

中山公用（000685.SZ）

优于大市

2024 现金分红创历史新高，25Q1 归母净利润同比+62.2%

核心观点

收入稳步增长，工程业务占比仍高。2024 年公司实现营业收入 56.78 亿元，同比增长 9.22%。其中水务板块受益于“供水一盘棋”工作基本完成，实现营收 14.38 亿元，同比增长 7%；固废业务受益于环卫服务市占率提升（24%-40%），实现营收 7.63 亿元，同比增长 32%；工程业务实现营收 30.08 亿元，同比增长 9%，占总营收的比重为 53.1%；辅助服务业务实现营收 4.60 亿元，同比下滑 13%。新能源业务实现营收 1042 万元，同比增长 77%。2025Q1 公司营收继续稳增，同比提升 8.25%至 9.77 亿元。

归母净利润表现亮眼，广发证券带动投资收益增长。2024 年公司实现归母净利润 11.99 亿元，同比增长 24.02%。其中投资收益 10.08 亿元，占比 84.1%，同比增长 39.6%，主要系广发证券所带来的股权投资收益增加所致。2024 年广发证券实现归母净利润 96.37 亿元，同比增长 38.1%。2025Q1 公司实现归母净利润 3.05 亿元，同比增长 64.2%。其中投资收益 2.83 亿元，占比 92.8%，同比增长 158.8%，同时期广发证券实现归母净利润 27.57 亿元，同比增长 79.2%。

应收账款余额增长，经营性现金流承压。截至 2025Q1，公司应收账款余额为 18.77 亿元，绝对值同比 24Q1 增长 5.63 亿元。受此影响 25Q1 公司的经营性现金流净额为-4.28 亿元。

现金分红创历史新高彰显投资价值。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），2024 年度公司向全体股东每 10 股派发现金红利 0.82 元（含税）。二者叠加后公司 2024 全年累计派发现金分红 6.34 亿元，创历史新高，股利支付率为 52.89%，对应 2025.4.29 日收盘价的股息率约为 5.03%。同时公司在 2025 年 2 月末公告的《中山公用估值提升计划》中表示，2025 年公司将制定发布《未来三年股东回报规划（2025 年-2027 年）》，推进利润分配，综合考虑所处行业特点、发展阶段、自身经营模式、项目投资资金需求等因素，为投资者提供持续、稳定的现金分红回报。

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。

投资建议：小幅上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司 25Q1 业绩高增，我们小幅上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 13.95/15.70/17.07 亿元（2025-2026 年原值为 13.84/15.69 亿元），同比增速 16.4%/12.5%/8.8%。当前股价对应 PE=9/8/7x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,199	5,678	6,065	6,317	6,572
(+/-%)	43.6%	9.2%	6.8%	4.1%	4.0%
归母净利润(百万元)	967	1199	1395	1570	1707
(+/-%)	-9.8%	23.9%	16.4%	12.5%	8.8%
每股收益(元)	0.66	0.81	0.95	1.06	1.16
EBIT Margin	9.4%	8.3%	10.0%	10.2%	10.1%
净资产收益率(ROE)	5.9%	6.8%	7.5%	8.0%	8.2%
市盈率(PE)	13.0	10.5	9.0	8.0	7.4
EV/EBITDA	28.0	27.3	24.3	21.6	20.0
市净率(PB)	0.77	0.72	0.68	0.64	0.61

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·财报点评

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：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

证券分析师：刘汉轩

010-88005198

liuhanxuan@guosen.com.cn

S0980524120001

联系人：崔佳诚

021-60375416

cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

8.54 元

总市值/流通市值

12597/10709 百万元

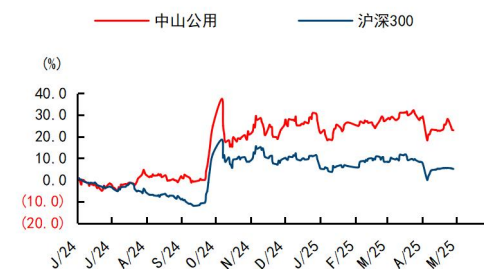
52 周最高价/最低价

9.94/7.02 元

近 3 个月日均成交额

94.93 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

《中山公用（000685.SZ）-攻守兼备的珠三角公用事业平台，长期破净估值有望修复》——2025-03-03

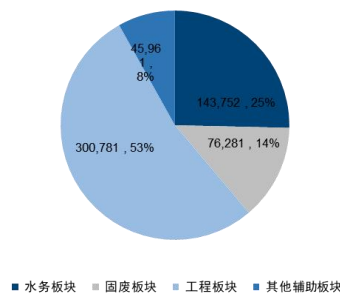
收入稳步增长，工程业务占比仍高。2024 年公司实现营业收入 56.78 亿元，同比增长 9.22%。其中水务板块受益于“供水一盘棋”工作基本完成，实现营收 14.38 亿元，同比增长 7%；固废业务受益于环卫服务市占率提升（24%-40%），实现营收 7.63 亿元，同比增长 32%；工程业务实现营收 30.08 亿元，同比增长 9%，占总营收的比重为 53.1%；辅助服务业务实现营收 4.60 亿元，同比下滑 13%。新能源业务实现营收 1042 万元，同比增长 77%。2025Q1 公司营收继续稳增，同比提升 8.25%至 9.77 亿元。。

图1：中山公用营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中山公用 2024 收入拆分情况（单位：万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

归母净利润表现亮眼，广发证券带动投资收益增长。2024 年公司实现归母净利润 11.99 亿元，同比增长 24.02%。其中投资收益 10.08 亿元，占比 84.1%，同比增长 39.6%，主要系广发证券所带来的股权投资收益增加所致。2024 年广发证券实现归母净利润 96.37 亿元，同比增长 38.1%。2025Q1 公司实现归母净利润 3.05 亿元，同比增长 64.2%。其中投资收益 2.83 亿元，占比 92.8%，同比增长 158.8%，同时期广发证券实现归母净利润 27.57 亿元，同比增长 79.2%。

图3：中山公用归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中山公用投资收益情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

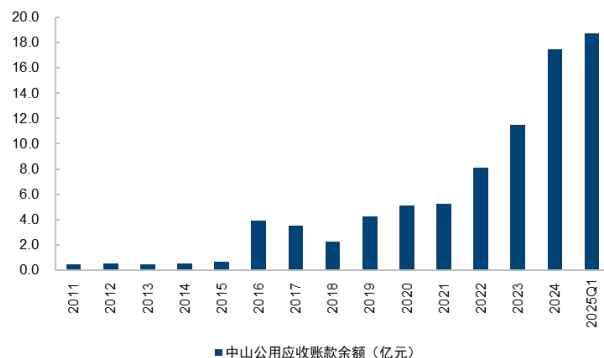
应收账款余额增长，经营性现金流承压。截至 2025Q1，公司应收账款余额为 18.77 亿元，绝对值同比 24Q1 增长 5.63 亿元。受此影响 25Q1 公司的经营性现金流净额为-4.28 亿元。

图5: 中山公用归母净利、经营性现金流、净现比情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

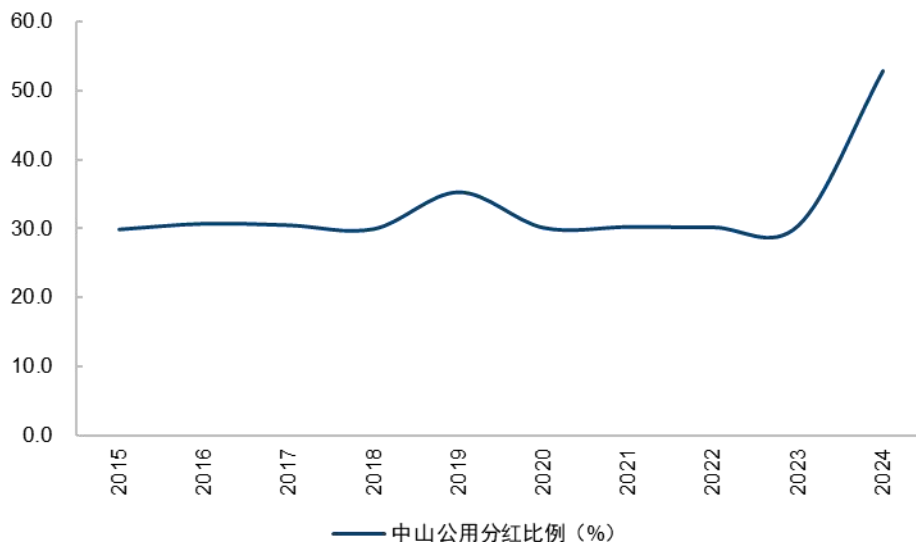
图6: 中山公用应收账款余额情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

现金分红创历史新高彰显投资价值。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），2024年度公司向全体股东每10股派发现金红利0.82元（含税）。二者叠加后公司2024全年累计派发现金分红6.34亿元，创历史新高，股利支付率为52.89%，对应2025.4.29日收盘价的股息率约为5.03%。同时公司在2025年2月末公告的《中山公用估值提升计划》中表示，2025年公司将制定发布《未来三年股东回报规划（2025年-2027年）》，推进利润分配，综合考虑所处行业特点、发展阶段、自身经营模式、项目投资资金需求等因素，为投资者提供持续、稳定的现金分红回报。

图7: 中山公用历史分红比例情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 小幅上调盈利预测, 维持“优于大市”评级。考虑到公司25Q1业绩高增, 我们小幅上调盈利预测, 预计2025-2027年归母净利润13.95/15.70/17.07亿元（2025-2026年原值为13.84/15.69亿元），同比增速16.4%/12.5%/8.8%。当前股价对应PE=9/8/7x, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资 评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	25E	
000685.SZ	中山公用	8.90	126	0.81	0.95	1.06	1.16	10.5	9.0	8.0	7.4	8.0	0.56		优于 大市
可比公司															
600461.SH	洪城环境	9.97	128	0.97	0.98	1.03	1.08	10.28	10.19	9.67	9.24	13.7	1.86		无
000598.SZ	兴蓉环境	7.17	214	0.67	0.74	0.81	0.88	10.70	9.70	8.82	8.17	11.5	0.95		无
600323.SH	瀚蓝环境	23.08	191	2.04	2.18	2.34	2.45	11.31	10.59	9.85	9.41	13.0	1.48		无
均值									10.14	9.33	9.41				

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 2025.4.28)

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2168	1715	2517	2499	3239	营业收入	5199	5678	6065	6317	6572
应收款项	1239	1837	1962	2044	2126	营业成本	4151	4605	4891	5085	5298
存货净额	115	134	141	144	148	营业税金及附加	39	38	41	44	45
其他流动资产	1079	1933	2065	2151	2238	销售费用	65	67	91	83	88
流动资产合计	4602	5619	6686	6837	7751	管理费用	299	334	266	283	289
固定资产	3439	4341	5115	5765	6281	研发费用	156	161	172	179	186
无形资产及其他	3801	3610	3466	3321	3177	财务费用	171	172	235	222	203
投资性房地产	3013	3536	3536	3536	3536	投资收益	722	1008	1091	1226	1329
长期股权投资	14153	15306	15306	15306	15306	资产减值及公允价值变动	(3)	(7)	(7)	(7)	(7)
资产总计	29007	32411	34108	34765	36050	其他收入	(128)	(189)	(142)	(149)	(156)
短期借款及交易性金融负债	3424	1971	2500	2000	2000	营业利润	1064	1273	1483	1670	1816
应付款项	2466	3464	3635	3724	3831	营业外净收支	12	7	7	7	7
其他流动负债	2066	2207	2317	2376	2446	利润总额	1077	1280	1490	1676	1823
流动负债合计	7957	7642	8452	8100	8277	所得税费用	84	69	80	90	98
长期借款及应付债券	4146	6683	6583	6483	6383	少数股东损益	25	12	14	16	18
其他长期负债	249	262	262	262	262	归属于母公司净利润	967	1199	1395	1570	1707
长期负债合计	4395	6945	6845	6745	6645	现金流量表（百万元）					
负债合计	12352	14587	15297	14844	14922	净利润	967	1199	1395	1570	1707
少数股东权益	277	311	321	333	345	资产减值准备	9	51	19	15	12
股东权益	16378	17513	18489	19588	20783	折旧摊销	404	524	545	630	710
负债和股东权益总计	29007	32411	34108	34765	36050	公允价值变动损失	3	7	7	7	7
关键财务与估值指标						财务费用	171	172	235	222	203
每股收益	0.66	0.81	0.95	1.06	1.16	营运资本变动	(1176)	(791)	36	(8)	16
每股红利	0.22	0.20	0.28	0.32	0.35	其它	8	(42)	(9)	(3)	0
每股净资产	11.10	11.87	12.53	13.28	14.09	经营活动现金流	215	948	1993	2209	2452
ROIC	5.40%	4.46%	4%	4%	5%	资本开支	0	(1270)	(1200)	(1157)	(1100)
ROE	5.91%	6.85%	8%	8%	8%	其它投资现金流	1	0	0	0	0
毛利率	20%	19%	19%	20%	19%	投资活动现金流	(740)	(2423)	(1200)	(1157)	(1100)
EBIT Margin	9%	8%	10%	10%	10%	权益性融资	1	17	0	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	19%	20%	21%	负债净变化	1342	538	(100)	(100)	(100)
收入增长	44%	9%	7%	4%	4%	支付股利、利息	(323)	(294)	(419)	(471)	(512)
净利润增长率	-10%	24%	16%	13%	9%	其它融资现金流	(1412)	517	529	(500)	0
资产负债率	44%	46%	46%	44%	42%	融资活动现金流	627	1022	10	(1071)	(612)
股息率	2.6%	2.3%	3.3%	3.7%	4.1%	现金净变动	102	(453)	803	(19)	740
P/E	13.0	10.5	9.0	8.0	7.4	货币资金的期初余额	2066	2168	1715	2517	2499
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	货币资金的期末余额	2168	1715	2517	2499	3239
EV/EBITDA	28.0	27.3	24.3	21.6	20.0	企业自由现金流	0	(1089)	(48)	73	257
						权益自由现金流	0	(35)	159	(738)	(35)

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