

中山公用 (000685.SZ)

优于大市

攻守兼备的珠三角公用事业平台，长期破净估值有望修复

核心观点

公司为珠三角区域综合公用事业平台。公司2000年借壳佛山兴华上市，2007年换股吸收合并控股股东公用集团，实现二次重组进军水务行业。此后公司依靠并购陆续进军固废、环卫等行业。公司目前拥有供水产能276万吨/日，污水处理产能75万吨/日，分别占据中山市80%和36%的市场。此外公司还是广发证券的第三大股东，持有广发证券A+H 10.55%股权。

稳健经营+分红提供安全垫。中山市是全国仅有的5个不设区县的地级市，人口和GDP的稳健增长为主营业务为中山市本地公用事业服务的中山公用发展提供了强力支撑。公司水务业务在中山市具有一定区域垄断性，“供水一盘棋”计划有望进一步提升市占率。剔除投资收益后公司主业2023年实现归母净利润2.45亿元，5年CAGR 13%，此外公司连续10年分红比例维持在30%左右，股息率稳定在2-3%区间。

广发证券股权带来业绩/股价弹性。业绩弹性：投资收益占公司归母净利润比例较高，24Q4 A股交易活跃度大幅提升有望带动广发证券经纪业务收入增长，公司的投资收益亦有望增加。**股价弹性：**通过对比2011-2024年中山公用与广发证券区间年化收益率、年化波动率、最大涨幅和最大回撤，我们发现中山公用在牛市（2014-2015）的年化收益率和最大涨幅并不逊色于广发证券很多，在熊市时的回撤与波动率的表现优于广发证券。

为什么当前时点我们继续看好中山公用？1) 中山公用股价自2018年来破净至今，但广发证券和水务资产的盈利能力在行业内均处于中上水准，2024年年末证监会和国资委先后发文要求重视上市公司破净问题，长期破净的公司应披露估值提升计划。2) 2025年1月公司进行5.14亿特别分红有利于提振投资者信心。

盈利预测与估值：我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为归母净利润12.27/13.84/15.69亿元，同比+27%/13%/13%。通过多角度估值，预计公司合理估值10.50-11.11元之间，较当前股价有17.8%-24.7%的溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：广发证券业绩波动风险、工程收入下滑风险、应收账款回收不及预期风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,619	5,199	5,665	6,051	6,303
(+/-%)	52.7%	43.6%	9.0%	6.8%	4.2%
归母净利润(百万元)	1072	967	1227	1384	1569
(+/-%)	-26.9%	-9.8%	26.9%	12.7%	13.4%
每股收益(元)	0.73	0.66	0.83	0.94	1.06
EBIT Margin	8.9%	9.4%	10.8%	10.8%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	5.9%	7.1%	7.6%	8.1%
市盈率 (PE)	12.1	13.4	10.6	9.4	8.3
EV/EBITDA	34.9	28.4	23.1	20.5	18.2
市净率 (PB)	0.83	0.79	0.75	0.71	0.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

环保·环境治理

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

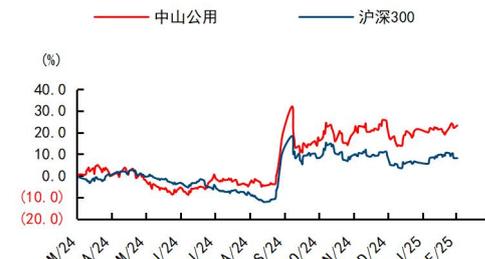
证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

联系人：崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(首次)
合理估值 10.50 - 11.11元
收盘价 8.91元
总市值/流通市值 13143/11173 百万元
52周最高价/最低价 9.94/7.02元
近3个月日均成交额 129.82 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

中山公用：珠三角区域公用事业综合平台	5
历史沿革：三十载打造中山市环保水务龙头	5
股权结构：中山市国资委控股，中信产融、中央汇金参股	5
财务分析：收入稳健增长，利润受广发证券业绩影响较大	6
水务、固废、辅助服务板块稳健增长	9
中山市发展潜力较大，为公司发展提供支撑	9
水务板块：区域垄断性较强	10
固废板块：并购驱动板块发展	11
工程板块：贡献近两年主要收入增长	13
辅助服务板块：疫情结束后恢复明显	14
广发证券股权带来业绩/股价弹性	16
广发证券是国内头部证券公司	16
权益法能够更真实反应广发证券的投资价值	17
股价对比复盘：“熊市”更加抗跌，“牛市”亦可享受上涨弹性	18
为什么我们在当前时点看好中山公用？	19
证监会、国资委强调破净上市公司市值管理	19
特别分红增强投资者信心	21
盈利预测	22
假设前提	22
未来 3 年业绩预测	24
估值与投资建议	24
绝对估值：10.37 元/股-12.05 元/股	24
绝对估值的敏感性分析	25
相对法估值：10.50 元/股-11.01 元/股	25
投资建议	26
风险提示	26
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 中山公用历史大事沿革	5
图 2: 中山公用股权结构 (截至 2024Q3)	6
图 3: 2009-2024Q3 公司营业收入及同比情况	6
图 4: 2018-2023 公司各板块收入占比情况	6
图 5: 2020 年公司收入结构情况 (单位: 万元)	7
图 6: 2023 年公司收入结构情况 (单位: 万元)	7
图 7: 2009-2024Q3 公司归母净利润情况	7
图 8: 2011-2024Q3 广发证券归母净利、公司持股比例和公司投资广发证券所带来的投资收益情况	7
图 9: 2018-2024Q3 公司投资收益占归母净利比重情况	8
图 10: 2018-2024Q3 剔除投资收益后公司归母净利情况	8
图 11: 2018-2023 公司各板块毛利率情况	8
图 12: 2018-2023 公司各板块费用率情况	8
图 13: 2018-2023 公司经营性现金流情况 (亿元)	9
图 14: 2018-2023 公司应收账款情况 (亿元)	9
图 15: 2000-2023 中山市人口情况 (单位: 万人)	9
图 16: 1990-2024 中山市 GDP 情况 (单元: 万元)	9
图 17: 2011-2023 公司供水业务营业收入情况	10
图 18: 2011-2023 公司自来水销售情况	10
图 19: 2011-2023 公司污水处理量和污水处理单价情况	11
图 20: 2011-2023 公司污水处理业务营业收入情况	11
图 21: 2015-2023 公司垃圾焚烧发电量情况	12
图 22: 2015-2023 公司垃圾焚烧营业收入情况	12
图 23: 2018-2023 公司环卫业务收入情况	13
图 24: 2016-2023 公司工程业务收入情况	13
图 25: 2016-2023 公司工程业务毛利率情况 (单位: %)	13
图 26: 2019-2023 公司辅助服务板块收入情况	15
图 27: 2019-2023 公司辅助服务板块毛利率情况	15
图 28: 过去十年沪深两市股票交易总成交额情况 (单位: 亿元)	17
图 29: 2010-2025 广发证券与中山公用股价对比 (元/股)	19
图 30: 近五年中山公用、广发证券与主要指数累计收益率对比	19
图 31: 2010-2025 中山公用与广发证券 PB (LF) 情况	20
图 32: 2010-2025 中山公用与广发证券 PB (LF) 之比情况	20
图 33: 主流 A 股水务上市公司估值情况 (X 轴为 PB MRQ, Y 轴为 PE TTM)	21
图 34: 主流 A 股证券上市公司估值情况 (X 轴为 PB MRQ, Y 轴为 PE TTM)	21
图 35: 2015-2023 中山公用分红比例情况	22
图 36: 2015-2024 中山公用及广发证券分红比例情况	22

表1: 公司供水业务主要运营指标	10
表2: 公司污水处理业务主要运营指标	11
表3: 公司垃圾焚烧业务主要运营指标	12
表4: 公司待建设的供水项目和管网项目情况	14
表5: 公司待建设的污水处理项目情况	14
表6: 公司基金投资情况(亿元)	15
表7: 公司农贸市场运营情况	15
表8: 主流上市券商 2024Q1-Q3 经营指标(单位: 亿元, ROE 单位为%)	16
表9: 公司高管在广发证券的任职情况	18
表10: 对于参股公司不同会计处理方式的对比	18
表11: 2011-2024 中山公用与广发证券收益率、波动率及回撤情况对比(单位: %)	19
表12: 解决破净问题的主要手段	22
表13: 中山公用业务拆分	23
表14: 未来3年盈利预测表	24
表15: 公司盈利预测假设条件(%)	24
表16: 资本成本假设	24
表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)	25
表18: 中山公用可比公司主营业务概览	25

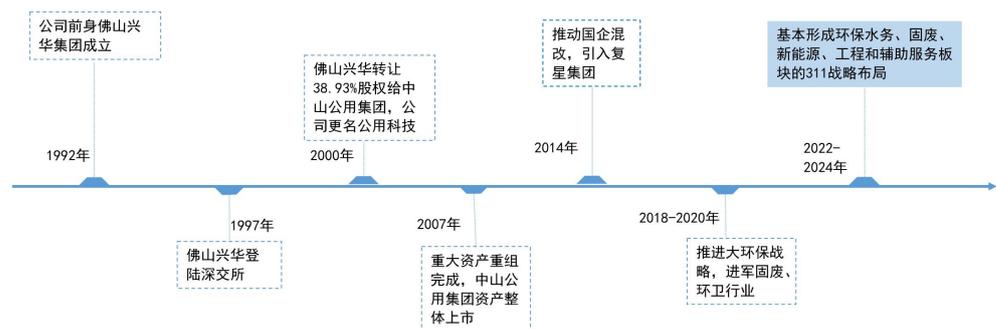
中山公用：珠三角区域公用事业综合平台

历史沿革：三十载打造中山市环保水务龙头

公司前身佛山市兴华集团股份有限公司于1992年12月经广东省企业股份制试点联审小组和广东省经济体制改革委员会批准设立，1997年1月23日在深交所上市，股票代码000685.SZ。2000年，佛山市兴华集团有限公司将其持有的占公司总股本38.93%的发起人股份（国家股）转让给中山公用事业集团有限公司，公司名称由“佛山市兴华集团股份有限公司”更改为“中山公用科技股份有限公司”，主营业务为农贸市场租赁和金融投资。

2008年，公司吸收合并中山公用事业集团有限公司，并向特定对象发行股份4.38亿股购买资产，实现原控股股东公用集团水务资产的整体上市及中山市乡镇供水资产的注入。2015年公司以现金1.68亿元收购天乙能源（现更名为北部公用）进军垃圾焚烧行业，2018年公司以现金2.36亿元购买控股股东中汇集团持有的名城科技95.50%股权切入环卫行业。2022年公司通过设立新能源产业基金、成立光伏产业合资公司开辟新能源业务，水务、固废、新能源三大主业格局基本形成。

图1：中山公用历史大事沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

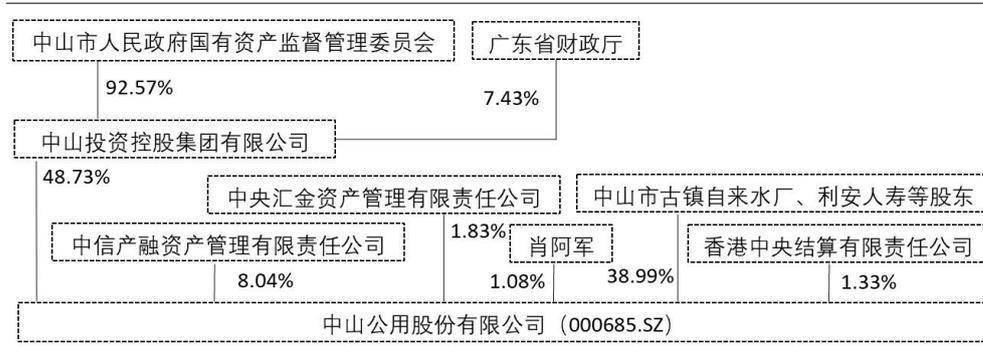
股权结构：中山市国资委控股，中信产融、中央汇金参股

公司的实控人为中山市国资委。2000年佛山华兴股权转让事项完成后，中山市国资委一直为公司的实际控制人。2023年10月控股股东中山投资控股集团有限公司曾披露了增持计划，2024年1月该计划完成，中山投资控股通过集中竞价方式增持1086.65万股，占公司总股本的0.74%，增持股份金额为7628.56万元。截至2024Q3中山投资控股集团直接持有公司48.73%的股权，是中山投控集团下属最重要的核心资产。

复星集团2022年退出，中信产融（原中国华融）接棒。2014年7月公司大股东中山中汇投资集团有限公司（2022年工商变更后改名中山投资控股集团有限公司）向全社会公开征集战略投资者，最终作价10.65亿元以每股10.52元价格向上海复星集团转让1.01亿股。持有七年后，复星集团因战略聚焦需要于2021年11月预披露了以集中竞价、大宗交易方式的减持计划。在二级市场减持4%+股份后，2022年12月1日复星集团与中国华融达成协议，将所持的8.04%中山公用股份，以7.67亿元的价格全部转让给中国华融。中国华融在公告中表示：“中国华融基于对中山公用发展前景的看好及其价值的认可，拟通过本次增持提升对中山

公用的影响力，支持中山公用做强做优，为上市公司股东创造更大的价值。

图2：中山公用股权结构（截至 2024Q3）



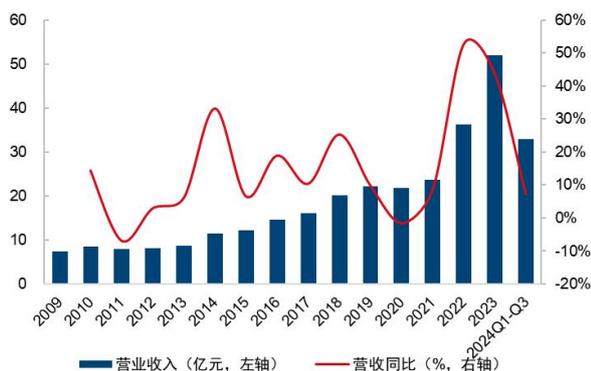
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：收入稳健增长，利润受广发证券业绩影响较大

营业收入持续增长。上市以来，公司逐步实现从市场租赁为主向以环保为主的业务转型。2008 年资产重组后进军水务行业，随后又通过收购进入垃圾焚烧、环卫等行业，2009-2021 公司的收入由 7.5 亿元增长至 23.7 亿元，CAGR 10.06%。在此期间水务板块占营收比重较高（2020 年 44%），工程、固废和辅助板块的收入占比均在 15%-20%之间。

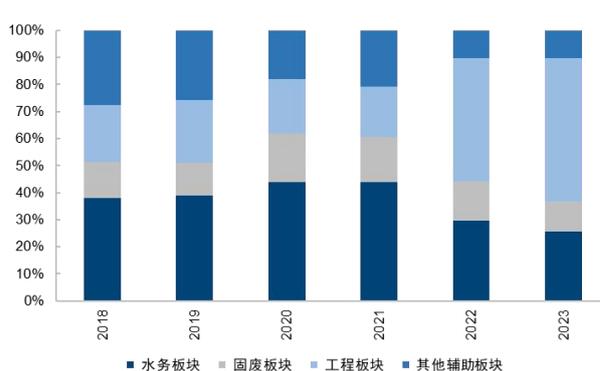
近两年工程业务贡献度较高。2022-2023 年公司工程安装业务收入持续增长，其中 2022 年工程安装收入较上年增长 271%至 16.4 亿元，2023 年在上一高基数基础上继续增长 68%至 27.5 亿元，主要系中山市推进厂网一体化改造，公司签约的水污染治理等项目数量及金额大幅提升所致。工程安装业务占同期营业收入的比重由 2020 年的 20.1%增至 2023 年的 52.8%，对公司收入贡献加大。2024Q1-Q3 公司实现收入 32.9 亿元，同比增长 7%。

图3：2009-2024Q3 公司营业收入及同比情况



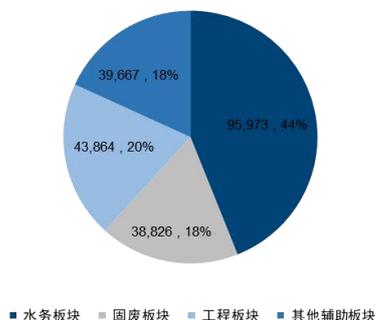
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2018-2023 公司各板块收入占比情况



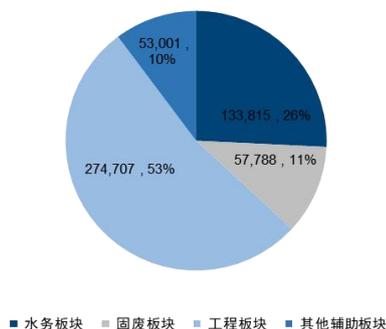
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 2020 年公司收入结构情况 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 2023 年公司收入结构情况 (单位: 万元)

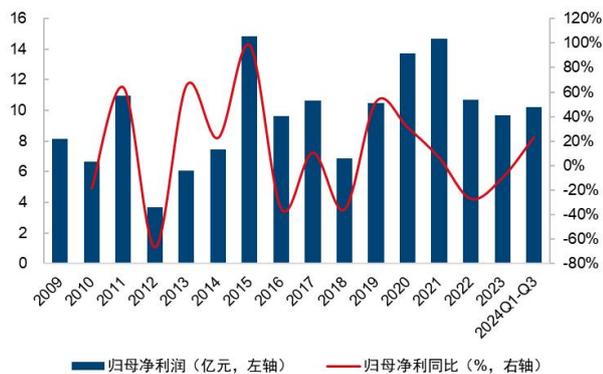


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

归母净利润波动, 受广发证券业绩影响明显。与营收相比, 公司归母净利润的波动相对较大, 2015 年高点时达 14.84 亿元, 2018 年低点时仅有 6.86 亿元, 主要系公司直接或间接持有广发证券 10.55% 股权 (A 股 686,754,216 股, H 股 116,918,400 股) 带来的投资收益波动所致。对比下图不难发现公司归母净利的变动趋势与广发证券的归母净利变动趋势高度一致, 2018 年至今投资收益占公司归母净利的比重一直在 70%-90% 区间波动。

主业利润稳健增长, 5 年 CAGR 12.8%。如果剔除投资收益, 公司的归母净利润由 2018 年的 1.34 亿增长至 2023 年的 2.45 亿, CAGR 12.8%。2024Q1-Q3 剔除投资收益后公司实现归母净利 3.06 亿元, 同比 2023Q1-Q3 增长 74%。

图7: 2009-2024Q3 公司归母净利润情况



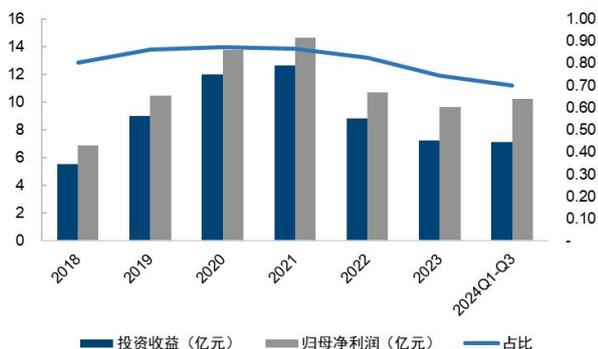
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 2011-2024Q3 广发证券归母净利、公司持股比例和公司投资广发证券所带来的投资收益情况



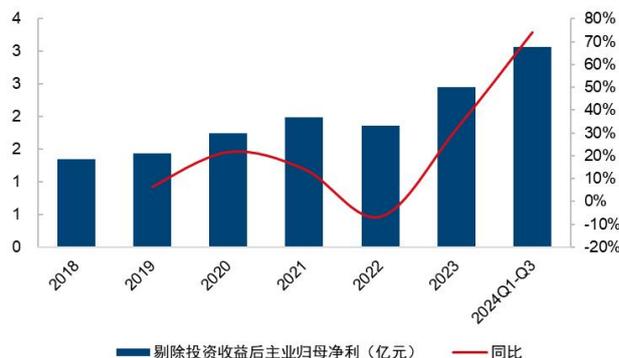
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9：2018–2024Q3 公司投资收益占归母净利比重情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

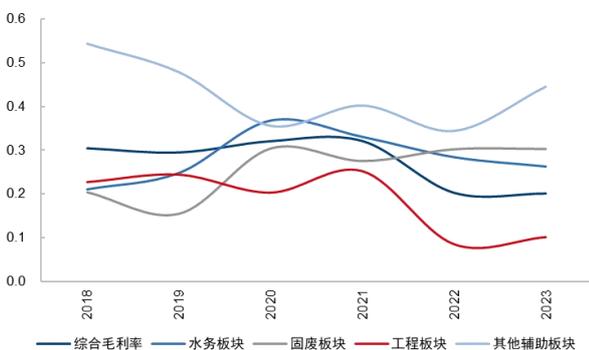
图10：2018–2024Q3 剔除投资收益后公司归母净利情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

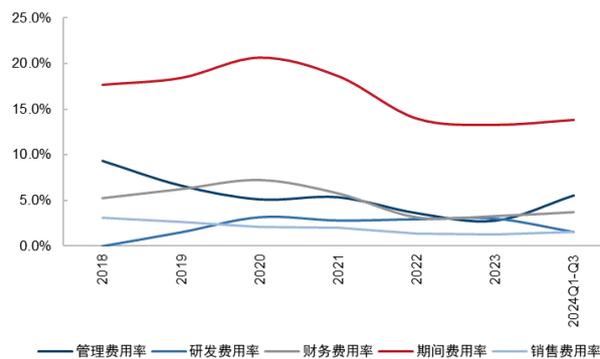
综合毛利率、期间费用率走低。过去五年公司的综合毛利率有所下降，从2018年的30.5%降至2023年的20.2%，主要系四大业务板块中毛利率最低的工程板块收入占比提升所致，2024Q1-Q3公司的综合毛利率小幅回升至21.7%。费用率层面，由于收入增速较快，公司过去5年的期间费用率由2018年的17.7%下降至2023年的13.3%。

图11：2018–2023 公司各板块毛利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

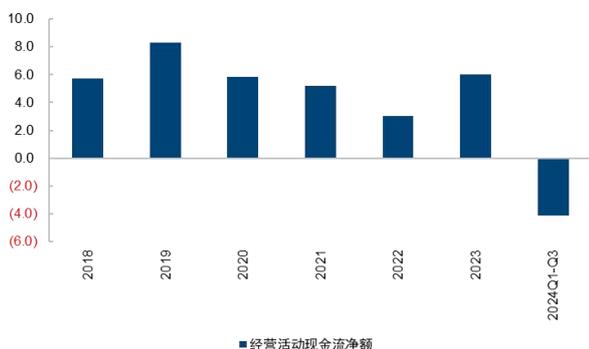
图12：2018–2023 公司各板块费用率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

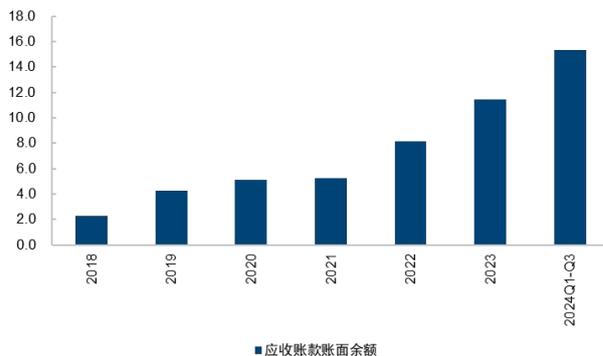
应收账款规模增加，经营性现金流承压。受公司水费及环卫垃圾清运费等回款情况欠佳影响，公司应收账款账面余额近年来快速增长，截至2024Q3，公司的应收账款账面余额达到15.35亿元，较2023年末增长33.94%。同时受工程业务项目增加，部分项目未完工结算，材料及劳务支出增加等因素影响，2024年前三季度公司的经营活动净现金流下滑至-4.1亿元。

图13: 2018-2023 公司经营性现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 2018-2023 公司应收账款情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

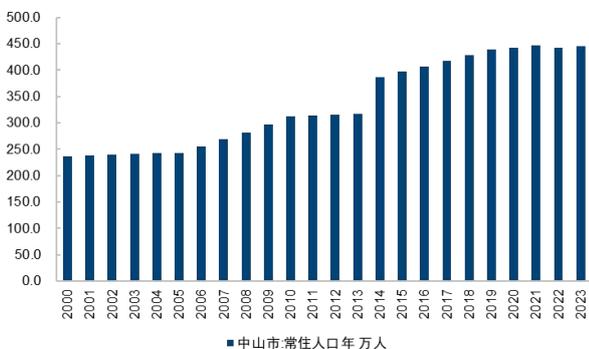
水务、固废、辅助服务板块稳健增长

中山市发展潜力较大, 为公司发展提供支撑

中山市是珠三角中心城市之一。中山市是全国仅有的 5 个不设区县的地级市 (其余四个为儋州市、三沙市、东莞市和嘉峪关市), 也是珠三角中心城市之一、粤港澳大湾区重要节点城市, 处于珠江三角洲中部偏南的西江、北江下游出海处, 东隔珠江口伶仃洋与深圳市和香港特别行政区相望。2024 年 6 月 30 日深中通道开通后, 中山与大湾区核心城市的联系更加紧密。

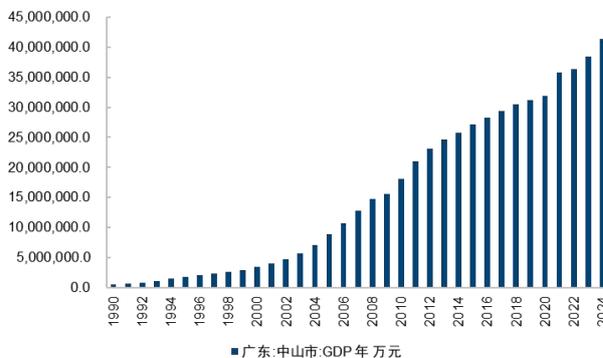
人口和 GDP 稳健增长。2023 年中山市人口 445.82 万人, 较 2013 年的 317.39 万人提升明显, 10 年 CAGR 3.46%, 人口自然吸附能力较强。2024 年中山市的 GDP 为 4143.25 亿元, 同比提升 7.6%。中山市坚持制造业当家, 着力打造新能源、生物医药与健康、信息技术、智能家电、高端装备、光电光学、灯饰照明、中山美居、现代农业与食品、现代时尚产业等新时代“十大舰队”。中山市拥有华帝股份、中炬高新、明阳智能、奥马电器、木林森等多家上市公司。经济的蓬勃发展为主营业务为本地公用事业服务的中山公用的发展提供了强力支撑。

图15: 2000-2023 中山市人口情况 (单位: 万人)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 1990-2024 中山市 GDP 情况 (单元: 万元)



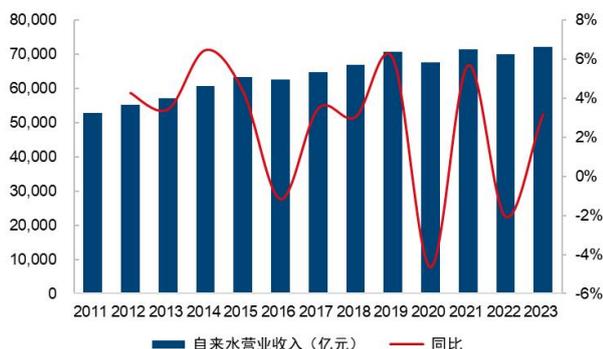
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

水务板块：区域垄断性较强

◆ 供水业务

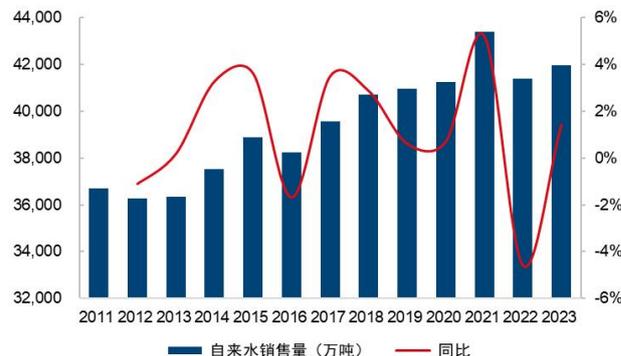
供水业务历史增长稳健。公司供水业务的前身是创建于1958年的石岐水厂，截至2024H1公司日供水能力约276万吨，其中中山市供水设计处理能力约226万吨/日，服务21个镇街及火炬开发区、翠亨新区2个功能区，服务人口约121万户，承担着中山市约80%的供水任务，供水服务面积约1600平方公里。2023年公司供水业务实现收入7.21亿元，同比增长3.18%，与人口的增速大致匹配；售水量41970万吨，同比增长1.42%。

图17：2011-2023 公司供水业务营业收入情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图18：2011-2023 公司自来水销售情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表1：公司供水业务主要运营指标

	2021	2022	2023
供水厂个数 (个)	11	11	18
期末供水管网长度 (公里)	6,696.34	6,675.01	8,861.24
期末供水能力 (万吨/日)	206	206	225
年供水量 (万吨)	49,250.91	47,023.08	47,950.08
供水业务产能利用率 (%)	65.50	62.54	58.39
年售水量 (万吨)	43,369.62	41,381.66	41,969.65
漏损率 (%)	11.94	12.00	12.47

资料来源：《中山公用 2024 年度信用评级报告》，国信证券经济研究所整理

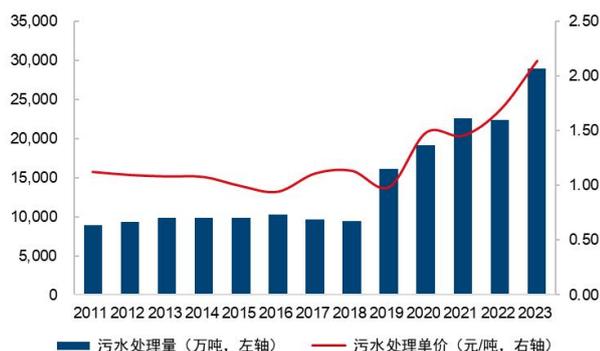
“供水一盘棋”带动后续发展。2023年12月20日公司发布公告称拟以全资子公司中山公用水务投资有限公司作为“供水一盘棋”的实施主体，计划整合中山市13家供水企业。本次将对其中9家供水企业进行资产整合，总投资预估为7.6亿元，其中黄圃水司、民众水司、火炬水司、南头水司以及沙朗水司5家采用资产重组模式进行整合，其余供水企业采用资产收购模式进行整合。大涌水司已于2023年10月完成交易；深湾水司为村属企业，因收购程序耗时较长，计划在2024年完成整合工作；其余供水企业计划于2023年底前完成整合工作，整合完成后有利于带动公司售水量进一步提升。2024H1公司售水量21181.28万吨，同比增长7.21%，高于2023年的同比增速。

◆ 污水处理业务

受益污水厂改扩建+厂网一体化，业务营收快速增长。公司拥有城区中嘉、珍家山

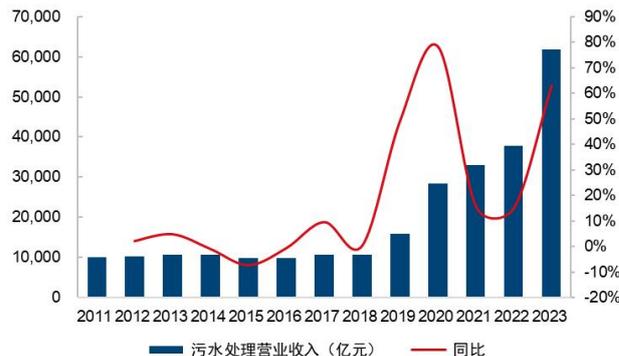
等污水厂，承接运营黄圃、大涌、三角等镇街污水厂及污水站，承担中山市 50% 以上污水处理量。2011-2018 年公司的污水处理量和应收基本保持稳，2019 年公司相继获得北京市通州区 15 座污水处理厂（站）、北京市房山小清河、琉璃河沿岸污水处理厂站等一批政府委托运营项目，污水处理产能有所提升。2023 年中山市两座扩建污水厂相继进入商运，期末污水处理能力大幅提升，水厂投运带动污水处理量同比增长 29.02%，同时受益于新增厂网一体化项目运维，2023 年污水处理业务收入同比增加 63.09%至 6.17 亿元。

图19: 2011-2023 公司污水处理量和污水处理单价情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图20: 2011-2023 公司污水处理业务营业收入情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表2: 公司污水处理业务主要运营指标

	2021	2022	2023
中山本地污水厂（个）	3	3	5
异地污水处理厂/站点（个）	206	209	194
期末污水处理能力（万吨/日）	74.81	75.93	109.33
其中：中山本地污水处理能力（万吨/日）	34.00	34.00	78.00
年实际污水处理量（亿吨）	2.26	2.24	2.89
年污水处理结算量（亿吨）	2.51	2.51	3.03
污水处理业务产能利用率（%）	82.77	80.82	72.42

资料来源：《中山公用 2024 年度信用评级报告》，国信证券经济研究所整理

固废板块：并购驱动板块发展

◆ 垃圾焚烧业务

公司依靠并购介入行业。公司垃圾处理及发电业务由中山市天乙能源有限公司（2015 年收购，现更名为北部公用）和株洲市金利亚环保科技有限公司（2022 年收购）负责。北部公用拥有中山市北部组团垃圾综合处理基地垃圾焚烧发电厂和垃圾渗滤液处理厂特许经营权，该基地为中山市三大垃圾综合处理组团基地之一，服务中山市内北部七个镇区，即小榄镇、古镇、东凤镇、南头镇、黄圃镇、阜沙镇、三角镇，一期二期日处理能力 970 吨/日，三期日处理能力 1200 吨/日，本地占比约 30%。株洲金利亚拥有株洲市城市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目，服务范围在株洲市内，包括天元区、荷塘区、芦淞区和石峰区等，一期 1,000 吨/日，二期 700 吨/日具有一定区域垄断性。

公司垃圾处理能力、垃圾处理单价及平均销售电价均保持稳定。2022 年大件垃圾

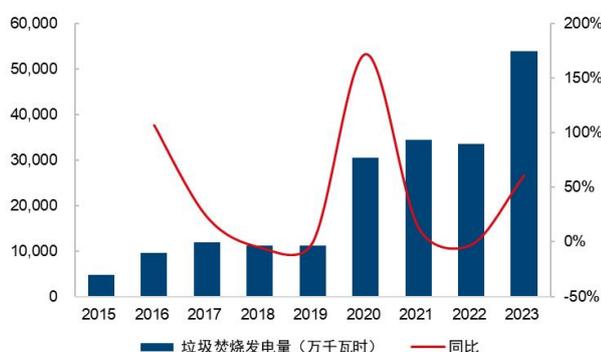
进场量减少，公司垃圾处理量和发电量同步有所下降，2023 年株洲金利亚并表后，2023 年垃圾处理业务收入大幅增加 50.87%。

表3: 公司垃圾焚烧业务主要运营指标

指标名称	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年
垃圾处理能力 (吨/日)	3,870	2,170	2,170	2,170
垃圾处理量 (万吨)	124.33	75.54	79.79	71.01
垃圾处理单价 (元/吨)	北部公用 94.41; 株洲金利亚 73.6	94.41	94.41	94.41
生产电量 (亿千瓦时)	5.4	3.36	3.45	3.05
平均销售电价 (元/千瓦时)	北部公用 0.55; 株洲金利亚 0.58	0.55	0.55	0.55

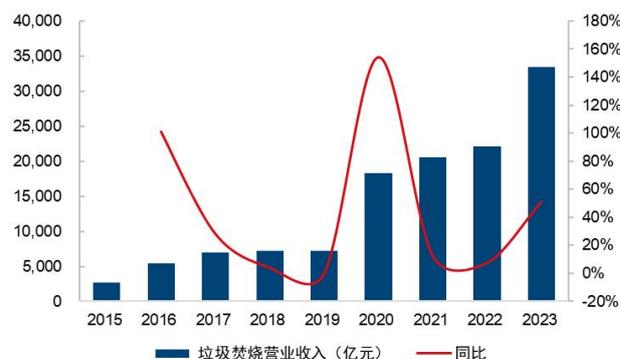
资料来源: 公司公告, 《中山投资控股 2024 信用评级报告》, 国信证券经济研究所整理

图21: 2015-2023 公司垃圾焚烧发电量情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 2015-2023 公司垃圾焚烧营业收入情况



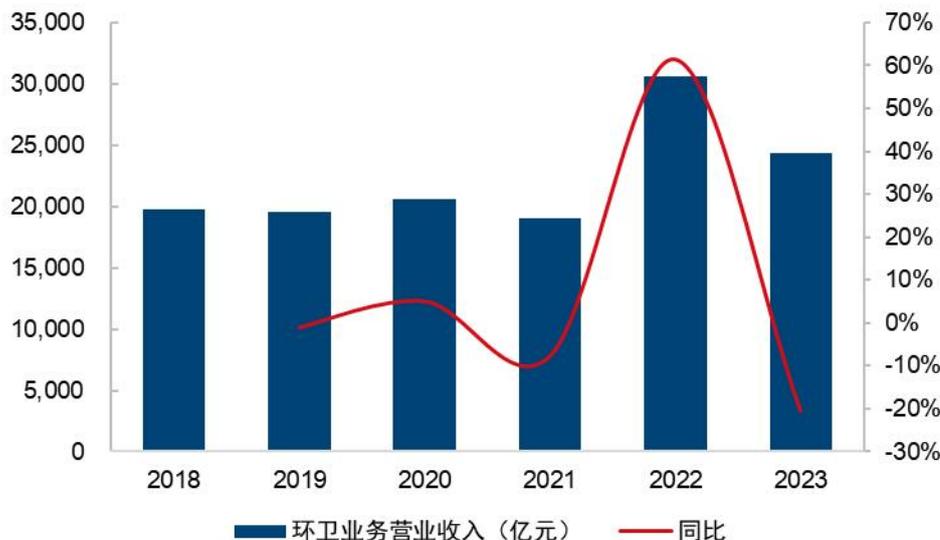
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 环卫业务

公司深耕区域环卫市场。2018 年公司以现金 2.36 亿元购买控股股东中汇集团持有的名城科技 95.50% 股权切入环卫行业。名城环境拥有中山市医疗废弃垃圾处理特许经营权，负责运营 4 个垃圾填埋场（2 个填埋场的运营管理及 2 个已封场填埋场），服务范围包括中山市东区、南区、港口、黄圃、南朗及民众等镇区，业务拓展至深圳市、东安县等地；承担城区超过 1,500 个垃圾收集点（含垃圾屋）及 16 个转运站的生活垃圾收集清运工作，负责中山市医疗废弃物处置、各镇区污水厂污泥运输业，约占全市市场份额 24%。

环卫业务收入有所波动。2022 年公司顺利中标中山市 7 个环卫项目，带动环卫一体化业务稳步增长 61.3% 至 3.06 亿元。2023 年环卫服务业务收入又因医疗废物处理量减少下降 20.4% 至 2.44 亿元。

图23: 2018-2023 公司环卫业务收入情况

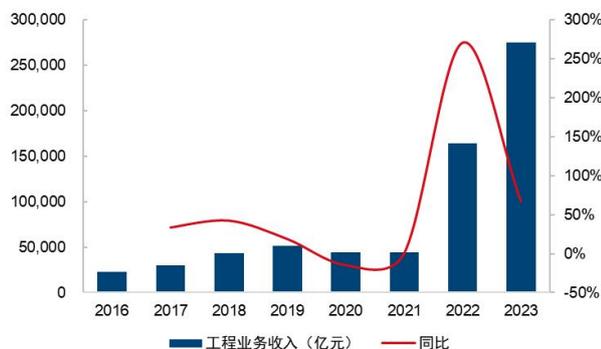


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

工程板块: 贡献近两年主要收入增长

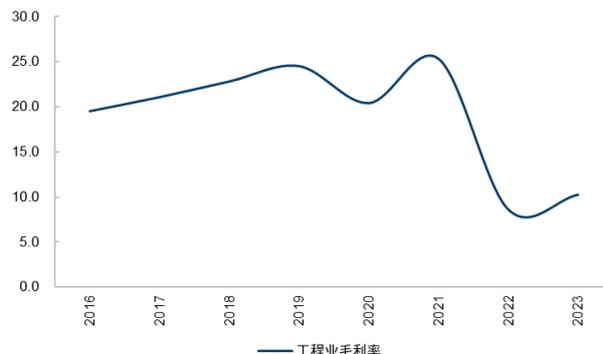
近年来公司工程安装业务收入持续增长。公司工程业务涵盖市政、房屋建筑、供排水管网建设、水处理工程、生态环境治理、电力工程建设等。公司工程安装业务主要通过公开招投标市场和承接中山公用内部项目等方式获得各类工程项目, 近年以内部项目为主。工程板块贡献了公司的主要营收增长, 从2016年的2.25亿元快速增长至2023年的27.47亿元, CAGR 42.97%。2022年, 公司签约合同额为44.63亿元, 较往年大幅增加, 主要系新增签订了多个金额较大的水污染治理工程项目。2023年, 公司加大外部项目获取力度, 新增及延续中心城区水污染治理工程, 工程板块收入同比增加67.81%。工程安装业务毛利率整体波动较大, 主要系工程项目盈利能力参差不齐所致。

图24: 2016-2023 公司工程业务收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: 2016-2023 公司工程业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在手订单充裕。截至2024年3月末, 公司在建供水与污水处理项目总投资60.93亿元, 未来尚需投入47.11亿元。公司在手未完工的外部项目合同规模为

31.05 亿元，在手订单较为充裕，可在一定程度上保证未来增长。

表4: 公司待建设的供水项目和管网项目情况

项目类型	项目名称	所在地区	处理能力	总投资金额	已投资金额
供水项目	东风水厂三期扩建工程	中山市	--	1.20	0.47
	长江水厂与大丰水厂双水源保障工程	中山市	--	6.85	0.47
管网项目	沙港路供水管网互联互通保障工程	中山市	--	3.56	0.01
	翠亨新区起步区第二条供水主管工程	中山市	--	1.09	0.08
其他	老旧小区二次供水改造(一期)		--	2.50	1.10
小计				15.20	2.13

资料来源：《中山公用 2024 年度信用评级报告》，国信证券经济研究所整理

表5: 公司待建设的污水处理项目情况

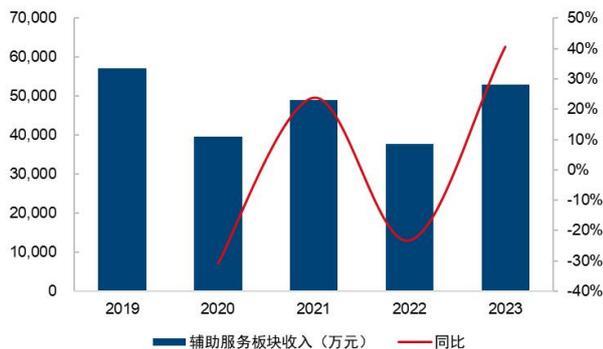
项目类型	项目名称	所在地区	处理能力	总投资金额	已投资金额	
污水处理项目	梅江污水处理厂二期及尾水湿地公园工程	兰溪市	1.00	1.69	0.83	
	兰溪市污水处理厂清洁排放提标改造工程	兰溪市	--	1.01	0.73	
	兰溪诸葛污水处理厂	兰溪市	0.50	1.01	0.61	
	中心城区存量排水管网检测与完善工程	中山市	--	18.17	4.55	
	沙溪镇污水管网完善工程(除农污外)	中山市	--	8.10	1.66	
	沙溪镇污水管网完善工程(农污)	中山市	--	6.37	1.33	
	中心城区智慧排水平台	中山市	--	1.64	0.42	
	西区、南区农村污水收集管网完善工程	中山市	--	4.39	0.32	
	中山市珍家山污水处理厂扩能提升工程	中山市	--	1.17	0.00	
	其他	中山市	1.85	2.18	1.24	
	小计				45.73	11.69

资料来源：《中山公用 2024 年度信用评级报告》，国信证券经济研究所整理

辅助服务板块：疫情结束后恢复明显

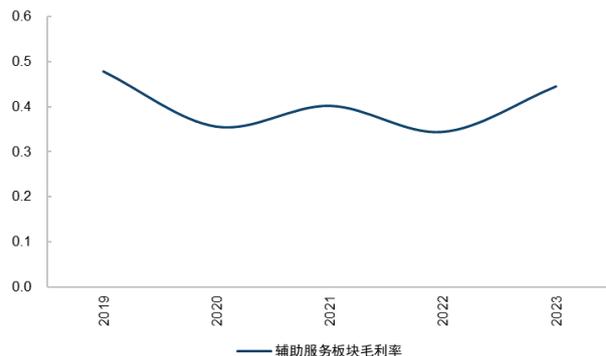
近年来公司辅助服务板块收入有所波动。公司辅助业务板块主要包括金融投资、市场运营、港口客运等业务。2019 年公司该板块收入达到峰值 5.72 亿元，随后受疫情影响，公司的客运量、出租率、租金（政府出台租金减免政策）均有一定下滑，2020 年同比下滑 31%至 3.97 亿元。2023 年随着免租政策取消和客运航线恢复，该板块收入重新回到增长轨道，同比+40%至 5.3 亿元；同时板块毛利率亦增加 10pct 至 44.5%，盈利能力获得修复。

图26: 2019-2023 公司辅助服务板块收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 2019-2023 公司辅助服务板块毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

金融投资方面, 公司直接或间接持有广发证券 10.55%股份(我们将在下一部分重点讨论); 同时, 与其全资子公司广发信德合作设立了环保产业投资基金、夹层投资基金、致远创投基金等多个基金, 形成良好的战略合作关系, 为公司战略发展提供重要支撑。

表6: 公司基金投资情况(亿元)

基金名称	持有份额	投资总额	应缴金额	已缴金额	投资方向
珠海广发信德环保产业投资基金合伙企业(有限合伙)	10.74%	5.77	0.62	0.62	环保产业
中山广发信德公用环保夹层投资企业(有限合伙)	40.00%	3.50	1.40	1.40	环保产业
中山广发信德致远科技创业投资合伙企业(有限合伙)	46.67%	6.00	2.80	2.80	环保产业
中山公用广发信德新能源产业投资基金(有限合伙)	50.00%	30.00	15.00	3.75	涉及光伏、锂电材料及储能等行业
中山公用广发信德基础设施投资基金(有限合伙)	77.50%	4.00	3.10	0.465	清洁能源行业
合计		49.27	22.92	9.035	

资料来源: 《中山公用 2024 年度信用评级报告》, 国信证券经济研究所整理

市场运营方面, 公司拥有下辖 34 个农贸(批发)市场及商业体, 传统业务范围覆盖中山市 17 个镇街, 总占地面积约 45 万 m², 总建筑面积约 36 万 m², 是中山市最大的农贸市场集群。公司对外出租市场中鲜活产品批发、果蔬批发、农产品零售业务在中山市的市场份额分别为 80%、70%和 18%。截至 2023 年 9 月末, 公司下属市场建筑面积合计 39.42 万平方米, 可供租赁面积 31.79 万平方米, 出租率约为 83.17%。

表7: 公司农贸市场运营情况

市场名称	建筑面积	可供出租面积	出租率	平均租赁价格(元/平方米/天)
农产品交易中心	77,541.15	70,767.16	90.86%	2.11

表7: 公司农贸市场运营情况

市场名称	建筑面积	可供出租面积	出租率	平均租赁价格 (元/平方米/天)
黄圃商业体	39,604.93	39,604.93	100.00%	0.80
东风兴华商业体	28,119.17	28,119.17	100.00%	1.21
泰安市场	27,963.64	22,370.91	90.58%	0.49
张家边商业体	18,939.41	15,151.53	100.00%	1.10
光明市场*	18,355.68	18,355.68	0.00%	-
民众市场	17,653.86	9,924.71	67.55%	1.60
东南门市场*	11,240.30	7,559.19	0.00%	-
大涌市场	11,143.74	5,738.52	74.86%	1.91
金怡市场	10,599.97	7,305.12	83.58%	0.81
红楼市场	10,401.30	10,401.30	71.43%	0.09
坦背市场	10,100.82	8,080.66	90.00%	1.30
港口市场	10,008.02	7,612.09	82.96%	2.34
海洲市场	9,020.80	5,139.99	90.79%	1.95

资料来源:《中山投资控股 2024 信用评级报告》,国信证券经济研究所整理

港口客运方面,公司运营中山至香港、深圳客运航线,拥有 4 艘豪华高速双体客轮。2024 年 11 月 28 日,新中山客运口岸正式开航,进一步缩短了中山-深圳、中山-香港之间的通航时间,有望为公司带来额外收入增长。

广发证券股权带来业绩/股价弹性

广发证券是国内头部证券公司

国内首批综合类证券公司,具备全牌照业务。广发证券股份有限公司成立于 1991 年,是国内首批综合类证券公司,先后于 2010 年和 2015 年在深圳证券交易所及香港联合交易所主板上市(股票代码:000776.SZ,1776.HK)。公司始终坚持“以客户为中心”导向,主要服务境内外企业客户、机构客户及广大个人投资者,是具有行业领先创新能力的资本市场综合服务商;拥有投资银行、财富管理、交易及机构和投资管理四大业务板块,具备全业务牌照。

各项经营指标居于行业前列。公司是中国资本市场最具影响力的证券公司之一,各项主要经营指标 30 余年来始终位居行业前列,并在研究、资产管理、财富管理等多个核心业务领域中形成了领先优势。截至 2024Q3,公司总资产 7706.53 亿元,行业排名第四,仅次于中信证券、国泰君安和华泰证券。2024Q1-Q3,公司实现营业收入 191.37 亿元,实现归属于上市公司股东的净利润 67.64 亿元。

表8: 主流上市券商 2024Q1-Q3 经营指标(单位:亿元,ROE 单位为%)

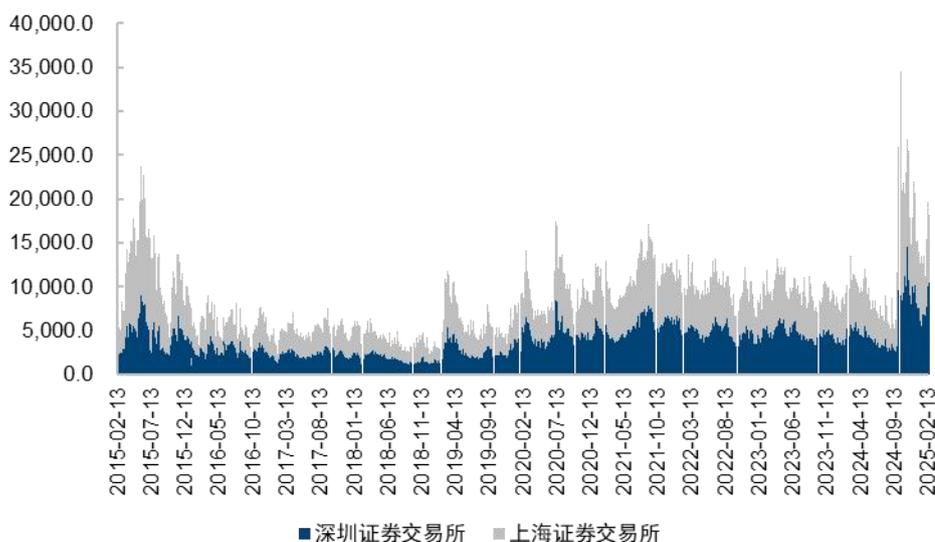
	代码	总资产	营业收入	归母净利润	ROE
中信证券	600030.SH	17,317.16	461.42	167.99	6.05
国泰君安	601211.SH	9,319.48	290.01	95.23	5.71
华泰证券	601688.SH	8,474.58	314.24	125.21	6.87
广发证券	000776.SZ	7,706.53	191.37	67.64	4.86
中国银河	601881.SH	7,479.18	270.86	69.64	5.21
海通证券	600837.SH	6,932.37	128.99	-6.59	-0.41
申万宏源	000166.SZ	6,721.71	174.56	38.50	3.79
招商证券	600999.SH	6,667.61	142.79	71.50	5.77
中金公司	601995.SH	6,553.80	134.49	28.58	2.68
中信建投	601066.SH	5,547.40	143.15	42.97	4.33
国信证券	002736.SZ	4,841.29	122.71	48.79	4.34
东方证券	600958.SH	3,882.98	140.79	33.02	4.13
东方财富	300059.SZ	3,264.81	73.04	60.42	8.11

兴业证券	601377.SH	2,907.81	88.11	13.20	2.33
光大证券	601788.SH	2,727.38	64.06	19.90	2.96
方正证券	601901.SH	2,373.92	54.33	19.65	4.26
中泰证券	600918.SH	2,126.75	74.24	5.03	1.22
东吴证券	601555.SH	1,790.77	84.37	18.32	4.57
国元证券	000728.SZ	1,562.25	50.55	15.70	4.48
长江证券	000783.SZ	1,561.22	48.04	14.34	3.96

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024.9.24 以来 A 股成交额提升明显，利好广发证券业绩。2024 年开年上证指数从 3000 点左右几度跌破 2700 点。短暂回升后 5 月 24 日之后 A 再次开启单边下跌行情，9 月 18 日上证指数来到 2689.7 点的低位，市场情绪几乎到达冰点，两市日均成交额仅 5000-6000 亿元。9 月 24 日：三部委联合发布包括存量房贷利率调整等在内的货币政策以及为证券基金和保险业提供互换便利工具、对上市公司及其控股股东的增持回购给予再贷款支持等，市场开始大幅上涨，交易活跃度明显提升，2024.10.8 A 股总成交额达到创纪录的 3.45 万亿。随后的几个月内全 A 日交易额虽有所下降，但基本保持在 1 万亿以上，高成交额有望为广发证券带来额外的经纪业务业绩贡献。

图28: 过去十年沪深两市股票交易总成交额情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

权益法能够更真实反应广发证券的投资价值

公司自 1999 年以来便持有广发证券股权，初始投资成本仅为 3 亿元。截至 2024 年 9 月 30 日，中山公用持有广发证券 A 股 686,754,216 股，持股比例为 9.01%；中山公用通过其全资子公司公用国际（香港）投资有限公司持有公司 H 股 116,918,400 股，占公司总股本的 1.53%。中山公用及其一致行动人持有公司 A 股和 H 股占公司总股本的比例为 10.55%。公司在广发证券董事会和监事会中均派有代表，对广发证券有重大影响。

表9: 公司高管在广发证券的任职情况

姓名	广发证券职务	中山公用职务	个人履历	工作经历
郭敬谊	非执行董事	党委书记、董事长	郭敬谊先生, 1975年6月出生, 集团有限公司总经理, 中山中汇投资集团有限公司总经理等职务。现任中山公用事业集团股份有限公司党委书记、董事长, 广发证券股份有限公司董事。	任中山市供水有限公司总经理, 中山市交通发展集团有限公司项目计划中心投资专员、投资发展部副主任、投资运营部副主任(主持工作), 中山市金融证券研究所有限公司研究二部研究员(部门经理)、董事会秘书, 中山中汇投资集团有限公司直属党支部委员、投资部投资总监, 中山公用事业集团股份有限公司总经理助理(投资方向)。
周飞媚	股东代表监事	董事会秘书	周飞媚女士, 1985年2月出生, 中共党员, 经济学硕士, 高级经济师。	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司采用权益法核算广发证券股权。由于公司长期持有广发证券股权且对其有重大影响, 在会计处理上公司将广发证券股权计入资产负债表中的长期股权投资一项而非金融资产并采用权益法核算。权益法根据广发证券的经营成果(净利润或亏损)按持股比例调整长期股权投资的账面价值, 能够更真实地反映投资的实际价值。同时权益法下, 中山公用按持股比例确认广发证券的净利润或亏损, 而不是仅在实际收到股利时确认收益, 避免了通过股利分配操纵利润的可能性。

表10: 对于参股公司不同会计处理方式的对比

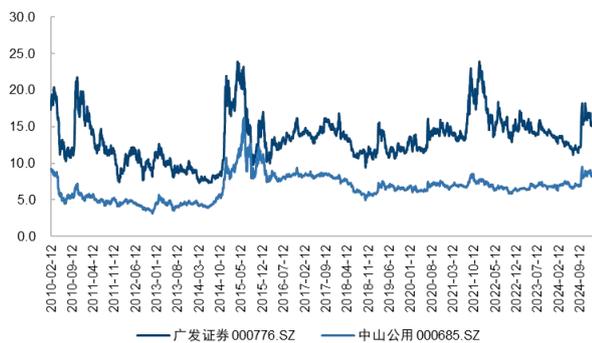
项目	长期股权投资	可供出售金融资产
定义	企业通过投资取得被投资单位的股权, 持有期限较长(通常超过一年)。	企业持有的非衍生金融资产, 不打算在短期内出售, 也不属于持有至到期投资或贷款和应收款项。
持有目的	对被投资单位实施控制、共同控制或施加重大影响, 或获取长期资本增值、战略合作。	未来出售以获取资本增值或投资收益, 而非控制或影响被投资单位。
初始计量	按实际支付的对价(包括相关交易费用)确认初始投资成本。	按公允价值加上相关交易费用确认初始投资成本。
后续计量	- 权益法: 按持股比例确认被投资单位的净利润或亏损。 - 成本法: 账面价值保持不变, 除非发生减值。	按公允价值计量, 公允价值变动计入其他综合收益(OCI), 出售时转入损益。
公允价值变动处理	- 权益法: 不直接反映公允价值变动。 - 成本法: 不反映公允价值变动。	公允价值变动计入其他综合收益(OCI), 不影响当期损益, 出售时转入损益。
减值处理	发生减值时计提减值准备, 减值损失计入当期损益。	发生减值时计提减值准备, 减值损失计入当期损益, 且减值损失可以转回(不超过原计提金额)。
报表列示	在资产负债表上作为非流动资产列示。	在资产负债表上作为非流动资产或流动资产列示, 具体取决于持有期限。
适用场景	对被投资单位有控制、共同控制或重大影响的情形(如子公司、联营企业、合营企业)。	企业持有但不打算在短期内出售的金融资产(如股票、债券等)。

资料来源: 财政部官网, 国信证券经济研究所整理

股价对比复盘: “熊市”更加抗跌, “牛市”亦可享受上涨弹性

中山公用股价与广发证券走势一致性程度较高。我们选取2010.2.12(广发证券借壳延边公路上市日)-2025.2.14作为研究区间, 对比广发证券和中山公用前收盘价的历史走势。通过计算二者的相关系数(0.68)不难发现二者的走势一致性较高。进一步引入沪深300指数、非银金融(申万)指数和水务及水治理(申万)指数对过去五年的累计收益率进行研究, 中山公用以27.96%的累计收益率排名第一, 广发证券、沪深300、非银金融(申万)、水务及水治理(申万)的累计收益率分别为18.16%、-5.13%、-15.58%、-16.72%。

图29：2010-2025 广发证券与中山公用股价对比（元/股）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：近五年中山公用、广发证券与主要指数累计收益率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

享受“牛市”弹性的同时波动与回撤更小。通过对比 2011-2024 年中山公用与广发证券区间年化收益率、年化波动率、最大涨幅和最大回撤，我们发现中山公用在牛市（2014-2015）的年化收益率和最大涨幅并不逊色于广发证券，在熊市时的回撤与波动率的表现明显优于广发证券。

表11：2011-2024 中山公用与广发证券收益率、波动率及回撤情况对比（单位：%）

	区间收益率（年化）		波动率（年化）		最大涨幅		最大回撤	
	中山公用	广发证券	中山公用	广发证券	中山公用	广发证券	中山公用	广发证券
2011	-17.69	-61.26	33.12	40.04	25.77	29.24	-29.17	-61.93
2012	0.93	51.62	30.52	46.15	37.97	64.35	-38.10	-37.07
2013	4.43	-18.82	38.03	37.99	38.17	27.61	-37.57	-36.08
2014	109.54	119.73	36.95	40.50	173.08	199.98	-19.61	-22.28
2015	16.76	-25.02	60.36	61.81	106.34	82.12	-50.90	-60.95
2016	-19.43	-9.47	31.27	39.20	26.14	61.85	-24.13	-29.48
2017	-6.30	1.04	15.08	20.17	10.24	26.92	-11.15	-14.86
2018	-30.45	-22.17	25.49	28.32	22.38	30.50	-40.79	-44.00
2019	20.18	21.98	26.19	35.09	35.63	47.88	-17.63	-31.66
2020	3.90	9.98	26.80	35.09	25.78	40.95	-13.00	-18.03
2021	10.77	57.78	22.19	40.16	33.32	83.67	-15.58	-24.48
2022	-17.92	-36.07	19.23	38.30	12.81	35.32	-25.30	-42.38
2023	7.24	-5.97	14.68	22.93	18.23	19.79	-13.34	-21.43
2024	30.94	17.62	29.05	29.11	51.40	63.29	-16.10	-18.89

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

为什么我们在当前时点看好中山公用？

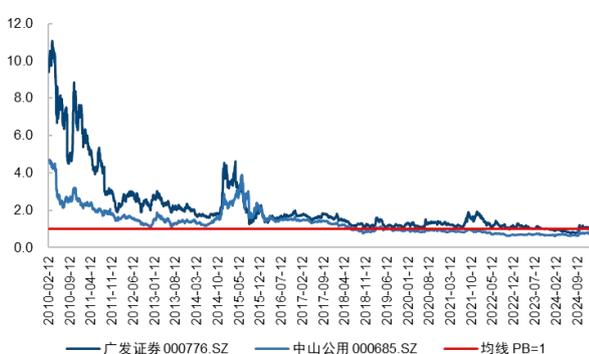
证监会、国资委强调破净上市公司市值管理

证监会要求长期破净公司披露估值提升计划。2024 年 11 月 15 日，证监会正式发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》。《指引》给出了长期破净公司的定义，即指股票连续 12 个月每个交易日收盘价均低于其最近一个会计年度经审计的每股归属于公司普通股股东的净资产的上市公司。同时进一步明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员等相关方的责任，并对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。

国资委高度重视中央企业控股上市公司破净问题。12月17日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，《意见》指出要高度重视控股上市公司破净问题，将解决长期破净问题纳入年度重点工作，指导长期破净上市公司制定披露估值提升计划并监督执行；对业务协同度弱、股票流动性差、基本失去功能作用的破净上市公司，鼓励通过吸收合并、资产重组等方式加以处置。

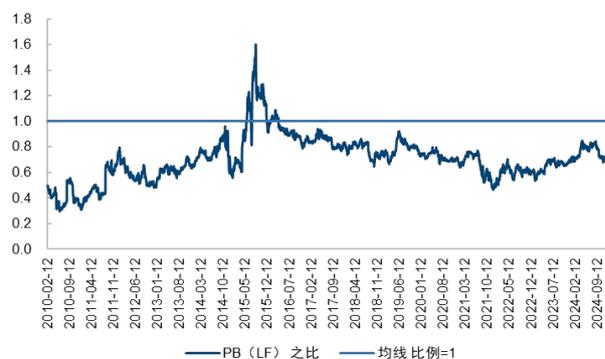
中山公用自2018年破净至今。2010-2018年，中山公用的PB(LF)大多数时间在1-4倍波动，2018年券商熊市叠加环保行业众多PPP项目暴雷对公司估值形成双杀，PB(LF)跌破1倍此后再未修复至1倍以上。公司PB(LF)仅在2015年牛市时短暂超越广发证券PB(LF)，多数时间在广发证券PB(LF)的60%-80%区间波动。

图31：2010-2025 中山公用与广发证券 PB (LF) 情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

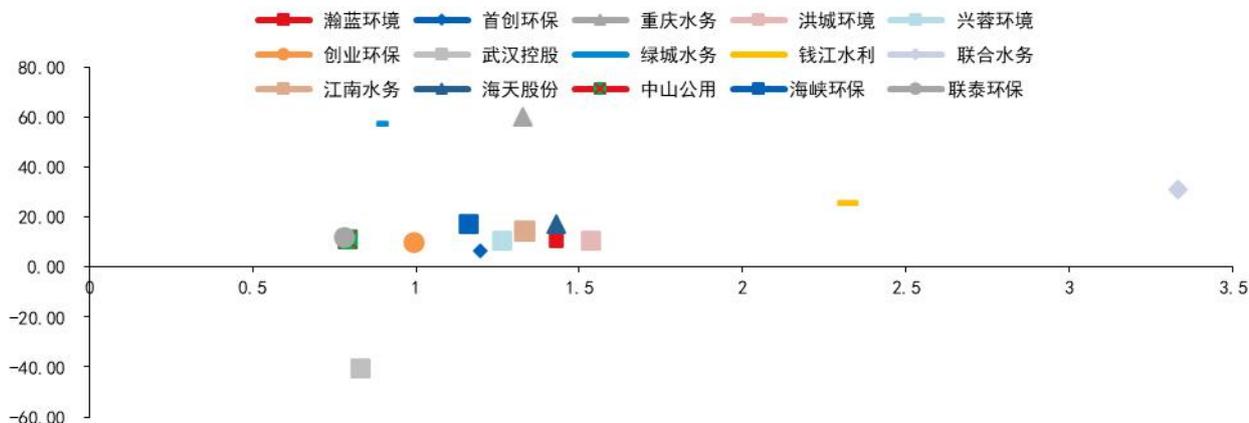
图32：2010-2025 中山公用与广发证券 PB (LF) 之比情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

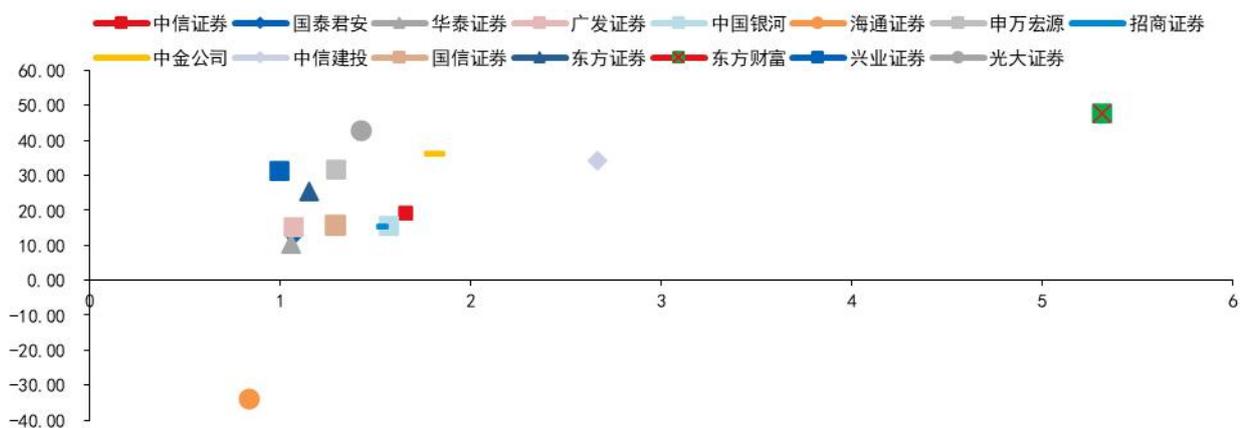
分板块看，公司净资产的市场价格均大于1倍PB。我们将中山公用的净资产简单拆分为广发证券长期股权投资部份和水务资产部分，A股水务上市公司的PB大多数处于1-1.5倍区间，证券上市公司的PB大多数处于1-2倍PB。再结合我们前文的分析，这两部分资产的盈利能力在行业内均处于中上水准，并无明显理由给予折价，故我们认为公司的股价在一定程度上存在被错杀的可能性。

图33: 主流 A 股水务上市公司估值情况 (X 轴为 PB MRQ, Y 轴为 PE TTM)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (估值倍数均选取 2025. 2. 28 收盘价进行计算)

图34: 主流 A 股证券上市公司估值情况 (X 轴为 PB MRQ, Y 轴为 PE TTM)

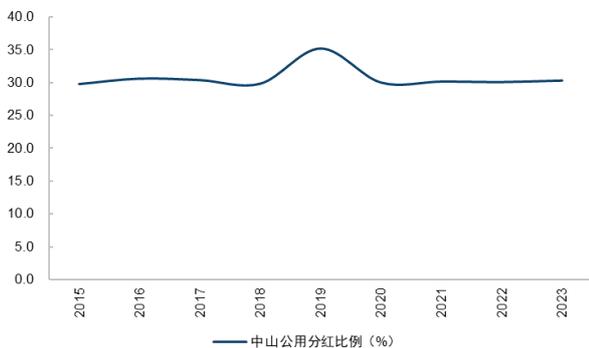


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (估值倍数均选取 2025. 2. 28 收盘价进行计算)

特别分红增强投资者信心

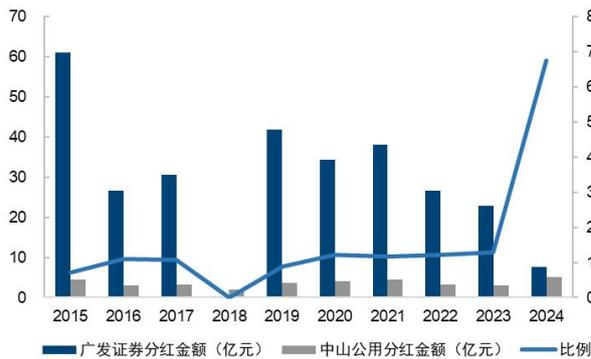
公司近 10 年一贯坚持稳定分红原则。2015 年 2 月中山公用在公司章程中规定在不影响公司持续经营的情况下, 公司每年的分红比例不低于当年可分配利润的 30%, 公司每年现金分红比例不低于每年可分配利润的 20%, 此后公司历年的现金分红率均在 30%左右。将公司与广发证券分红比例进行对比, 不难发现公司年度现金分红额与广发证券年度现金分红额之比在大多数年份(2018 年广发证券非公开发行无法分红, 2019 年进行了年中和年末两次分红)均高于公司持有广发证券的股权比例, 亦可反应出公司对投资者的回报力度。

图35: 2015-2023 中山公用分红比例情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 2015-2024 中山公用及广发证券分红比例情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

特别分红 5.14 亿元回报股东。公司于 2024 年 12 月 16 日晚发布了《关于回报股东特别分红预案的议案》，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.50 元（含税），本次不送红股，不以资本公积金转增股本，合计拟派发现金红利 513,705,895.50 元，上述红利已于 2025 年 1 月 15 日发放完毕。本次特别分红不但积极响应了证监会市值管理的要求，还提振了投资者信心，同时降低了公司账面净资产，在一定程度上有助于公司市净率的修复。除了特别分红外，公司亦有可能采取下表手段进行估值提升。

表12: 解决破净问题的主要手段

措施类别	具体措施	作用
优化公司基本面	提升盈利能力, 改善经营效率, 降低成本, 优化业务结构	增强市场对公司未来发展的信心
	剥离非核心或亏损资产, 聚焦核心业务	提升公司整体竞争力和盈利能力
	通过技术创新、业务转型或拓展新市场	寻找新的增长点, 提升公司长期价值
股份回购	利用自有资金回购股票, 减少流通股本	提升每股收益 (EPS) 和每股净资产 (BVPS), 推动股价上涨
	回购行为向市场传递管理层对公司未来发展的信心	提振投资者情绪
大股东或管理层增持	大股东通过二级市场增持公司股票	传递对公司价值的认可和信心
	公司高管增持股票	表明管理层与公司利益一致, 增强投资者信任
优化资本结构	提高现金分红比例	回报投资者, 增强市场吸引力
资产重组或注入优质资产	优化债务结构, 降低财务成本	改善公司财务状况
	剥离不良资产或注入优质资产	提升公司整体资产质量和盈利能力
加强投资者关系管理	通过并购具有协同效应的企业	扩大业务规模, 提升市场竞争力
	定期披露公司经营情况、发展战略和未来规划	增强市场信心
	通过路演、投资者交流会等方式与投资者沟通	传递公司价值, 吸引长期投资者
利用政策支持	引入战略投资者	稳定股价并提升市场认可度
	利用资本市场相关政策 (如简化回购审批、鼓励并购重组等)	推动市值提升
市值管理工具	国企改革 (如混合所有制改革、员工持股计划)	激发公司活力
	实施股权激励计划	将管理层和核心员工的利益与公司长期发展绑定, 提升经营效率
品牌与市场形象建设	通过品牌建设、社会责任活动提升公司市场形象	增强投资者和消费者的认可
	通过正面宣传公司发展战略和成果	改善市场认知

资料来源: 证监会《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

水务业务：我们假设 2024-2026 公司的自来水销售单价分别为 1.7/1.7/1.7 元/吨，产销差率分别为 88%/88.5%/89%，自来水销售量分别为 4.35/4.46/4.53 亿吨；污水处理单价分别为 2.2/2.2/2.2 元/吨，污水处理量 3.03/3.13/3.19 亿吨。预计 2024-2026 年公司水务板块的收入为 13.91/14.46/14.71 亿元，同比增长 4%/4%/2%，毛利率 27.8%/27.7%/28.7%。

固废业务：我们假设 2024-2026 公司的吨垃圾上网电量为 370/375/380 度，厂用电率为 14%/14%/14%，垃圾处理量 131/134/138 万吨。预计 2024-2026 年公司固废业务的收入为 6.69/7.12/7.44 亿元，同比增长 16%/6%/4%，毛利率 31.6%/31.1%/31.1%。

其他辅助业务：客运服务、农贸市场等辅助业务基本已恢复至疫情前状态，我们假设该业务增速与中山市 GDP 增速大体相当。预计 2024-2026 年公司辅助业务板块的营业收入为 5.83/6.30/6.61 亿元，同比增长 10%/8%/5%，毛利率为 45%/45%/45%。

工程业务：截至 2024 年 3 月末，公司在建供水与污水处理项目总投资 60.93 亿元，未来尚需投入 47.11 亿元。公司在手未完工的外部项目合同规模为 31.05 亿元，在手订单较为充裕，可在一定程度上保证未来增长。预计 2024-2026 年工程收入为 30.22/32.64/34.27 亿元，毛利率 10.5%/10.5%/10.5%。

投资收益：我们假设 2024-2026 年公司持有广发证券 10.55%的股权比例不变，预计广发证券 2024-2026 年的归母净利润 84.1/95.7/109.7 亿元（Wind 一致性预期），暂不考虑其他较小的股权投资收益，我们预计 2024-2026 年公司的投资收益分别为 8.9/10.1/11.6 亿元。

表13：中山公用业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
水务业务						
收入（万元）	104,266	107,727	133,815	139,127	144,553	147,119
增速	9%	3%	24%	4%	4%	2%
毛利（万元）	34,399	30,575	35,132	38,649	40,068	42,237
毛利率	26.3%	27.8%	27.7%	28.7%	26.3%	27.8%
固废业务						
收入（万元）	39,578	52,770	57,788	66,884	71,223	74,358
增速	2%	33%	10%	16%	6%	4%
毛利（万元）	10,876	15,916	17,469	21,123	22,178	23,095
毛利率	27.5%	30.2%	30.2%	31.6%	31.1%	31.1%
工程业务						
收入（万元）	44,126	163,702	274,707	302,178	326,352	342,669
增速	1%	271%	68%	10%	8%	5%
毛利（万元）	11,161	14,079	28,107	31,729	34,267	35,980
毛利率	25.3%	8.6%	10.2%	10.5%	10.5%	10.5%
其他辅助业务						
收入（万元）	49,099	37,725	53,001	58,301	62,965	66,113
增速	24%	-23%	40%	10%	8%	5%
毛利（万元）	19,746	13,004	23,586	26,235	28,334	29,751
毛利率	40.2%	34.5%	44.5%	45.0%	45.0%	45.0%
合计						
总营收（万元）	237,069	361,923	519,899	566,490	605,093	630,259
增速	9%	53%	44%	9%	7%	4%
毛利（万元）	76,182	73,573	104,807	117,736	124,848	131,063
毛利率	32.1%	20.3%	20.2%	20.8%	20.6%	20.8%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表14: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5199	5665	6051	6303
营业成本	4151	4488	4802	4992
销售费用	65	85	84	87
管理费用	299	265	285	291
财务费用	171	173	164	148
营业利润	1064	1354	1528	1734
利润总额	1077	1366	1540	1746
归属于母公司净利润	967	1227	1384	1569
EPS	0.66	0.83	0.94	1.06
ROE	5.91%	7%	8%	8%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 预计未来 3 年营收 56.65/60.51/63.03 亿元, 同比+9%/7%/4%, 毛利率 20.8%/20.6%/20.8%, 毛利 11.77/12.48/13.11 亿元; 归母净利润 12.27/13.84/15.69 亿元, 同比+27%/13%/13%。扣除投资收益的主业归母净利润为 3.37/3.74/4.09 亿元, 同比增长 37.6%/11%/9.4%。

估值与投资建议

绝对估值: 10.37 元/股-12.05 元/股

输入条件: 基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况, 我们假定目标权益资本比为 64%, 2 年期的日度数据计算贝塔系数为 0.7, 无风险利率 2%, 风险溢价为 7%, 债务资本成本为 5.3%, 计算得出 WACC 值为 8.82%。

FCFF 估值结果: 在永续增长率为 1%的假设条件下, 测算出中山公用对应每股权益价值为 10.37 元/股-12.05 元/股, 高于目前股价 16.4%-35.2%。

表15: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	43.65%	8.96%	6.81%	4.16%
毛利率	20.2%	20.8%	20.6%	20.8%
管理费用/营业收入	1.97%	2.00%	2.20%	2.20%
销售费用/营业收入	1.26%	1.50%	1.38%	1.38%
营业税及附加/营业收入	0.75%	0.78%	0.72%	0.75%
所得税税率	7.78%	7.78%	7.78%	7.78%
股利分配比率	30.35%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所假设

表16: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.8	T	7.78%
无风险利率	2.50%	Ka	8.10%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.22
公司股价 (元)	8.91	Ke	11.04%

发行在外股数 (百万)	1475	E/(D+E)	63.72%
股票市值 (E, 百万元)	12966	D/(D+E)	36.28%
债务总额 (D, 百万元)	7383	WACC	8.81%
Kd	5.3%	永续增长率 (10年后)	1%

资料来源：国信证券经济研究所假设（股价数据更新至 2025.3.3）

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 17 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.8%	8.3%	8.81%	9.3%	9.8%
永续增长率变化	2.5%	13.93	12.98	12.18	11.50	10.92
	2.0%	13.31	12.48	11.77	11.16	10.63
	1.5%	12.79	12.05	11.41	10.87	10.38
	1.0%	12.34	11.68	11.11	10.60	10.16
	0.5%	11.96	11.36	10.84	10.37	9.96
	0.0%	11.62	11.08	10.59	10.17	9.79
	-0.5%	11.33	10.82	10.38	9.98	9.63

资料来源：国信证券经济研究所测算

相对法估值：10.50 元/股-11.01 元/股

我们采用分部估值法对中山公用进行估值。环保水务业务选取 A 股中的地方水务上市公司：洪城环境（南昌市）、兴蓉环境（成都市）、瀚蓝环境（佛山市）作为可比公司。2024-2026 年可比公司对应的平均 PE 估值均值分别为 10/9/8X, 参考可比公司估值水平, 我们给予公司环保水务 2025 年 9 倍 PE, 对应市值 33.66 亿元。投资收益部分对标广发证券估值水平, 给予 2025 年 12 倍-12.75 倍 PE, 对应市值 121.2 亿元-128.78 亿元, 合计 154.86 亿元-162.44 亿元（10.50-11.01 元/股）高于目前股价 17.8%-23.6%。

表18: 中山公用可比公司主营业务概览

公司	2023 年主营业务收入占比
洪城环境	污水:29.79%;天然气销售:24.89%;自来水:12%;固废处理:9.53%;污水环境工程:9.24%;给排水管道工程:8.22%;工程安装:4.13%;其他业务:2.01%。
兴蓉环境	污水处理服务:37.39%;自来水制售:30.21%;供排水管网工程:11.77%;垃圾发电:8.67%;垃圾渗滤液处理:4.77%;污水处理设备销售:4.19%;其他产品:3%。
瀚蓝环境	能源供应业务:32.99%;固废处理业务:28.52%;环卫业务:11.23%;PPP 项目合同产生的建设收入:11.12%;供水业务:8.85%;污水处理业务:3.65%;PPP 项目合同产生的利息收入:2.13%;其他:1.52%。
广发证券	财富管理业务:45.2%;资产管理:33.87%;证券投资业务:15.92%;其他-其他:2.52%;投资银行业务:2.5%。

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表19: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS	PE	ROE	PEG	投资
----	------	----	-----	-----	----	-----	-----	----

		值											评级	
		亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E		
000685.SZ	中山公用	8.79	130	0.66	0.83	0.94	1.06	13.4	10.6	9.4	8.3	5.9%	0.39	优于大市
可比公司														
600461.SH	洪城环境	9.15	117	0.96	0.90	0.96	1.02	9.2	10.1	9.5	9.0	13.6%	1.38	无
000598.SZ	兴蓉环境	6.89	206	0.62	0.69	0.77	0.84	9.2	10.0	9.0	8.2	11.1%	0.89	无
600323.SH	瀚蓝环境	20.32	166	1.75	2.07	2.24	2.44	9.9	9.8	9.1	8.3	11.8%	0.55	无
均值														
000776.SZ	广发证券	16.01	1220	0.92	1.10	1.26	1.44	15.6	14.5	12.8	11.1	5.1%	0.71	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司取自Wind一致预期（股价数据更新至2025.2.17）

投资建议

综合上述估值，我们认为中山公用股票价值在 10.50-11.11 元之间，较当前股价有 17.8%-24.7% 的溢价。我们认为，中山公用作为区域环保水务龙头，广发证券股权投资收益带来额外弹性，稳健环保水务资产和分红提供安全垫，在证监会和国资委强调重视破净公司估值提升的背景下，我们认为公司估值有望修复。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 11.01-11.11 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的区域环保水务公司如瀚蓝环境、兴蓉环境、洪城环境和参股公司广发证券的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年 PE 的 wind 一致性预期做为相对估值的参考，在行业平均水平的基础上，最终给予公司环保水务业务 2025 年 9 倍 PE 估值，投资收益 12-12.75 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 21%/21%/21%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

- ◆ 在对公司的未来盈利预测中，我们设定了如产能利用率、吨垃圾上网电量、自来水单价、污水处理单价等很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断，若这些参数的假设与实际情况偏离，可能导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

广发证券业绩波动风险：投资收益常年占公司归母净利润的 70%以上，一旦广发证券经营状况出现波动，可能对公司业绩造成较大影响。

工程收入下滑风险：受益于中山市推进厂网一体化改造，公司签约的水污染治理等项目数量及金额大幅提升从而带动工程收入快速增长，一旦后续新签工程订单不及预期，公司营收存在下滑风险。

应收账款回收不及预期风险：受公司水费及环卫垃圾清运费等回款情况欠佳，公司应收账款账面余额近年来快速增长，截至 2024Q3，公司的应收账款账面余额达到 15.35 亿元，较 2023 年末增长 33.94%。同时受工程业务项目增加，部分项目未完工结算，材料及劳务支出增加等因素影响，2024 年前三季度公司的经营活动净现金流下滑至-4.1 亿元。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2066	2168	2201	2145	2171	营业收入	3619	5199	5665	6051	6303
应收款项	908	1239	1350	1442	1502	营业成本	2883	4151	4488	4802	4992
存货净额	117	115	122	128	132	营业税金及附加	23	39	44	43	47
其他流动资产	1045	1079	1176	1256	1308	销售费用	50	65	85	84	87
流动资产合计	4137	4602	4849	4971	5113	管理费用	236	299	265	285	291
固定资产	2230	3439	4294	5048	5642	研发费用	106	156	170	181	189
无形资产及其他	3745	3801	3649	3497	3345	财务费用	114	171	173	164	148
投资性房地产	1971	3013	3013	3013	3013	投资收益	886	722	887	1010	1158
长期股权投资	13412	14153	14153	14153	14153	资产减值及公允价值变动	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
资产总计	25495	29007	29957	30682	31265	其他收入	(86)	(128)	(140)	(151)	(159)
短期借款及交易性金融负债	2370	3424	3337	2904	2328	营业利润	1110	1064	1354	1528	1734
应付款项	1560	2466	2600	2741	2812	营业外净收支	(8)	12	12	12	12
其他流动负债	2662	2066	2189	2311	2373	利润总额	1102	1077	1366	1540	1746
流动负债合计	6591	7957	8126	7956	7513	所得税费用	54	84	106	120	136
长期借款及应付债券	2604	4146	4046	3946	3846	少数股东损益	(24)	25	32	36	41
其他长期负债	341	249	249	249	249	归属于母公司净利润	1072	967	1227	1384	1569
长期负债合计	2945	4395	4295	4195	4095	现金流量表（百万元）					
负债合计	9536	12352	12421	12151	11608	净利润	1072	967	1227	1384	1569
少数股东权益	285	277	300	325	354	资产减值准备	(29)	9	8	5	5
股东权益	15673	16378	17237	18205	19303	折旧摊销	323	404	486	573	651
负债和股东权益总计	25495	29007	29957	30682	31265	公允价值变动损失	3	3	3	3	3
关键财务与估值指标						财务费用	114	171	173	164	148
每股收益	0.73	0.66	0.83	0.94	1.06	营运资本变动	(471)	(1176)	49	90	22
每股红利	0.22	0.20	0.25	0.28	0.32	其它	13	8	15	20	24
每股净资产	10.63	11.10	11.69	12.34	13.09	经营活动现金流	910	216	1788	2075	2273
ROIC	4.89%	5.40%	5%	5%	6%	资本开支	0	(1423)	(1200)	(1183)	(1100)
ROE	6.84%	5.91%	7%	8%	8%	其它投资现金流	130	1	0	0	0
毛利率	20%	20%	21%	21%	21%	投资活动现金流	(355)	(2163)	(1200)	(1183)	(1100)
EBIT Margin	9%	9%	11%	11%	11%	权益性融资	6	8	0	0	0
EBITDA Margin	18%	17%	19%	20%	21%	负债净变化	1415	1342	(100)	(100)	(100)
收入增长	53%	44%	9%	7%	4%	支付股利、利息	(323)	(294)	(368)	(415)	(471)
净利润增长率	-27%	-10%	27%	13%	13%	其它融资现金流	(3049)	(56)	(87)	(433)	(577)
资产负债率	39%	44%	42%	41%	38%	融资活动现金流	(858)	2049	(555)	(948)	(1147)
股息率	2.5%	2.3%	2.8%	3.2%	3.6%	现金净变动	(303)	102	33	(56)	26
P/E	12.1	13.4	10.6	9.4	8.3	货币资金的期初余额	2368	2066	2168	2201	2145
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	货币资金的期末余额	2066	2168	2201	2145	2171
EV/EBITDA	34.9	28.4	23.1	20.5	18.2	企业自由现金流	0	(1744)	(99)	84	215
						权益自由现金流	0	(458)	(446)	(600)	(597)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032