1 から工数を積み上げて計算してきた製造コストも、過去約 3 万台の製品仕様情報と工数を自動学習した AI が、ほぼ全製品にわたってベテラン並みの精度で瞬時に予測できるようになると想定されている。これにより、将来的には顧客の要望やそれに伴う仕様要件を入力するだけで、納期確認、設計・製造、カスタマイズに必要な手配まで行えるようになる。生き残るために非常に重要な戦略であることから、同社は自社で AI 技術者を育成、AI のシステムも自社で開発した。今後ベテランの退社や人手不足が急速に進むと見込まれるため、社運をかけて数年内で実現する意気込みである。また、SIMA プロジェクトによるデジタル工場構想の実現に向けた新工場の建設計画もあり、一層の生産能力の増強・効率化を図るとしている。

### (2) 技術深耕

同社は 2019 年 7 月に AHU の主要構成部品で新製品を発表した。高伝熱効率のコイル開発によりコイル列数やフィン枚数を削減して原材料や加工工数を圧縮したコンパクト型 AHU 用熱交換コイル（WTS 型）と、流体シミュレーション（CFD）を活用して送風機の各部材を最適設定したコンパクト型 AHU 用プラグファン（PS 型）の 2 機種で、高効率化による省エネをターゲットにした開発で、今後も省エネを中心とした新製品の開発に注力する方針である。また、前述した細菌・ウイルス対策となる「健康空調」では、医療福祉施設などから営業の範囲を拡張して新たなニーズを確保する考えである。

### (3) ダイキン工業との提携

2017 年 5 月にライバルでもあるダイキン工業と提携した。ダイキン工業は空調業界の巨人で AHU の製造販売もしているが、オーダーメイドへの対応があまり進んでいない。このため、ダイキン工業は同社の AHU で補完していく考えのようだ。一方同社は、ダイキン工業が強みを持ち、同社が伸ばしたいと考えているヒートポンプ AHU の分野で、共同開発などを進めていく考えである。同社にとって成長領域である、中小規模のオフィスビルなどの案件を増やす原動力になることが期待される。

### (4) 海外事業の再構築

中国・アジアの建設市場は日本のようなレイヤーがなく、施主の意向が強く反映する水平分業方式である。また、施主から早い納期と安い価格を求められることが多いため、定型の汎用製品へのニーズが強く、高品質やオーダーメイドを強みとする同社にとって差別化し難い市場と言える。しかし近年、中国において、大型の商業施設や精密な温度・湿度制御が必要な半導体や製薬工場を中心に、高品質・高技術の製品が採用されるようになってきた。このため同社は、合併先企業を通じて設計段階から入り込み高機能の AHU を訴求することで、価格競争を回避しながら利益を確保していく方針である。併せて、受注採算重視への意識改革や生産性向上による原価削減も進めている。

## 業績動向

### コロナ禍と東京オリ・パラ特需の踊り場というダブルパンチも、中国の施策が奏功

#### 1. 2021 年 3 月期第 1 四半期の業績

2021 年 3 月期第 1 四半期の業績は、売上高 7,214 百万円（前年同期比 22.7% 減）、営業利益 660 百万円（同 54.6% 減）、経常利益 815 百万円（同 49.6% 減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 775 百万円（同 32.3% 減）となった。第 1 四半期はコロナ禍に伴う緊急事態宣言の発令により社会経済活動が停滞し、企業収益が急速に減少する厳しい状況であった。空調機器の業界においては加えて、東京オリ・パラに伴う需要の踊り場を迎えたことから、空調機器の全国出荷台数が減少するなど厳しい事業環境となった。

**新晃工業** | 2020年11月17日(火)  
 6458 東証1部 | <https://www.sinko.co.jp/ir/>

業績動向

2021年3月期第1四半期業績

(単位：百万円)

	20/3期1Q		21/3期1Q		前年同期比
	実績	売上比	実績	売上比	
売上高	9,334	100.0%	7,214	100.0%	-22.7%
売上総利益	3,538	37.9%	2,713	37.6%	-23.3%
販管費	2,083	22.3%	2,053	28.5%	-1.4%
営業利益	1,455	15.6%	660	9.1%	-54.6%
経常利益	1,616	17.3%	815	11.3%	-49.6%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	1,145	12.3%	775	10.7%	-32.3%

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社は、新晃空調工業と三井鉄工の同社への合併、及び「SIMA」プロジェクトの推進により生産性の向上を図り、またコロナ禍を受けて「健康空調」の営業展開を強化した。しかし、業界の動向に漏れず、同社の空調機器の出荷台数も減少した。売上総利益率は、人手不足で人件費単価が上昇したが、選別受注や派遣などコストコントロールによって横ばい圏を確保した。一方販管費は、業態特性上固定費的な側面が強いことから大きく減じることができず、営業利益は前年同期比で半減となった。

セグメント別では、日本は、東京オリ・パラに伴う再開発や都市圏の大型案件への納入が一段落したことに加え、コロナ禍による建築現場の閉鎖の影響が重なったこと、空調工事を中心とした戦略受注の効果はあったものの空調機器の国内需要が減少したことから、売上高は6,611百万円（前年同期比24.4%減）、セグメント利益（営業利益）は821百万円（同53.1%減）となった。アジアでは、主力の中国が米中貿易摩擦の長期化で事業環境は厳しかったものの、コロナ禍の影響からいち早く持ち直してきた。そのような状況の中、採算重視の販売戦略に切り替え原価管理を強化したことが奏功し、売上高は609百万円（同3.0%増）、セグメント損失（営業損失）は170百万円（同138百万円改善）となった。

2021年3月期第1四半期セグメント別業績動向

(単位：百万円)

	20/3期1Q		21/3期1Q		前年同期比
	実績	売上比	実績	売上比	
売上高					
日本	8,751	93.7%	6,611	91.6%	-24.4%
アジア	591	6.3%	609	8.4%	3.0%
セグメント利益					
日本	1,753	20.0%	821	12.4%	-53.1%
アジア	-308	-52.1%	-170	-27.9%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 実は評価できる 2021年3月期業績見通し

### 2. 2021年3月期の業績見通し

同社は、2021年3月期の業績を売上高 38,300 百万円(前期比 13.5% 減)、営業利益 4,950 百万円(同 45.1% 減)、経常利益 5,250 百万円(同 44.9% 減)、親会社株主に帰属する当期純利益 3,700 百万円(同 38.3% 減)と見込んでいる。第2四半期以降も東京オリ・パラに伴う需要の踊り場にあること、引き続きコロナ禍の影響があることから、厳しい事業環境が予測されている。しかしながら、中期的に需要の回復が予測され、特にコロナ禍の影響は少しずつ限定的になっていくものと思われ、最悪期は脱しつつあるようだ。

### 2021年3月期業績見通し

(単位：百万円)

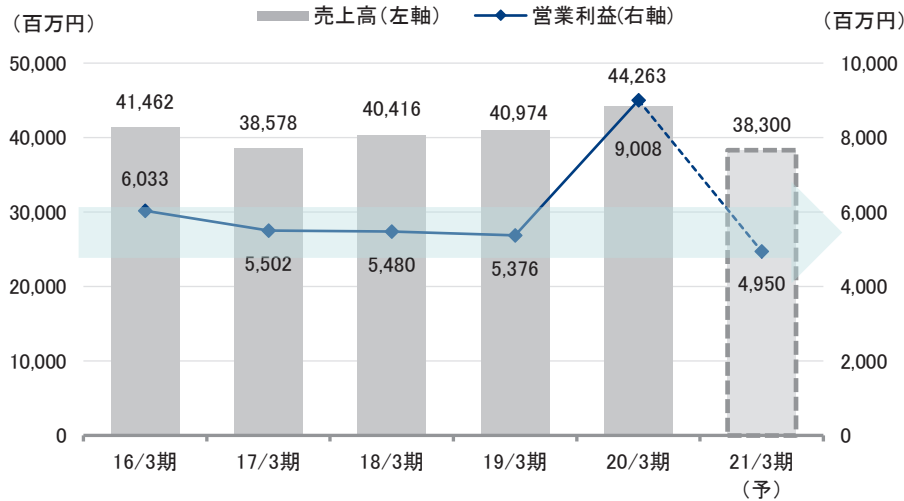
	20/3 期		21/3 期予想		
	通期実績	売上比	通期予想	売上比	前期比
売上高	44,263	100.0%	38,300	100.0%	-13.5%
営業利益	9,008	20.4%	4,950	12.9%	-45.1%
経常利益	9,526	21.5%	5,250	13.7%	-44.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	5,996	13.5%	3,700	9.7%	-38.3%

出所：決算短信よりフィスコ作成

第1四半期の業績は厳しかったが、多くの案件で工事の延期などが生じたことも要因といえる。このため、上期から下期への期ずれ、2022年3月期以降への期ずれが相当数あると想定されることから、2021年3月期通期の売上高は減収予想ではあるものの、減収幅は縮小していく見込みである。固定費的な販管費は短期的に削減が難しいが、売上総利益率については、製造原価をコントロールし販売価格を維持することで下がらないよう努力する方針である。この結果、2021年3月期の営業利益も第1四半期より減益幅が縮小する見込みになるが、前期比 45.1% 減と大幅減益に変わらない。しかしこれは、2020年3月期の営業利益が東京オリ・パラ特需で突出したことが要因で、減益幅が大きく見えるだけである。実態としては、2021年3月期の営業利益は2016年3月期(6,033百万円) - 2019年3月期(5,376百万円)のトレンドラインの中にあり、案件数のピークアウトにコロナ禍が重なった割に評価できる利益水準と言えるだろう。

## 業績動向

## 業績推移(再掲載)



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 中期的に利益を維持拡大する予想

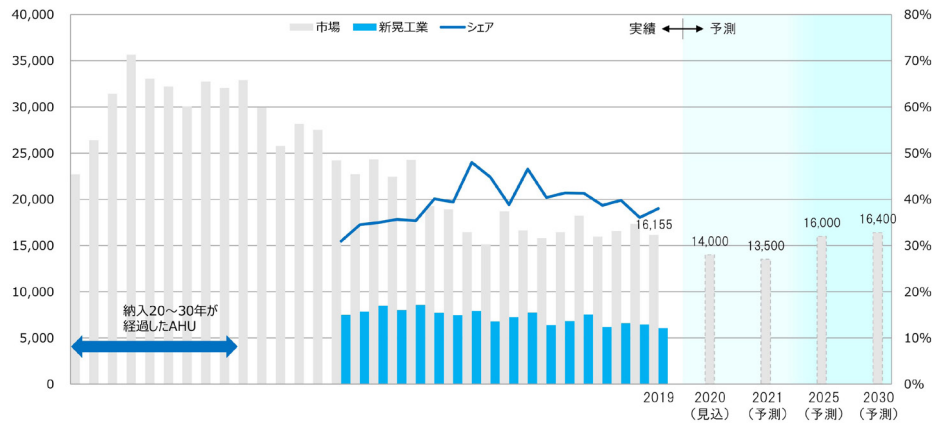
### 3. 中期成長イメージ

同社は、縮小している国内市場が2023年3月期には持ち直すと考えている。一方で、コロナ禍の影響により再び経済全体が低迷するリスクもあり、その後は中長期的に建設市場の低迷に備える必要があるという認識も持っている。また、労務費・人件費の上昇、各種投資による減価償却負担などコストは増加傾向にある。したがって、利益を確保するためには筋肉質な体制に転換することが急務と考えられ、「SIMA」プロジェクトを着実に前進させる意向である。

これまで述べてきたように、東京オリ・パラ特需を背景とした持ち越し案件、コロナ禍による期ずれ案件、首都圏を中心とした駅前再開発プロジェクト、大阪・関西万博、リニア中央新幹線など将来の大型案件、更新需要の増加などから、先行きリスクばかりというわけではない。また、2021年3月期、2022年3月期は先行き不安から一部で投資意欲の減退が見られるなどの理由から市場は縮小する見込みであるが、全国主要都市には数年前から計画されている大規模開発案件が一定数存在するため、中期的には需要は回復基調での推移が予想される。海外は、東南アジアとインドは高級ホテルをターゲットにしたFCU販売が見込みの立たない状況だが、中国はコロナ禍を乗り越え巡航速度に回復しつつある。以上を考慮すると、「SIMA」プロジェクトなどの経営戦略を着実に実行することができれば、シェアの拡大や新規領域への拡張、生産性の向上によって中期的に利益を維持拡大していくことは可能と考えられる。

## 業績動向

## AHU 国内市場の中期展望



出所：同社提供資料より掲載

## 株主還元策

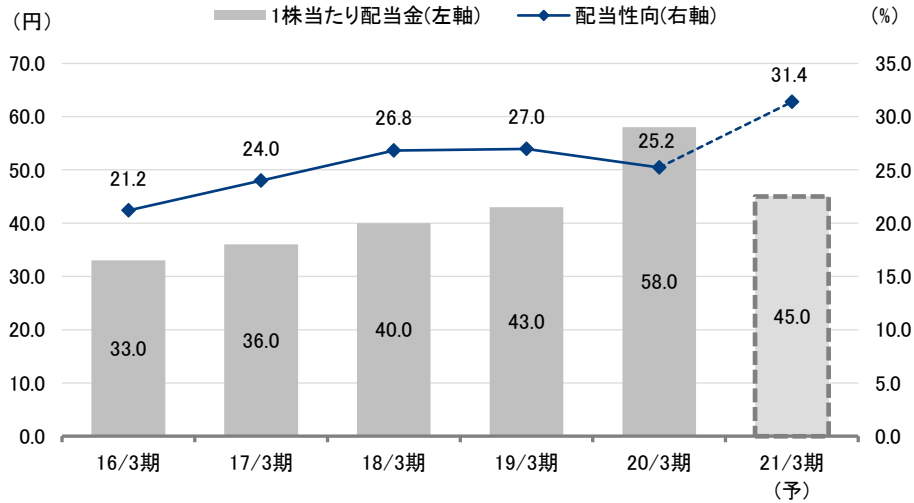
### 2021年3月期は1株45円を配当する見通し

#### 1. 配当方針

配当については、財務体質の強化及び業容拡充を図る一方、株主に対しては業績動向を勘案しつつ積極的な利益還元を行っていく方針である。また、内部留保金については、長期的な視野に立ち、経営体質の強化並びに将来の事業展開に活用していく方針である。同社の剰余金の配当は、中間配当及び期末配当の年2回を基本的な方針としている。こうした方針のもと、2020年3月期の1株当たり配当金は、創立70周年を迎えて株主に感謝の意を表すため記念配当10円を加え年間58円（中間配当金20円、期末配当金38円）とした。2021年3月期については、1株当たり配当金は45円（中間配当金20円、期末配当金25円）とする予定である。

## 株主還元策

## 1株当たり配当金と配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 保有株式数と保有期間に応じて株主優待を実施

### 2. 株主優待制度

同社は株主による支援への感謝として株主優待制度を設けており、毎年3月31日現在の1単元(100株)以上を保有する株主に対し、保有株式数と保有期間に応じた優待品を贈呈している。内容は、保有期間1年未満の株主に対しては図書カード1,000円分、保有期間1年以上の株主に対しては同社オリジナルの「ご優待カタログギフト」から、100株以上1,000株未満を保有する株主には3,000円相当、1,000株以上を保有する株主には5,000円相当の優待品を贈呈している。

## ■ 情報セキュリティ

### 情報セキュリティ管理室を設置

同社は、事業活動を通して、顧客や取引先の営業上・技術上の機密情報を有することがある。このため、情報セキュリティ管理室を設置し、これら情報の取扱いに関する規程類の整備や従業員への周知徹底を図るなど、情報セキュリティを強化している。

#### 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。

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、配布等することは堅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