

19/3 期は中国主要顧客の低迷や投資負担増等で下期回復せず赤字転落懸念、来期も低迷

株価 2168 円 (7/24) 時価総額 108 億円 (7/24) 発行済株 4987 千株 (7/24)

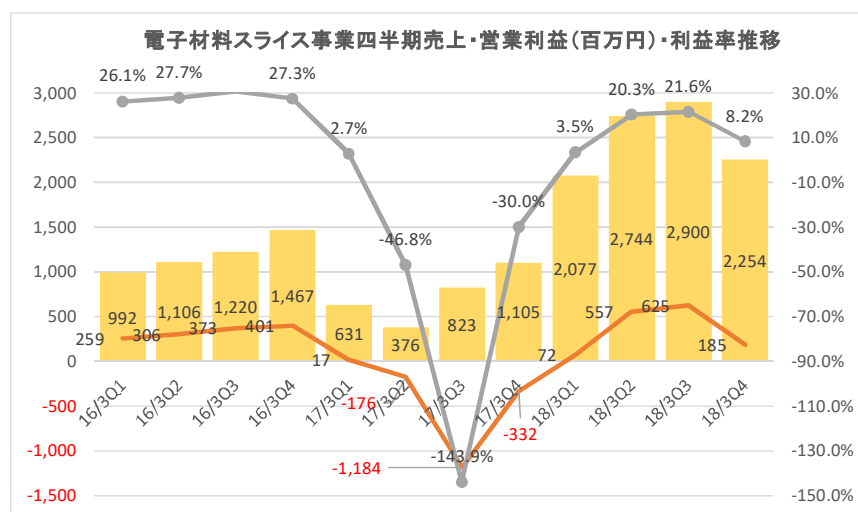
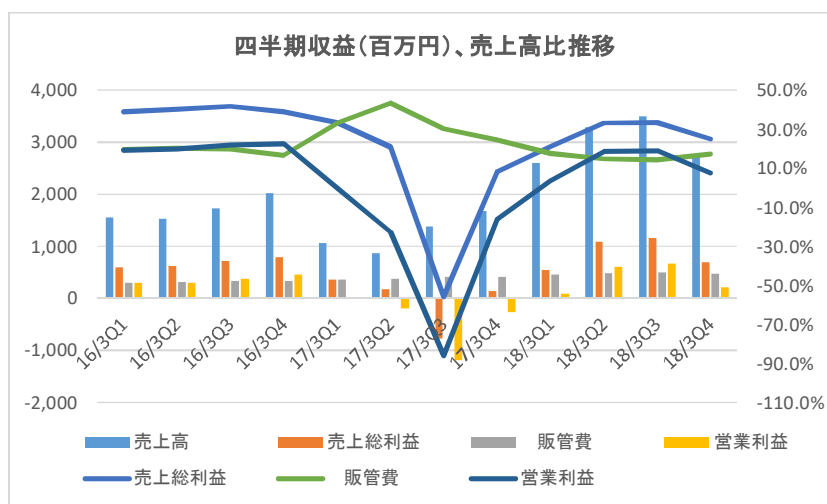
PER (DO 予-X) PBR (1.37X) 配当(18/3) 0 円 配当利回り : 0%

要約

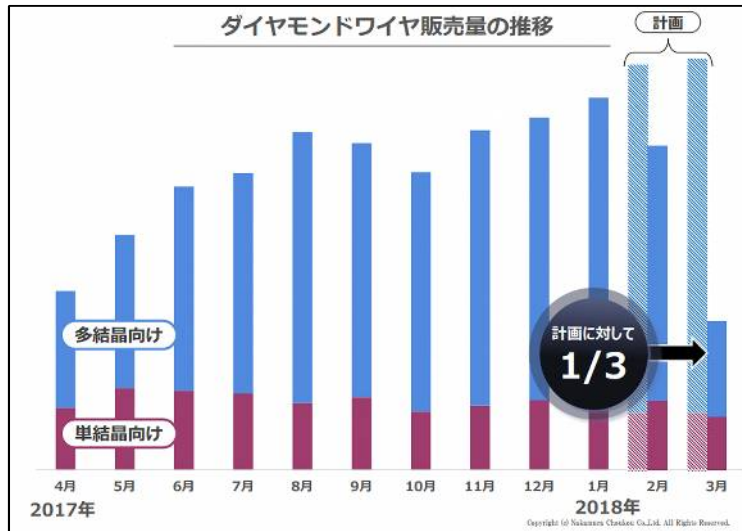
- ・ 18/3 期は 2.4 倍増収、経常黒字転換も Q4 に PV 状況一変、売上、経常利益予想未達成に
- ・ 19/3 期は多結晶注力を方向転換も投資負担重く 2 度目の失敗懸念で赤字転落懸念
- ・ 株価は 19/3 期 DO 営業赤字転落見通しで来期も収益低空飛行想定しアンダーパフォーム

18/3 期は 2.4 倍増収、経常黒字転換も Q4 に PV 状況一変、売上、経常利益予想未達成に

18/3 期は売上高 121.4 億円 (2.4 倍)、営業利益 15.7 億円、経常利益 13.65 億円、税引利益 13.81 億円と、ロンギグループとの取引終了の痛手から立ち直り、新たな主要取引先の GCL グループ向けが 55.74 億円(5.5 倍)に急拡大し大幅な黒字転換となった。但し、2 月に太陽電池向け単結晶シリコン価格が 20% 下落、これを受け新たに注力していた多結晶シリコンシリコン向けワイヤ販売が単結



晶の相対的価格下落で単結晶回帰の動きが活発化し失速、売上で3.6億円未達となった。同社は2/20にスモールミーティングを実施、1/22にトランプ米政権が太陽電池および太陽電池モジュールに輸入関税を課す決定を下したことを軽視していた可能性がある。実際、会社側はPV用シリコンの需要失速の情報を入手しておらず

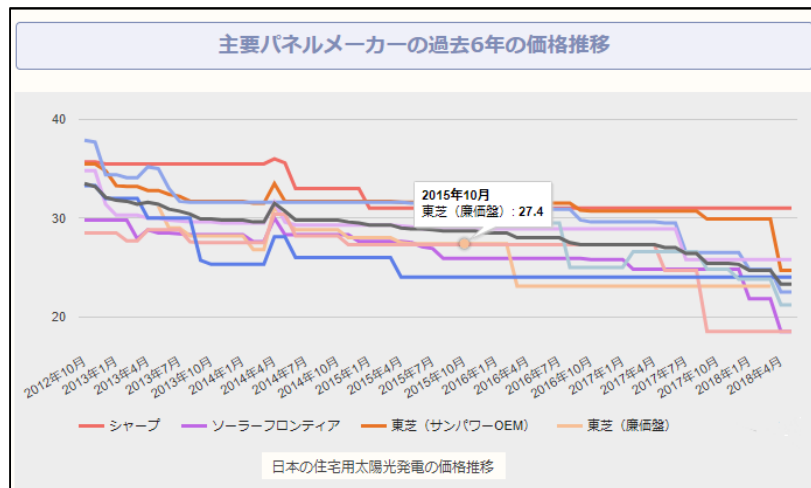


(取材での確認事項)、強気の説明を行い、説明会では期中に増額修正の可能性も示唆しており、ミスリードした格好となった。ちなみにQ4は売上高27.64億円(Q3比20.9%減)、営業利益2.13億円(67.8%減)、経常利益1.52億円(74.1%減)となっている。

1/3期は多結晶注力を方向転換も投資負担重く2度目の失敗懸念で赤字転落懸念

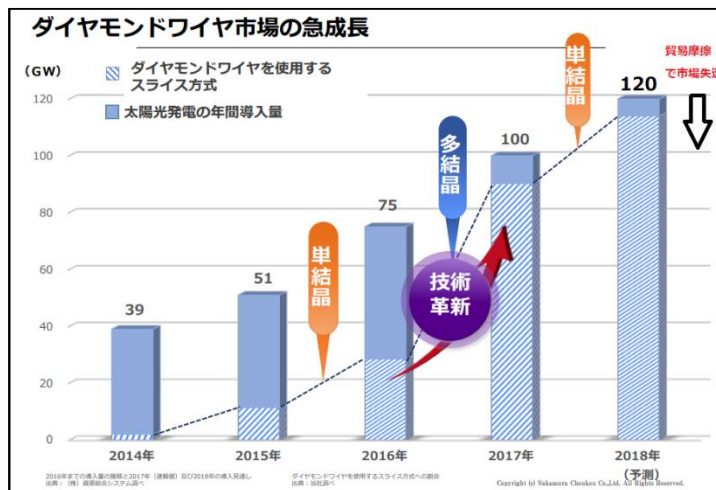
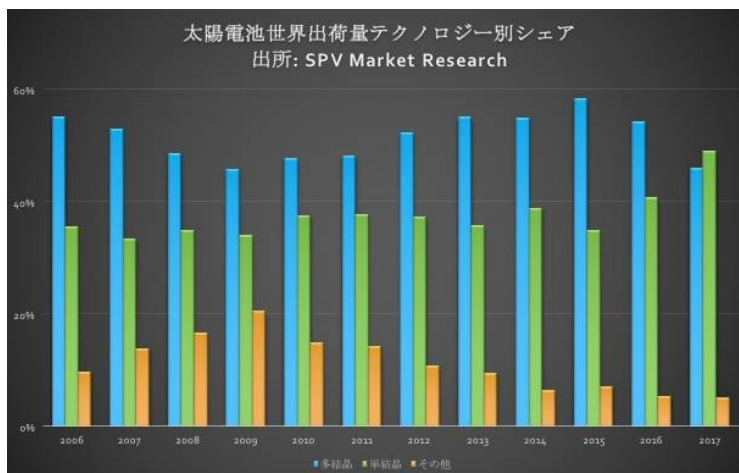
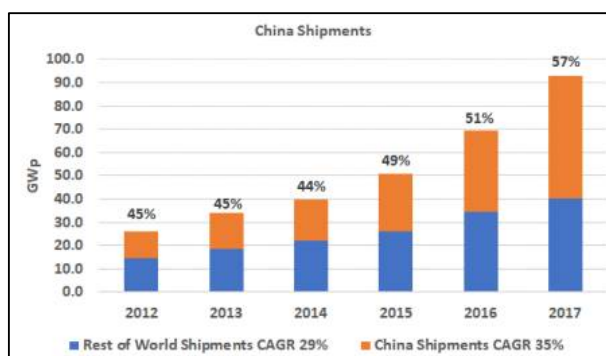
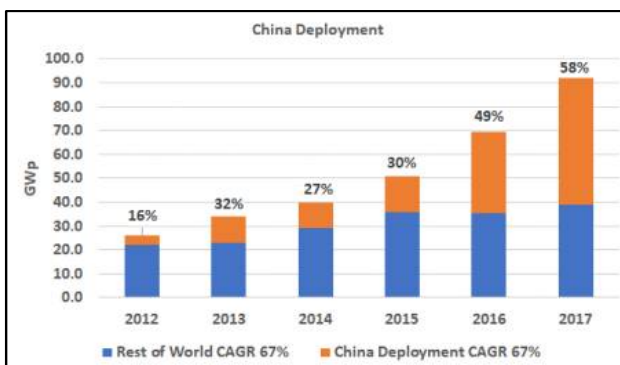
1/3期会社予想は売上高150億円(23.5%増)、営業利益16.5億円(5.1%増)、経常利益15億円(9.9%増)、税引利益10億円(27.6%減)を見込む。上期はPV用シリコン価格下落の影響が響き、売上高60億円(前下期比4.1%減)、営業利益1.5億円(同82.8%減)、経常利益0.7億円(同90.5%減)と利益低迷を予想も、下期は回復を見込み、通期増益維持としている。

しかし現状、Q1も前Q4に起きた市場環境の激変(発注量減少、価格30%低下など)で多結晶向けダイヤモンドワイヤの販売が回復せずに低迷、稼働率維持のため採算の劣る70μmワイヤの生産継続で凌ぐなどの影響もあり、5億円程度の営業赤字が見込まれる。Q2では細線化で巻き返し、営業黒字を目論む。しかし米国輸入制限は米国外で生産された結晶シリコン型の太陽電池セルと太陽光パネルに対し1年目は30%の関税、以降は毎年5%ずつ引き下げ、4年目には関税を15%とする内容から、大型の太陽電池設備凍結が相次ぎ、年度を通じて需要低迷が見込まれ、世界市場、また輸出



市場の 6 割弱を占める中国パネルメーカーの混乱が続く環境にある。特に同社は中国偏重となっており、多結晶向けに注力した投資負担も大きく、上期から大幅赤字転落が懸念される。加えて中国政府が 5 月末に打ち出した補助金削減等の政策調整で中国内需も落ち込みが懸念される。実際、業者のモジュール投げ売りで一部パネル価格が 18 年初 PV 用シリコンウエハ価格の 0.67 ドル/W に対して最近では 0.25 ドル/W を提示する業者も現れている等、状況はより悪化している（日本においてもパネル価格ベースで最近では 20 万円/kW を下回る値段が出現）。

同社は PV 用多結晶シリコンウエハのダイヤモンドワイヤカット化で中国メーカーと差別化し収益急回復を遂げたが、市場は多結晶から単結晶に設備投資をシフト、2017 年は PV 出荷量で単結晶が初めて 5 割を超え、今後は多結晶シリコン向けの拡大は望めない。また同社は単結晶でも細線化を推進、中国メーカーに追従されない間に収益を稼ぐ計画を目論んでいる。しかし今回の米中摩擦激化により 2018 年の PV 導入が伸び悩む見通しに変化しており、PV パネル価格の低迷長期化が現実味を帯び、同価格にスライドした形でワイヤ価格も低迷、元安もライバルとの価格競争で



不利となり、厳しい収益環境が続くとみられる。このため 20/3 期も収益低迷が続く懸念があり、また中国勢の技術キャッチアップリスクも高まると判断する。

株価は 19/3 期 DO 営業赤字転落見通しで来期も収益低空飛行想定しアンダーパフォーム

株価は前 2Q での増額修正発表もあり、12/12 には 7820 円の高値を付けたものの、その後の円高傾向、米中摩擦、さらに 19/3 期上期大幅減益見通しもあり、7/5 には 2087 円の安値を付け、現在も株価低迷を続けている。7/23 に中国で大胆なインフラ投資を実施すると発表で株価が反騰しているものの太陽電池 FIT は規制強化したばかりであり、今回は恩恵が及ばないと判断する。なお Q1 発表は 8/8 予定であるが会社側も Q1 赤字転落見通しを想定、Q1 発表時に通期減額修正もあり得る。このため 19/3 期 DO 営業赤字転落予想を前提に、公開来安値である 1011 円を目指す動きで、アンダーパフォームに変更する。

中村超硬(6166)										(百万円、円)	
	売上高	増減率	営業利益	増減率	経常利益	増減率	税引利益	増減率	EPS	配当	
17/3期	4,993	-27.0%	-1,653	赤転	-1,804	赤転	-2,076	赤転	-445.8	0.00	
18/3Q1	2,596	142.8%	88	10533.5%	77	黒転	45	黒転	9.7	0.00	
18/3Q2会予	2,904	235.9%	312	黒転	273	黒転	255	黒転	54.4	0.00	
18/3Q2	3,287	280.2%	606	黒転	548	黒転	676	黒転	38.7	0.00	
18/3Q3	3,494	153.1%	662	黒転	588	黒転	546	黒転	115.7	0.00	
18/3Q4会予(2/9)	3,124	86.1%	143	黒転	237	黒転	82	黒転	18.5	0.00	
18/3Q4	2,764	64.7%	213	黒転	152	黒転	113	黒転	19.0	0.00	
18/3H1期初会予	5,000	158.6%	70	黒転	40	黒転	30	黒転	6.4	0.00	
18/3H1期修正会予(8/10)	5,500	184.4%	400	黒転	350	黒転	300	黒転	64.1	0.00	
18/3H1	5,883	204.2%	694	黒転	625	黒転	722	黒転	154.3	0.00	
18/3H2期初会予	6,500	112.5%	730	黒転	660	黒転	570	黒転	121.8	0.00	
18/3H2修正会予(8/10)	6,000	96.1%	400	黒転	350	黒転	300	黒転	64.1	0.00	
18/3H2修正会予(11/10)	6,617	116.3%	806	黒転	825	黒転	628	黒転	134.2	0.00	
18/3H2	6,257	104.6%	876	黒転	740	黒転	659	黒転	134.6	0.00	
18/3期期初会予	11,500	130.3%	800	黒転	700	黒転	600	黒転	128.2	0.00	
18/3期修正会予(11/10)	12,500	150.4%	1,500	黒転	1,450	黒転	1,350	黒転	288.5	0.00	
18/3期	12,140	143.2%	1,570	黒転	1,365	黒転	1,381	黒転	288.9	0.00	
19/3H1会予	6,000	2.0%	150	-78.4%	70	-88.8%	0	-100.0%	0.0	0.00	
19/3H2会予	9,000	43.8%	1,500	71.3%	1,430	93.2%	1,000	51.7%	200.4	0.00	
19/3期会予	15,000	23.5%	1,650	5.1%	1,500	9.9%	1,000	-27.6%	200.4	0.00	
19/3H1DO予	5,500	-6.5%	-1,000	赤転	-1,050	赤転	-1,050	赤転	-210.4	0.00	
19/3H2DO予	6,500	3.9%	-200	赤転	-300	赤転	-300	赤転	-60.1	0.00	
19/3期DO予	12,000	-1.2%	-1,200	赤転	-1,350	赤転	-1,350	赤転	-270.5	0.00	
20/3期DO予	13,000	8.3%	0	-	-150	赤継続	-150	赤継続	0.0	0.00	

半期	16/3H1	16/3H2	17/3H1	17/3H2	18/3H1	18/3H2	19/3H1D ○予	19/3H2D ○予	20/3H1D ○予	20/3H2D ○予
売上高	3,084	3,753	1,934	3,059	5,883	6,257	5,500	6,500	8,250	8,750
売上原価	1,866	2,243	1,398	3,690	4,247	4,407	5,430	5,720	7,350	7,500
売上総利益	1,218	1,510	536	-631	1,636	1,850	70	780	900	1,250
販売費	615	678	731	827	941	976	1,000	1,050	1,100	1,050
営業利益	603	832	-195	-1,459	694	876	-1,000	-200	-200	200
経常利益	661	779	-297	-1,506	625	740	-1,050	-300	-280	130
親株主帰属純利益	540	681	-262	-1,814	722	659	-1,050	-300	-280	130
半期セグメント売上情報	16/3H1	16/3H2	17/3H1	17/3H2	18/3H1	18/3H2	19/3H1D ○予	19/3H2D ○予	20/3H1D ○予	20/3H2D ○予
電子材料	2,098	2,687	1,007	1,928	4,821	5,154	6,300	6,800	7,100	7,400
特殊精密機器	328	352	322	324	409	433	450	500	500	550
化学繊維紡糸ノズル	658	714	605	807	653	672	650	800	650	800
その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
売上合計	3,084	3,753	1,934	3,059	5,883	6,259	7,400	8,100	8,250	8,750
半期セグメント営業利益	16/3H1	16/3H2	17/3H1	17/3H2	18/3H1	18/3H2	19/3H1D ○予	19/3H2D ○予	20/3H1D ○予	20/3H2D ○予
電子材料	565	774	-159	-1,516	629	810	-1,030	-370	-190	230
特殊精密機器	-37	34	-5	31	93	109	110	100	120	110
化学繊維紡糸ノズル	47	84	48	131	104	95	100	100	100	100
その他	0	-41	-87	-114	-142	-147	-160	-160	-200	-200
合計	575	851	-203	-1,468	684	866	-980	-330	-170	240
調整額	28	-19	7	11	10	10	20	20	30	40
営業利益	603	832	-195	-1,459	694	876	-1,000	-350	-200	200
半期	16/3H1	16/3H2	17/3H1	17/3H2	18/3H1	18/3H2	19/3H1D ○予	19/3H2D ○予	20/3H1D ○予	20/3H2D ○予
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
売上原価	60.5%	59.8%	72.3%	120.6%	72.2%	70.4%	98.7%	88.0%	89.1%	85.7%
売上総利益	39.5%	40.2%	27.7%	-20.6%	27.8%	29.6%	1.3%	12.0%	10.9%	14.3%
販売費	19.9%	18.1%	37.8%	27.1%	16.0%	15.6%	18.2%	16.2%	13.3%	12.0%
営業利益	19.6%	22.2%	-10.1%	-47.7%	11.8%	14.0%	-18.2%	-3.1%	-2.4%	2.3%
経常利益	21.4%	20.8%	-15.4%	-49.2%	10.6%	11.8%	-19.1%	-4.6%	-3.4%	1.5%
親株主帰属純利益	17.5%	18.2%	-13.5%	-59.3%	12.3%	10.5%	-19.1%	-4.6%	-3.4%	1.5%
半期セグメント営業利益率	16/3H1	16/3H2	17/3H1	17/3H2	18/3H1	18/3H2	19/3H1D ○予	19/3H2D ○予	20/3H1D ○予	20/3H2D ○予
電子材料	26.9%	28.8%	-15.8%	-78.6%	13.0%	15.7%	-16.3%	-5.4%	-2.7%	3.1%
特殊精密機器	-11.3%	9.7%	-1.6%	9.6%	22.7%	25.2%	24.4%	20.0%	24.0%	20.0%
化学繊維紡糸ノズル	7.1%	11.8%	7.9%	16.2%	15.9%	14.1%	15.4%	12.5%	15.4%	12.5%
合計	18.6%	22.7%	-10.5%	-48.0%	11.6%	13.8%	-13.2%	-4.1%	-2.1%	2.7%
調整額	0.9%	-0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%
営業利益	19.6%	22.2%	-10.1%	-47.7%	11.8%	14.0%	-13.5%	-4.3%	-2.4%	2.3%

年度	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期 DO予	20/3期 DO予
売上高	3,617	5,123	6,837	4,993	12,140	12,000	17,000
売上原価	3,039	3,262	4,109	5,088	8,654	11,150	14,850
売上総利益	579	1,861	2,728	-95	3,486	850	2,150
販管費	953	1,042	1,293	1,558	1,917	2,050	2,150
営業利益	-374	819	1,435	-1,653	1,570	-1,200	0
経常利益	-415	926	1,440	-1,804	1,365	-1,350	-150
親株主帰属純利益	-423	1,077	1,222	-2,076	1,381	-1,350	-150

セグメント売上情報年度	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 DO予	19/3期 DO予	20/3期 DO予
電子材料	1,655	3,117	4,785	2,935	9,975	13,100	14,500
特殊精密機器	788	713	680	646	842	950	1,050
化学繊維紡糸ノズル	1,174	1,294	1,372	1,412	1,325	1,450	1,450
合計	3,618	5,123	6,837	4,993	12,142	15,500	17,000

セグメント営業利益	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 ARJ予	19/3期 ARJ予	20/3期 ARJ予
電子材料	-359	702	1,339	-1,675	1,439	-1,400	40
特殊精密機器	-74	3	-3	26	202	210	230
化学繊維紡糸ノズル	46	102	131	179	199	200	200
その他	0	0	-41	-201	-289	-320	-400
合計	-387	807	1,426	-1,671	1,550	-1,310	70
調整額	13	12	9	18	20	40	70
営業利益	-374	819	1,435	-1,653	1,570	-1,350	0

年度	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 ARJ予	19/3期 ARJ予	20/3期 ARJ予
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
売上原価	84.0%	63.7%	60.1%	101.9%	71.3%	92.9%	87.4%
売上総利益	16.0%	36.3%	39.9%	-1.9%	28.7%	7.1%	12.6%
販管費	26.3%	20.3%	18.9%	31.2%	15.8%	17.1%	12.6%
営業利益	-10.3%	16.0%	21.0%	-33.1%	12.9%	-10.0%	0.0%
経常利益	-11.5%	18.1%	21.1%	-36.1%	11.2%	-11.3%	-0.9%
親株主帰属純利益	-11.7%	21.0%	17.9%	-41.6%	11.4%	-11.3%	-0.9%

セグメント営業利益率	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 ARJ予	19/3期 ARJ予	20/3期 ARJ予
電子材料	-21.7%	22.5%	28.0%	-57.1%	14.4%	-10.7%	0.3%
特殊精密機器	-9.4%	0.4%	-0.4%	4.0%	24.0%	22.1%	21.9%
化学繊維紡糸ノズル	3.9%	7.9%	9.5%	12.7%	15.0%	13.8%	13.8%
調整額	0.4%	0.2%	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%
営業利益	-10.3%	16.0%	21.0%	-33.1%	12.9%	-8.7%	0.0%

NAKAMURA CHOUKOU CO.,LTD.

2018/7/23

