

环保

2025 年 08 月 08 日

中山公用 (000685)

——公用事业与产业投资双驱，高成长与高分红兼备

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

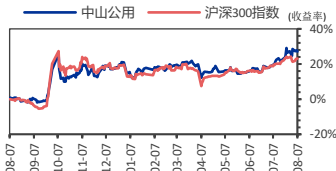
- **公司为中山国资委旗下的公用事业平台。**公司构筑水务、固废、新能源三大主业，其中水务为基本盘，保障稳定收益；固废通过投并购扩张，推动利润增长；新能源则通过合资公司+基金模式布局，助力长远发展。公司同时持有广发证券 10.55% 股权，为公司主要资产构成及利润来源。
- **乘风中山发展+基金战略布局，主业进入收获期。**公司依托粤港澳大湾区重要节点城市中山市全面拓展业务。1) 水务：中山供水产能 265 万吨/日，市占率达 94%，中山市水价调整在即，假设涨价 20%~30%，公司净利润有望增加 1.2~1.8 亿元，相比 2024 年公司净利润增加 10%~15%。污水总产能为 126 万吨/天，同时初步完成中心城区厂网一体化项目，进入收获期。2) 固废：垃圾焚烧收购战略持续推进，2025 年收购完成后产能将达 6120 吨/天。3) 新能源：成立合资公司+Pre-REITs 基金，推进分布式光伏、光储充一体化，目前并网及在建约 500MWp；同时首个光储超充投运。此外，公司与广发信德成立 30 亿元产业基金，已投资沐曦集成电路、长鑫存储、非夕科技等。
- **持有广发证券 10.55% 股份，利润估值有望双提升。**2024 年公司实现归母净利润 11.99 亿元，其中以广发证券为主的投资收益 10.08 亿元，占比 84%。广发证券历史 pb 低于同行头部券商，伴随业务结构改善及市场走强，公司业绩及估值均有望上修。中山公用与广发证券历史股价走势趋同，但回撤表现更优。
- **公司有望发布分红规划及推动股权激励，长期分红及发展可期。**作为破净国企，2025 年 2 月公司发布《中山公用估值提升计划》，明确将制定三年股东回报规划，同时择机推动股权激励，长期分红及发展可期。2024 年公司派发特别分红，分红率达 53%。
- **投资分析意见：**我们预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 14.28/17.75/20.72 亿元，考虑公司主业成长性更高、分红更高，同时估值及风险更低，我们按照分部估值法测算，分别从 PE 及 PB 两类估值角度看，中山公用合理估值合计约为 183~194 亿元，相比当前市值上涨空间为 29%~36%，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**广发证券业绩波动风险、供水调价及固废收购进度不及预期风险、基金投资的收益风险、工程收入下滑风险、回款不及预期风险。

市场数据： 2025 年 08 月 07 日
收盘价 (元) 9.64
一年内最高/最低 (元) 10.06/7.10
市净率 0.8
股息率% (分红/股价) 4.48
流通 A 股市值 (百万元) 12,088
上证指数/深证成指 3,639.67/11,157.94

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日
每股净资产 (元) 11.69
资产负债率% 49.30
总股本/流通 A 股 (百万) 1,475/1,254
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

研究支持

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

联系人

莫龙庭
(8621)23297818x
molt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5,678	977	5,697	6,058	6,064
同比增长率 (%)	9.2	8.3	0.3	6.3	0.1
归母净利润 (百万元)	1,199	305	1,428	1,775	2,072
同比增长率 (%)	24.0	62.2	19.1	24.3	16.7
每股收益 (元/股)	0.82	0.21	0.97	1.20	1.40
毛利率 (%)	18.9	20.9	21.0	24.0	26.0
ROE (%)	6.8	1.8	7.8	9.1	10.0
市盈率	12		10	8	7

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 14.28/17.75/20.72 亿元，考虑公司主业成长性更高、分红更高，同时估值及风险更低，我们按照分部估值法测算，分别从 PE 及 PB 两类估值角度看，中山公用合理估值合计约为 183~194 亿元，相比当前市值上涨空间为 29%~36%，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

水务：假设公司综合供水单价 2025-27 年分别为 1.8/2.16/2.16 元/吨，供水产能 25Q1 并表之后维持稳定；污水运营稳定，厂网一体化项目逐步贡献业绩，综上计算，预计公司 2025-27 水务总体收入为 19.04/23.05/25.01 亿元。毛利率方面，假设伴随供水价格调整及污水厂网一体化进入运营期，预计 2025-27 毛利率为 26%/30%/33%。

固废：假设公司固废 2025-27 年收入为 8.13/9.63/9.63 亿元，2025-27 年毛利率为 29%/33%/35%。

投资收益：参照申万非银团队最新发布的广发证券 2025-27 年的归母净利润预测，暂不考虑其他较小的股权投资收益，我们预计 2025-27 年公司的投资收益分别为 11.62/13.70/15.70 亿元。

有别于大众的认识

市场未意识到公司主业即将进入高增期。公司过去几年主业利润有所波动，但资产负债率 2020 年底的 31%快速提升至 25Q1 的 49%，有息负债从 2020 年底的 42 亿提升至 25Q1 的 106 亿，背后是公司在水务整合、固废收购、新能源基金等做了长远布局，目前多项业务即将进入收获期，助力公司主业高增。

市场普遍仅将中山公用当做广发证券的影子股，但当前节点我们认为中山公具有了更多自身投资价值：1、公司自身主业具备更高成长空间。2、公司积极回馈股东，2024 年分红比例更高。3、公司估值及风险更低。当前中山公用整体估值为 0.83pb，相比广发证券 1.24pb 估值更低，同时回撤及波动风险更低。

股价表现的催化剂

水价上涨及主业业绩增长兑现。目前中山市正推进水价调整工作，水价落地将直接利好公司，同时公司在水务整合、固废收购、新能源基金等业务逐步兑现，业绩上涨。

公司分红规划落地，保障长期股息。公司将制定三年分红规划，若公司制定高分红方案，将直接推动公司估值回升。

广发证券利润估值进一步提升。公司主要利润仍来源于广发证券，伴随广发证券利润估值提升，将直接推动公司股价上涨。

核心假设风险

广发证券业绩波动风险、供水调价及固废收购进度不及预期风险、基金投资的收益风险、工程收入下滑风险、回款不及预期风险

目录

1. 中山公用事业平台，同时持有广发证券资产	6
1.1 公司为中山国资委旗下的公用事业平台	6
1.2 公司盈利稳健，负债上升，分红提升	7
2. 乘风中山发展+基金战略布局，主业进入收获期	11
2.1 水务：推进供水及污水一盘棋，构筑运营基本盘	13
2.2 固废：垃圾焚烧收并购持续推进，助力盈利提升	15
2.3 新能源：基金+JV 模式布局，培育新的增长极	17
2.4 其他：工程逐步收缩，农贸市场+港口客运运营稳健	19
3. 持股广发证券，利润估值有望双提升	19
4. 投资分析意见	20
4.1 盈利预测及估值	20
4.2 风险提示	23

图表目录

图 1：公司历年营收表现（百万元，%）	7
图 2：公司历年归母净利润表现（百万元，%）	7
图 3：公司 2024 年收入构成（百万元，%）	7
图 4：公司 2024 年经营毛利润构成（百万元，%）	7
图 5：公司历年毛利率及净利率（%）	8
图 6：公司历年期间费用率（%）	8
图 7：公司历年资产负债率及 ROE（%）	8
图 8：公司近年带息负债情况（百万元，%）	8
图 9：公司近年应收账款及其周转率（百万元，%）	10
图 10：公司历年现金流表现（百万元，%）	10
图 11：公司近年分红情况（百万元，%）	10
图 12：广发证券近年分红情况（百万元，%）	10
图 13：中山市区位图.....	11
图 14：区域水务公司 2024 年运营产能（万吨/天）	14
图 15：区域水务公司 2024 年运营单价（元/吨）	14
图 16：公司建设的光储充超充站	17
图 17：中山公用与广发证券近十年股价走势	20
图 18：中山公用与广发证券近十年 Pb 走势	20
表 1：公司发展历程.....	6
表 2：公司前十大股东（截止 2025Q1）	6
表 3：公司总体及主业部分的资产、负债、ROE（百万元，%）	8
表 4：截止 2024 年底公司长期股权投资明细（百万元）	9
表 5：公司价值提升主要内容.....	11
表 6：中山市主要经济、财政指标.....	12
表 7：公司主营构成（百万元，%）	12
表 8：公司水务板块典型投资建设项目	13
表 9：公司中山供水资产运营指标.....	13
表：公司污水经营指标.....	

表 11: 广东地区主要城市最新一阶居民水价调价情况 (元/立方米)	15
表 12: 公司供水价格调整弹性测算 (相比 2024 年净利润, 百万元)	15
表 13: 公司垃圾焚烧主要经营指标	15
表 14: 公司收购的长青集团垃圾焚烧资产情况 (万元)	16
表 15: 中山市垃圾焚烧项目分布	16
表 16: 公司新能源板块业务布局	17
表 17: 公司参与设立的基金	18
表 18: 中山公用广发信德新能源产业基金投资的部分项目	18
表 19: 截止 25Q1 公司主要在建工程 (亿元)	19
表 20: 公司主营构成 (百万元, %)	21
表 21: 公司利润预测及其构成 (百万元)	22
表 22: 可比公司估值表 (百万元, %)	22
表 23: 中山公用估值 (百万元)	23

1. 中山公用事业平台，同时持有广发证券资产

1.1 公司为中山国资委旗下的公用事业平台

公司为中山国资委旗下的公用事业平台，构筑水务、固废、新能源三大主业。公司第一大股东为中山投控，中山投控实控人为中山国资委，其他重要股东包括中信金融资产、利安人寿、中央汇金等。目前公司已形成水务、固废、新能源三大主业布局，其中水务板块定位为基本盘，保障稳定收益；固废板块通过投并购扩张，推动利润增长；新能源为未来战略方向，通过基金+合资公司探索布局。

表 1：公司发展历程

时间	事件	核心内容
1997	深交所上市	前身“佛山市兴华集团”登陆 A 股（代码：000685）
2000	股权受让及更名	中山公用事业集团受让 38.93% 国家股，公司更名为“中山公用科技”，主营农贸租赁与金融投资
2008	重大资产重组	吸收合并中山公用事业集团，发行 4.38 亿股注入水务资产及乡镇供水资产
2015	进军垃圾焚烧	以 1.68 亿元收购天乙能源（现北部公用）100% 股权，进军垃圾焚烧
2018	进军环卫	以 2.36 亿元收购名城科技 95.5% 股权，进军环卫
2022	布局新能源	设新能源产业基金（规模 30 亿元），合资成立光伏公司；收购株洲市金利亚垃圾焚烧
2023-24	水务整合	整合收购中山镇街供水企业，供水市占率从 80% 提至 94%；中山市城区排水厂网一体化
2025	固废收购升级	以 4.94 亿元收购长青两公司 100% 股权，新增产能 2250 吨/日

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司前十大股东（截止 2025Q1）

序号	股东名称	占总股本比例(%)
1	中山投资控股集团有限公司	48.73
2	中国中信金融资产管理股份有限公司	8.04
3	利安人寿保险股份有限公司	3.02
4	中央汇金资产管理有限责任公司	1.83
5	香港中央結算有限公司	1.13
6	肖阿军	1.12
7	中山市古镇自来水厂	0.85
8	广西铁路发展投资基金(有限合伙)	0.56
9	南方中证 1000 交易型开放式指数证券投资基金	0.45
10	景顺长城中证红利低波动 100 交易型开放式指数证券投资基金	0.44
合 计		66.17

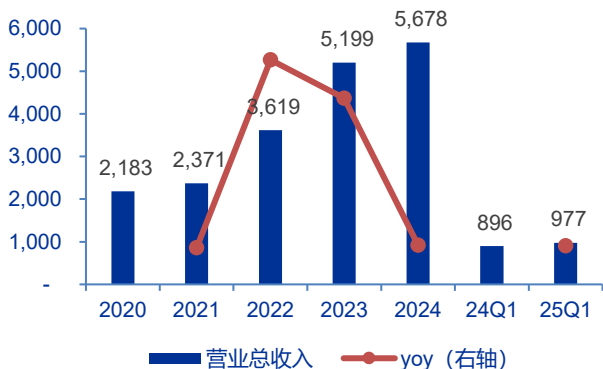
资料来源：wind，申万宏源研究

截止 2024 年底，公司持有广发证券 10.55% 股权，为公司主要资产及利润来源。公司拥有水务公司、排水公司、北部公用、能源公司、公用工程等一级全资子公司，拥有广发证券、中海广东等一级参、控股公司。

1.2 公司盈利稳健，负债上升，分红提升

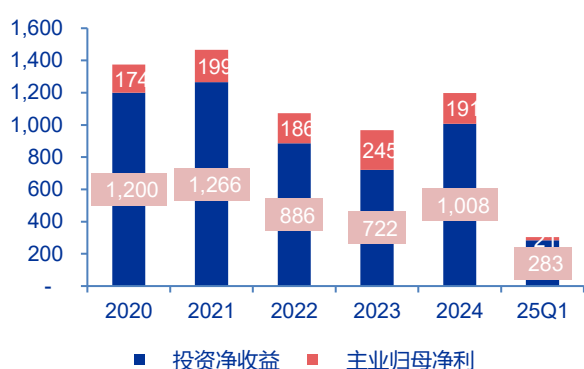
利润端：公司利润主要为广发证券投资收益，环保主业利润相对平稳。纵观公司近 5 年业绩，公司环保主业收入持续稳增，净利润则有所波动，主要受广发证券投资收益波动影响。2024 年公司实现归母净利 11.99 亿元，其中投资收益 10.08 亿元，占比 84%，主业经营净利润 1.91 亿元，占比 16%。环保主业利润整体平稳增长，2022 年下滑主要受疫情影响，2024 年下滑主要受减值影响。

图 1：公司历年营收表现（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

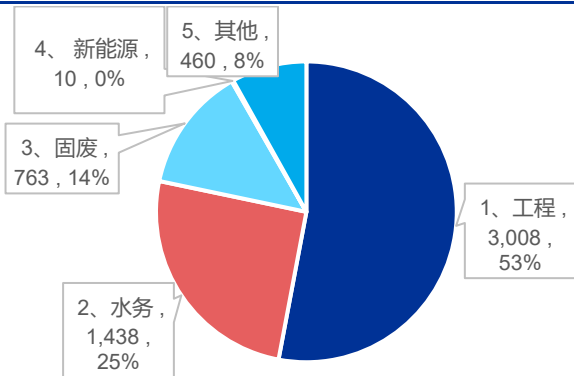
图 2：公司历年归母净利润表现（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

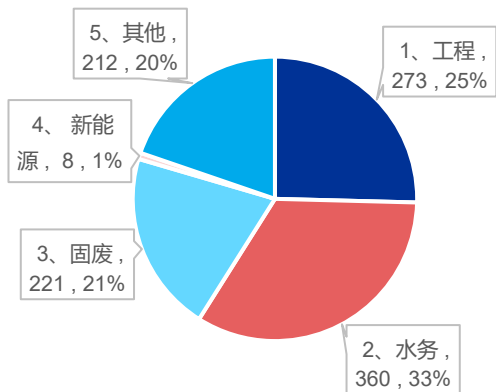
从收购构成来看，2024 年公司以工程收入为主，毛利润方面，则主要以水务、固废及工程为主。

图 3：公司 2024 年收入构成（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

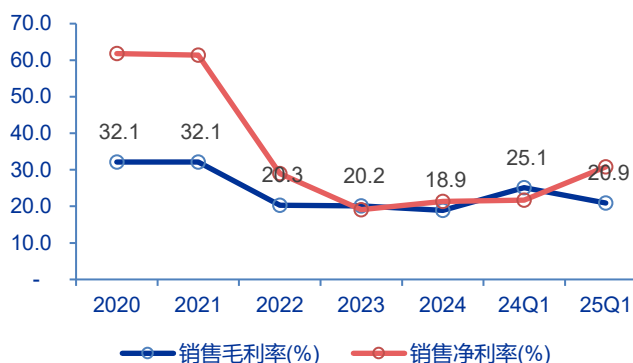
图 4：公司 2024 年经营毛利润构成（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

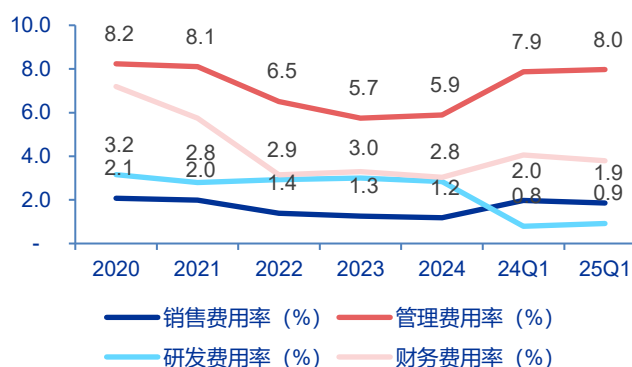
2022 年以来，公司毛利率及净利率整体平稳，期间费用率也相对平稳。2022 年毛利率下降主要受疫情影响，随后整体稳步复苏，24Q1 及 25Q1 期间费用率相对较高，我们预计主要与工程节奏有关。

图 5：公司历年毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司历年期间费用率 (%)

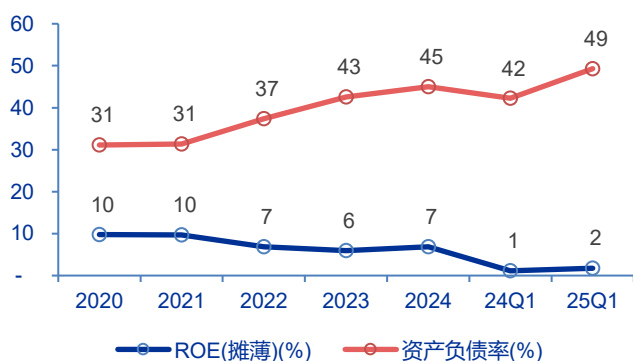


资料来源：Wind，申万宏源研究

负债端：快速提升，截止 25Q1，公司负债率约 49%，未来仍具备一定融资空间。近年来，公司持续扩张，**资产负债率从 2020 年底的 31%快速提升至 25Q1 的 49%，有息负债从 2020 年底的 42 亿提升至 25Q1 的 106 亿。**鉴于公司持有的大量长期股权投资资产，公司负债率相比同行仍较低，未来仍具备一定融资空间。

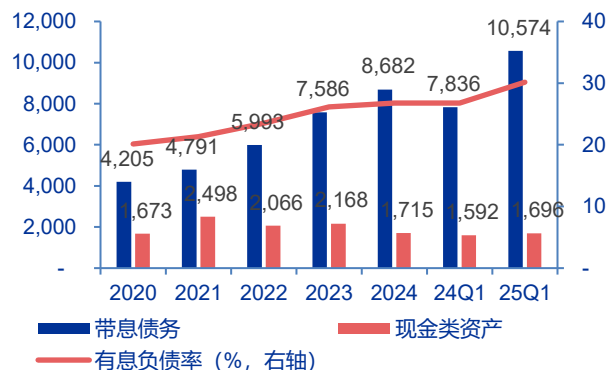
资产端：截止 2024 年底，公司净资产约 178 亿，其中长期股权投资 153 亿（其中广发证券账面价值 132 亿），环保主业净资产为 25 亿。长期股权投资主要为广发证券资产，其他重要参股子公司包括中山公用广发信德新能源产业投资基金、中海广东天然气、济宁中山公用等。

图 7：公司历年资产负债率及 ROE (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：公司近年带息负债情况 (百万元，%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：公司总体及主业部分的资产、负债、ROE (百万元，%)

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1
公司总资产	20,889	22,491	25,495	29,007	32,411	35,066
公司总负债	6,499	7,044	9,536	12,352	14,587	17,288
公司净资产	14,390	15,447	15,958	16,655	17,824	17,778
长期股权投资	12,206	12,927	13,412	14,153	15,306	15,726
主业资产 (总资产-长期股权投资)						

主业净资产 (净资产-长期股权投资)	2,184	2,520	2,547	2,502	2,518	2,053
公司负债率	31%	31%	37%	43%	45%	49%
主业负债率	75%	74%	79%	83%	85%	89%
公司归母净利润	1,375	1,466	1,072	967	1,199	305
投资净收益	1,200	1,266	886	722	1,008	283
主业归母净利润	174	199	186	245	191	21
总体 ROE	10%	9%	7%	6%	7%	2%
主业 roe	8%	8%	7%	10%	8%	1%
投资收益 roe	10%	10%	7%	5%	7%	2%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 4：截止 2024 年底公司长期股权投资明细 (百万元)

被投资单位	期初余额 (账面价值)	期末余额 (账面价值)	权益法下确认的投资损益	宣告发放现金股利或利润
一、合营企业				
中山公用民三联围流域治理有限公司	2.93	2.61	-0.32	-
中山公用广发信德新能源产业投资基金 (有限合伙)	378.20	601.82	36.53	0.40
小计	381.12	604.43	36.21	0.40
二、联营企业				
广发证券股份有限公司	12,275.82	13,191.35	909.25	316.81
中海广东天然气有限责任公司	234.87	233.56	21.32	23.58
济宁中山公用水务有限公司	376.23	381.55	24.93	19.60
中山银达融资担保投资有限公司	155.76	150.56	4.27	9.47
中山市南镇粤海水务有限公司	7.87	7.97	0.11	-
中山市横栏粤海水务有限公司	37.84	37.38	4.44	4.90
中山市新涌口粤海水务有限公司	46.34	43.89	4.08	6.54
珠海广发信德环保产业投资基金合伙企业 (有限合伙)	37.55	35.55	1.71	0.63
中山广发信德公用环保夹层投资企业 (有限合伙)	96.87	76.50	-9.35	2.43
怀宁润天水务环境科技有限公司	35.32	36.87	1.55	-
中山翠亨建设工程有限公司	-	7.98	2.98	-
中山广发信德致远科技创业投资合伙企业 (有限合伙)	303.64	269.31	2.47	13.38
中山市中能检测中心有限公司	8.00	5.67	-2.33	-
中山公用广发信德基础设施投资基金 (有限合伙)	155.02	223.38	6.35	-
中山公用供应链科技有限公司	0.61	-	-0.61	-
小计	13,771.74	14,701.51	971.17	397.34
合计	14,152.86	15,305.95	1,007.37	397.74

资料来源：公司公告，申万宏源研究

应收账款规模增加，经营性现金流承压。伴随公司固废、水务业务扩大，环卫及污水处理费回款放慢，公司应收账款持续增加，相应的计提信用减值大幅增加。叠加工程业务项目增加，部分项目未完工结算，材料及劳务支出增加等因素影响，2024 年公司经营现金流首次转负。

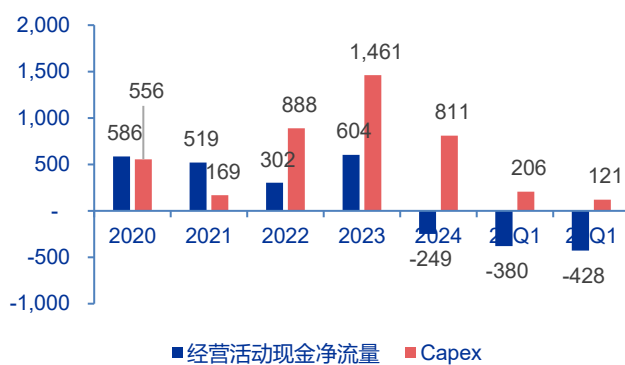
伴随水务整合进入尾声，公司未来 Capex 有望下降。公司 Capex 从 2022 年开始明显提升，主要包括垃圾焚烧资产收购、中山市内供水资产整合、排水厂网一体化推进等方向，伴随水务整合及排水厂网一体化进入尾声，未来 capex 预计有所下降。

图 9：公司近年应收账款及其周转率（百万元，%）



资料来源：Wind, 申万宏源研究

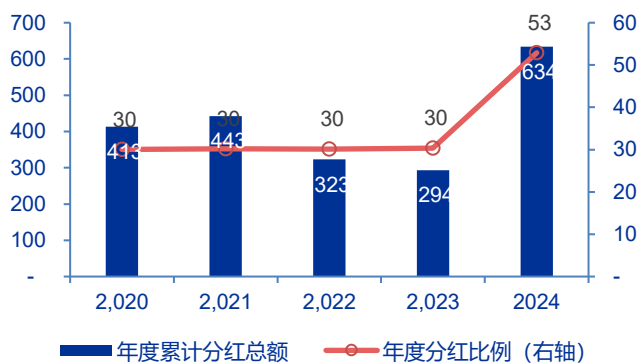
图 10：公司历年现金流表现（百万元，%）



资料来源：Wind, 申万宏源研究

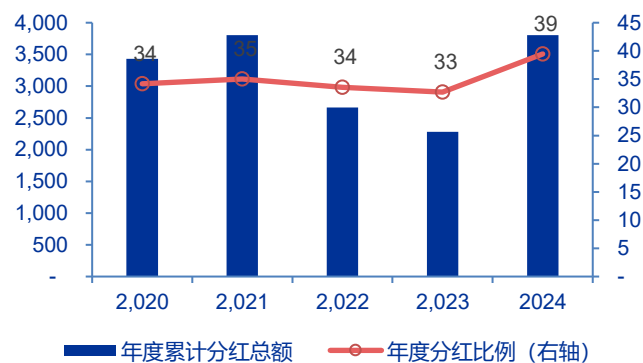
2024 年派发特别分红，分红率达 53%。2024 年 12 月 16 日公司发布《关于回报股东特别分红预案的议案》，拟特别分红 5.14 亿元(2025 年 1 月 15 日完成相关权益分派实施)，2024 年公司累计分红 6.34 亿元，股利支付率从 30%提升至 53%。

图 11：公司近年分红情况（百万元，%）



资料来源：Wind, 申万宏源研究

图 12：广发证券近年分红情况（百万元，%）



资料来源：Wind, 申万宏源研究

公司有望发布分红规划及推动股权激励，长期分红及发展可期。因 2024 年全年股价持续破净，根据证监会《上市公司监管指引第 10 号》要求，2025 年 2 月末公司发布《中山公用估值提升计划》，明确拟通过聚焦主责主业，提升经营水平；重视股东回报，共享发展成果；深化市场化机制改革，提升公司投资价值。其中明确 2025 年公司将制定发布《未来三年股东回报规划（2025 年-2027 年）》，同时择机推动股权激励，促进长期发展。

表 5：公司价值提升主要内容

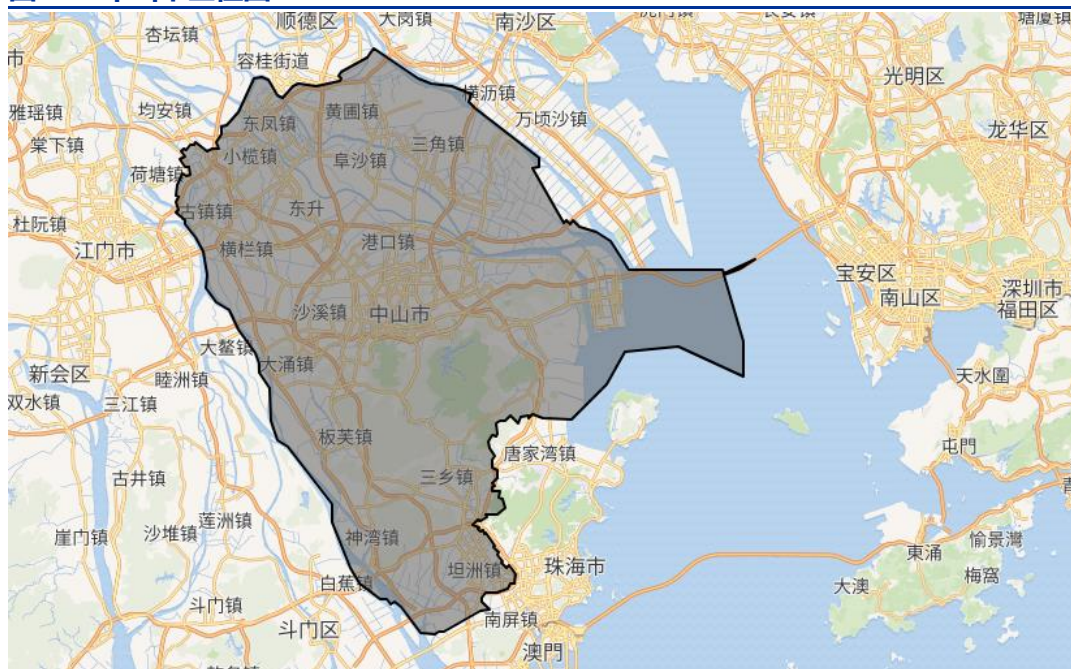
方向	主要内容
主业经营	一是水务板块深耕中山，深化推动提质增效、降费增效专项行动；二是固废板块全国拓展，积极推动投资并购，强化垃圾焚烧等项目运营管理；三是新能源板块全面布局，以分布式光伏为先导，辅以产融结合手段，推动源网荷储一体化，培育打造新的业务增长极。
股东回报	制定三年股东回报规划（2025-2027），稳定市场预期
机制改革	2022 年 7 月 25 日至 2023 年 7 月 10 日，公司通过回购专用账户以集中竞价方式累计回购公司股份 7,380,221 股，占公司总股本的 0.5%。2025 年公司将深化市场化经营机制改革，择机推动股权激励或员工持股计划。
促进沟通	多元沟通：动态反馈，多维度传播公司价值
动态优化	年度评估，若市净率持续低于行业均值，在年报说明会中解释进展

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 乘风中山发展+基金战略布局，主业进入收获期

中山市是粤港澳大湾区重要节点城市，经济实力强，为公司发展提供良好支撑。中山市是珠三角中心城市之一，区位优势明显。中山市坚持制造业当家，近年着力打造新能源、生物医药与健康、新一代信息技术、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。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。

图 13：中山市区位图



资料来源：百度地图，申万宏源研究

表 6：中山市主要经济、财政指标

科目	2024	2023	2022
地区生产总值（GDP，亿元）	4,143.25	3,850.65	3,631.28
总人口（万人）	449.46	445.82	443.11
社会消费品零售总额	1,550.93	1,643.91	1,593.42
进出口总额	2,840.60	2,576.60	2,798.70
一般公共预算收入	342.52	332.89	315.98
人均 GDP（元）	92,183	86,636	81,620
人均 GDP/全国人均 GDP	96.28%	96.95%	95.24%

资料来源：中山市统计局，申万宏源研究

公司工程、水务、固废三大主业均呈稳步增长态势。2024 年公司营业收入为 56.78 亿元，持续稳步增长，主要是水务板块完成供水一盘棋业务整合，固废板块通过环卫一体化拓展业务范围，工程板块延续水污染治理工程。

表 7：公司主营构成（百万元，%）

	2022	2023	2024
营业总收入	3,619	5,199	5,678
1、工程	1,637	2,747	3,008
2、水务	1,030	1,338	1,438
3、固废	468	578	763
4、新能源		6	10
5、其他	484	530	460
毛利	736	1,048	1,073
1、工程	141	281	273
2、水务	287	351	360
3、固废	152	175	221
4、新能源		5	8
5、其他	156	236	212
毛利率	20	20	19
1、工程	9	10	9
2、水务	28	26	25
3、固废	32	30	29
4、新能源		87	73
5、其他	32	45	46

资料来源：Wind，申万宏源研究

2.1 水务：推进供水及污水一盘棋，构筑运营基本盘

公司供水及污水运营稳健，产能稳步提升。公司环保水务板块服务范围涵盖水污染治理、城镇供水用水、水质监测、城区排水管网管理、防洪除涝设施等业务，公司持续推进中山水务一盘棋战略整合，持续提升中山市水务影响力。

供水：总产能 303 万吨/日，中山地区产能 265 万吨/日，承担中山市约 94%的供水任务。中山市历史水厂分散，部分地区取水口存在咸潮威胁，同时供水质量、水价等参差不齐，管理碎片化问题突出。为解决上述问题，2023 年 4 月中山市政府印发《中山市推进“供水一盘棋”工作方案》。在此背景下，2024 年公司完成“供水一盘棋”战略整合，助力全市实现供水“同城、同网、同质、同价、同服务”新突破，同时公司供水业务能力及市占率进一步提升。

污水：总产能为 126 万吨/天，未来收集量有望提升。2021 年 10 月中央生态环境保护督察组指出中山市存在“污水收集管网缺口很大，大量污水未收集处理直排入河，内河涌污染严重”等问题。在此背景下，公司深度参与三年治水攻坚战。据中山日报 2025 年 6 月报道，截至目前，中山市城镇建成区已基本消除黑臭河涌，全市 106 条主干河涌基本消除劣 V 类；已完成 6000 余公里的污水管网铺设，新建扩建 17 座污水处理厂；污水处理能力从 2021 年的 123.5 万吨/日，**提升到现在的 221.5 万吨/日，城市生活污水集中收集率从 45%提升至 84%。**公司持续夯实在中山市污水处理核心主体地位，伴随厂网一体化逐步完成，公司污水收集处理量有望进一步提升。

排水：中心城区厂网一体化项目有望进入收获期。为破解传统治水“重建轻管”难题，2022 年市委市政府印发《中山市水污染治理总体工作方案》，明确要求推广厂网一体化模式。2022 年底公司中标“中山市城区排水厂网一体化特许经营项目”，随后公司成立排水公司，主导中山城区厂网一体化项目。根据公司公告，**项目立项金额为 55.6 亿元，截止 2024 年底，公司实际投入金额为 17.4 亿元，2025 年项目有望转入运营期，从而获得政府前期建设的可用性服务费与运营服务费、污水处理费。**

表 8：公司水务板块典型投资建设项目

工程名称	总投资（亿元）	核心内容	回报模式
中山市镇街供水资产收购项目	6.83	中山市镇街供水资产收购	自来水费
城区厂网一体化特许经营项目	55.6	修复管网 355 公里、扩建两座污水厂（增量 30 万吨/日）、智慧平台建设	可用性服务费+污水处理费+管网运维费

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 9：公司中山供水资产运营指标

	2022	2023	2024	25Q1
供水收入（百万元）	699	721	805	
供水厂数量（个）	11	18	19	21
供水管网长度（公里）	,	,	,	,

供水能力 (万吨/日)	206	225	226	265
年供水量 (万吨)	47,023	47,950	52,756	13,285
产能利用率 (%)	63	58	64	
年售水量 (万吨)	41,382	41,970	45,123	11,355
单价 (元/吨)	1.69	1.72	1.78	
漏损率 (%)	6	7	8	8

资料来源：公司评级报告，申万宏源研究。注：不含参股的济宁供水 50 万吨/天（持股 49%）

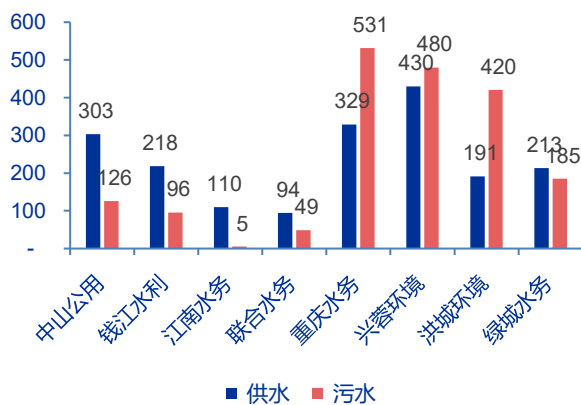
表 10：公司污水经营指标

	2022	2023	2024	25Q1
污水收入 (含管网泵站运维, 百万元)	378	617	633	
中山本地污水厂 (个)	3	5	5	9
异地污水厂/站点 (个)	209	194	179	179
污水处理能力 (万吨/日)	76	109	96	126
实际处理量 (亿吨)	2.24	2.89	2.92	0.73
污水处理结算量 (亿吨)	2.51	3.03	3.07	0.79
产能利用率 (%)	80.82	72.42	88.33	--
污水单价 (元/吨)	1.51	2.04	2.06	

资料来源：公司评级报告，申万宏源研究

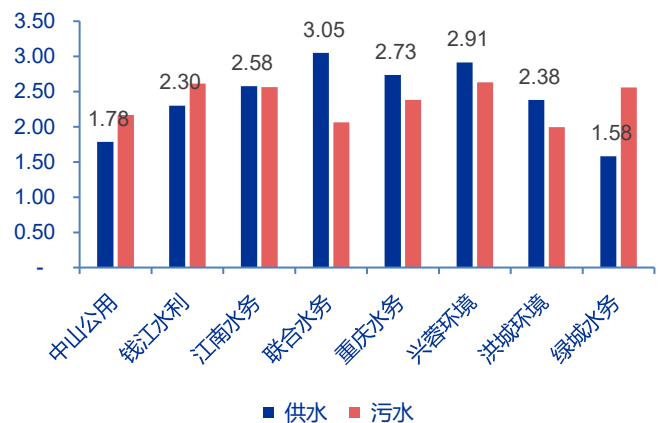
公司在区域水务公司中，供水产能位居前列，但供水单价较低。

图 14：区域水务公司 2024 年运营产能 (万吨/天)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：区域水务公司 2024 年运营单价 (元/吨)



资料来源：Wind，申万宏源研究

中山市自来水价调整启动在即，公司前期投入有望进入水价核算，有望推动公司供水收益回归正轨。中山市当前居民用水第一阶梯价格（1.60 元/吨）自 2012 年执行至今已 13 年未调整，远低于大湾区其他城市，伴随广州、深圳、东莞等周边城市水价调整落地，中山水价调整逐步启动。年 月 日中山市发改委发布公告，拟于 月召开自来水价

格调整听证会，标志着水价调整进入实质阶段。值得注意的是，公司近两年陆续推进了多项中山市供水互联互通及管网完善工程，前期投入也有望通过有效资产审定纳入水价核算。参照东莞及广州水价调整幅度，分别假设中山水价上调 20%/25%/30%，有效税率 25%，按照公司 2024 年供水收入 8.05 亿元计算，公司净利润有望增加 1.2~1.8 亿元，相比 2024 年公司净利润增加 10%~15%。

表 11：广东地区主要城市最新一阶居民水价调价情况（元/立方米）

城市/区域	调价前价格	调价后价格	调整幅度	调价时间
广州市中心城区	1.98 (不含污水处理费)	2.55	+28.8%	2025 年 6 月 1 日
中山市	1.6 (2012 年价格)			2025 年 8 月召开听证会
东莞市	1.58-1.72 (部分镇街)	1.88 (第一步) → 2.06 (第二步)	+19% (第一步) → +30% (最终)	第一步：2025 年 8 月 1 日 第二步：2027 年 8 月 1 日

资料来源：广州市发改委、东莞市发改委，申万宏源研究。注：东莞调价幅度按 1.58 价格测算

表 12：公司供水价格调整弹性测算（相比 2024 年净利润，百万元）

2024 供水收入	水价上涨假设	税率	利润增量	水价上涨弹性
805	20%	25%	121	10%
805	25%	25%	151	13%
805	30%	25%	181	15%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 固废：垃圾焚烧收并购持续推进，助力盈利提升

垃圾发电：现有产能 3780t/d，覆盖中山及株洲。公司垃圾处理及发电业务由中山市天乙能源（2015 年收购，现更名为北部公用）和株洲市金利亚环保（2022 年收购）负责。北部公用拥有中山市北部组团垃圾焚烧发电厂和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，服务中山市内北部地区。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。

表 13：公司垃圾焚烧主要经营指标

指标	2022	2023	2024
垃圾焚烧收入（百万元）	221	334	364
垃圾处理能力（吨/日）	2170	3,870	3,870
垃圾处理量（万吨）	75.54	124.33	138.25
产能利用率	%	%	%

生产电量 (亿千瓦时)	3.36	5.39	5.69
销售电量 (亿千瓦时)	2.87	4.6	4.89
吨上网电量 (度/吨)	380	370	354

资料来源：申万宏源研究。注：2022 年收购株洲项目，一期 1,000 吨，二期 700 吨；北部公用一二期 970 吨特许经营期均为 2007 年 4 月至 2029 年 4 月；三期 1200 吨特许经营期为 2018 年 1 月至 2040 年 1 月。

2025 年 7 月，公司公告拟 4.94 亿元收购长青旗下垃圾焚烧 2250 吨/天，收购完成后公司产能将达 6120 吨/天。公司与长青集团签署《股权转让协议》，以 4.94 亿元对价受让长青能源 100% 股权与长青热能 100% 股权。长青能源与长青热能垃圾焚烧项目设计规模 2250 吨/天，收购完成后，公司垃圾焚烧产能将达 6120 吨/天（3780+2250=6120）。

表 14：公司收购的长青集团垃圾焚烧资产情况（万元）

	长青环保能源	长青环保热能	合计
项目	2024 年 12 月 31 日		
资产总额	15,396	37,783	53,179
负债总额	454	21,989	22,442
应收款项总额	1,368	4,124	5,492
净资产	14,942	15,795	30,736
项目	2024 年		
营业收入	5,334	14,827	20,160
营业利润	312	7,451	7,763
净利润	278	6,348	6,626
经营活动产生的现金流量净额	1,090	6,677	7,767

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 15：中山市垃圾焚烧项目分布

	北部组团	中心组团	南部组团
产能 (吨/天)	2170	2250	3290
特许经营权	一期二期 (970t/d) 至 2029 年； 三期 (1200t/d) 至 2040 年	一期二期 (长青环保能源) 1050t/d 至 2027 年 1 月 三期 (长青环保热能) 1200t/d 至 2040 年	一期 1,040t/d 二期 2,250t/d (2024 年底投产)
服务范围	北部 8 镇	中心城区及周边 4 镇	南部 7 镇街
运营主体	中山公用 (天乙能源)	中山公用 (收购后)	广业龙澄+朗坤环境

资料来源：中山市生态环境局，申万宏源研究

环卫：中山市占率超 40%。环卫业务由旗下名城环境公司运营。根据公司年报，公司服务范围覆盖中山中心城区及港口、黄圃、民众等镇街，市场份额占比超 40%，2024 年公司通过环卫一体化改革，获取中山市城区、坦洲镇、港口镇环卫一体化项目，使得环卫服务业务收入增长明显。同时公司全面负责中山市 1700 家医疗机构（含动物医疗机构）的医废处置，医废产能达 25 吨/日，同步承接园林绿化、资产管理与污水处理厂污泥运输业务。

在异地拓展方面，公司运营深圳市 5 个垃圾填埋场及 1 个渗滤液处理厂运维项目，并持续推进湖南省东安县 PPP 环卫项目。

2.3 新能源：基金+JV 模式布局，培育新的增长极

成立合资公司+Pre-REITs 基金，推进分布式光伏、光储充一体化，目前并网及在建约 500MWp。2022 年公司与亿晶光电（主营光伏电池）成立了合资公司中山公用光伏新能源（中山公用持股 70%），同时公司成立 Pre-REITs 基金，共同推动项目落地。公司构筑以基础资产和前沿技术为核心的“4+2+3”商业模式，即“光伏+储能+充电桩+可控负荷”4 大资产、“区域微网+虚拟电厂”2 个核心技术平台、“电力交易+碳交易+资产交易”3 大交易。目前重点推进分布式光伏发电、光储充一体化业务，聚焦党政机关、学校、医院等重点场景，落地“低碳工业园”“低碳政区”“低碳校园”等示范标杆。根据公司公告，截至 2024 年底，并网及在建新能源项目总容量约 500MWp（含充电桩），其中并网合同容量约 250MW（2024 年新增并网容量超过 180MW）。

表 16：公司新能源板块业务布局

业务板块	代表项目	特点
分布式光伏开发	协泰金属制品厂工商业光伏	装机容量 596.2kWp，覆盖 5000 m ² 屋顶
光储充一体化场站	南区村办小区城市超充站示范项目	光伏 40kWp + 储能 215kWh；超充主机 2×600kW；中山首个采用华为“光储充”方案的超充站
虚拟电厂	中山市虚拟电厂项目：覆盖火炬高新区、翠亨新区	规划 200MW 光伏+400MWh 储能；60MW 光储充微网；接入 200MW 存量分布式能源，总投资 15 亿元，2027 年建成

资料来源：公司官网，华为数字能源公众号，申万宏源研究

2025 年 5 月，公司首个超充站正式投运。项目通过“光伏+储能+超充”深度融合，形成了“自发自用、余电存储、灵活调配”的智慧能源网络。

图 16：公司建设的光储充超充站



资料来源：中山投控官网，申万宏源研究

与广发信德成立 30 亿元产业基金,已投资沐曦集成电路、非夕科技等,助力长远发展。公司充分发挥与广发证券的协同优势,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、新能源产业基金、Pre-REITs 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 17: 公司参与设立的基金

基金名称	设立时间	募集资金 (亿元)	持有份 额	阶段	投向
珠海广发信德环保产业投资基金	2015.9	5.774	10.74%	退出期	环保等
中山广发信德公用环保夹层投资基金	2015.9	3.5	40.00%	退出期	环保等
中山广发信德致远创投基金	2020.9	6	46.67%	退出期	环保等
中山公用广发信德新能源产业基金	2022.4	30	50.00%	已投资 9.78 亿元	新能源新材料等
中山公用广发信德 Pre-REITs 基金	2023.3	4	77.50%	已投资 17 个项目	光伏, 持有运营未来 REITs

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究。

表 18: 中山公用广发信德新能源产业基金投资的部分项目

企业	持股	核心业务	行业地位
1 沐曦集成	0.67%	高性能 GPU 芯片 (AI 训练/推理/渲染)	国产 GPU 领军企业, 首款芯片已流片
2 长鑫存储	0.30%	动态随机存取存储器 (DRAM) 芯片	打破国外垄断, 与长江存储并称 “国产存储双雄”
3 英得尔	7.17%	车载冰箱	全球市占率 35% (特斯拉/理想供应商)
5 金力新能	0.32%	锂电隔膜 (湿法+涂覆)	国内隔膜领军企业 (比亚迪/亿纬锂能客户)
6 腾盾科创	0.24%	大型无人机 (双尾蝎系列)	军用无人机核心供应商, 出口中东
7 国网电力	1.50%	智能电网监测设备	国网/南网一级供应商
8 加福加德	1.33%	植物基蛋白 (人造肉)	肯德基/必胜客供应商
9 芯聚能	0.62%	SiC 功率模块 (车规级)	广汽埃安核心供应商, 年产能 60 万只
10 中山智隆	2.39%	高纯半导体靶材 (铜/钼)	中芯国际/长江存储供应商
11 纵胜新材	2.24%	电子级环氧树脂 (PCB 基材)	国内覆铜板树脂 Top3
12 太空星际	4.89%	低轨通信卫星星座	民营卫星星座首批建设者
13 儒兴科技	0.45%	光伏电子浆料 (银浆/铝浆)	全球背面银浆/铝浆出货量第一
14 非夕机器人		自适应机器人 (力控+AI)	全球首台自适应机器人商业化
15 探索者科技	3.00%	工业级水下机器人 (ROV)	中海油/中石化核心供应商
16 宸鲁科技	2.61%	工业 AI 视觉检测 (半导体缺陷识别)	中芯国际/长电科技供应商
17 立景创新	0.14%	摄像头模组 (手机/车载)	全球 Top3 摄像头模组厂商
18 芜湖造船厂	0.40%	特种船舶制造 (LNG 船/科考船)	中国军工造船骨干企业
19 西安核设备	15.00%	核级阀门/压力容器	中核集团核心装备单位
20 珩创纳米	1.64%	磷酸锰铁锂正极材料	比亚迪刀片电池供应商
21 启纳新能源	1.78%	钠离子电池正极材料	中试线量产 (宁德时代客户)
22 华致能源	8.47%	固态电池电解质材料 (硫化物路线)	中试线量产能力国内前三
武汉动力电池			
23 再生	1.08%	动力电池回收与再生材料	工信部 “白名单” 企业, 年处理 10 万吨
24 历正科技	3.81%	低空安防 (无人机反制)	公安部反无人机标准制定单位

资料来源: 企查查, 各企业官网, 申万宏源研究

2.4 其他：工程逐步收缩，农贸市场+港口客运运营稳健

工程：依托水务管网等全面发展，未来预计逐步收缩。工程板块拥有市政公用工程施工总承包、建筑工程施工总承包“双一级”资质，兼有电力工程、水利水电工程施工总承包二级资质，为其他业务提供全周期基础设施支持。公司构建起涵盖市政工程、房屋建筑工程、供排水管网建设、生态环境治理、电力工程等多元化业务体系。公司近两年工程业务受益于中山市水务管网项目而快速发展，未来预计逐步收缩。

表 19：截止 25Q1 公司主要在建工程（亿元）

类型	项目	所在地	总投资	已投资
管网项目	长江水厂与大丰水厂双水源保障工程	中山市	5.02	2.52
	翠亨新区起步区第二条供水主管工程	中山市	0.58	0.43
其他	老旧小区二次供水改造（一期、二期）	中山市	11.2	7.5
小计	-	-	16.8	10.45
污水处理项目	中心城区存量排水管网检测与完善工程	中山市	18.17	5.87
	中心城区智慧排水平台	中山市	1.64	0.54
	沙溪镇污水管网完善工程（农污）	中山市	6.37	1.68
	沙溪镇污水管网完善工程（除农污）	中山市	8.1	2.49
小计	-	-	34.28	10.58
合计	-	-	51.08	21.03

资料来源：公司评级报告，申万宏源研究

辅助服务：市场运营及港口客运等此前受疫情影响，未来盈利趋稳。2020 年以来受疫情影响，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，2023 年随着免租政策取消和客运航线恢复，板块收入重新回到正轨，2024 年因同比减少一次性收入略有下滑，整体趋稳。

- **农贸市场：**公司拥有 34 个农贸（批发）市场及商业体，范围覆盖中山市 17 个镇街，总占地面积约 43 万平方米，总建筑面积约 36 万平方米，是中山市最大的农贸市场集群。公司持续运营以农产品、水产品及果蔬批发为核心的中山市批发零售市场资产，现金流好，租赁业务收入较有保障。
- **港口客运：**新中山客运港正式启用，开通香港市区、香港国际机场、深圳蛇口、澳门等航线，运营 5 艘豪华高速双体客轮。

3. 持股广发证券，利润估值有望双提升

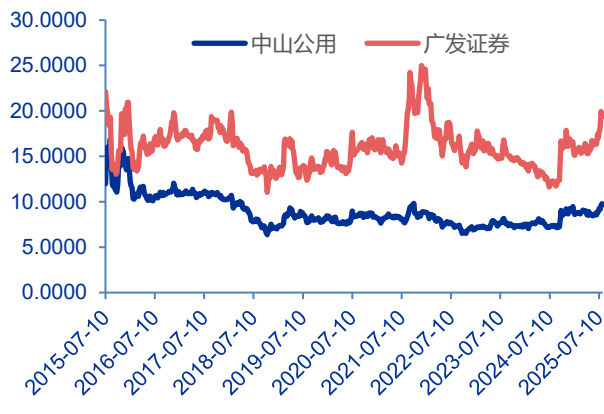
公司持有广发证券 10.55%股份，对该公司的投资采用权益法核算，以广发证券为主的投资收益是公司主要利润来源。截至 2024 年底，公司持有广发证券境内上市内资股（A 股）.%，持有广发证券境外上市外资股（H 股）.%，合计持股 .%。同时公司在广发

证券股份有限公司董事会中派有代表，对该公司有重大影响，对该公司的投资采用权益法核算。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；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，同时按照广发证券宣告分派的利润计算应享有的部分，相应减少长期股权投资的账面价值。

广发证券历史 pb 低于同行头部券商，伴随业务结构与业绩预期改善，估值有望上修。广发证券是业务结构均衡、盈利能力优秀的大型综合类券商，公司股权结构稳定，管理层经验丰富，财富管理业务布局领先，资管业务优势突出，投行业务逐渐回归正轨。参照申万非银团队 2025 年 2 月 14 日发布的广发证券深度报告，受 2018 年投行风险事件影响、2022 年公募基金新发规模回落、杠杆水平较低等因素影响，广发证券 pb 估值长期跑输同行头部券商。我们认为公司目前：①风险出清，业务能力修复；②资管业务受益于市场回暖；③自营业务业绩稳定性强。④公司布局 RWA 资产，提升盈利能力。2024 年及 25Q1 广发证券业绩超预期，但估值仍显著低于可比头部券商，存在估值修复空间。此外，A 股与港股成交活跃度与赚钱效应保持高位，券商板块整体盈利及估值均有望上调。

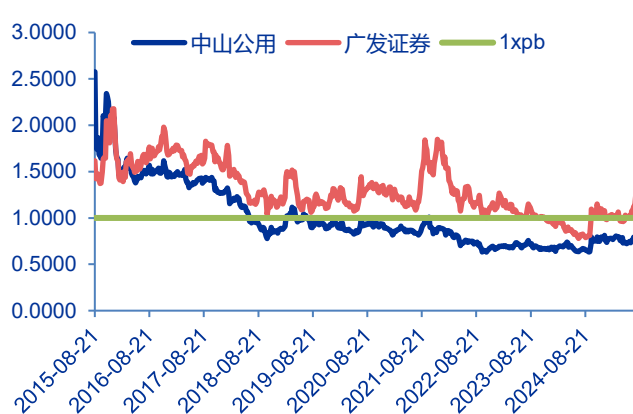
中山公用与广发证券股价走势趋同，但回撤表现更优，伴随广发证券利润估值上修，公司有望受益。我们对比广发证券和中山公用最近十年收盘价的历史走势可以发现，**整体二者成相似趋势，其中牛市期间中山公用基本随广发证券同频上涨，熊市期间的回撤则明显优于广发证券。**

图 17：中山公用与广发证券近十年股价走势



资料来源：Wind, 申万宏源研究

图 18：中山公用与广发证券近十年 Pb 走势



资料来源：Wind, 申万宏源研究

4. 投资分析意见

4.1 盈利预测及估值

水务：假设公司综合供水单价 2025-27 年分别为 1.8/2.16/2.16 元/吨，供水产能 25Q1 并表之后维持稳定；污水运营稳定，厂网一体化项目逐步贡献业绩，综上计算，预计公司 2025-27 水务总体收入为 19.04/23.05/25.01 亿元。毛利率方面，假设伴随供水价格调整及污水厂网一体化进入运营期，预计 2025-27 毛利率为 26%/30%/33%。

固废：伴随公司收购产能落地及逐步并表，公司垃圾焚烧运营收入逐步提升，同时环卫业务保持稳定，综上，公司固废 2025-27 年收入为 8.13/9.63/9.63 亿元。毛利率考虑毛利较高的垃圾焚烧收入占比持续提升，预计 2025-27 年毛利率为 29%/33%/35%。

新能源：目前公司分布式装机规模较小，考虑在建规模持续增加，同时公司光储充一体化充电站自 2025 年陆续投运，公司新能源业务收入有望快速增加，预计 2025-27 年收入分别为 0.2/0.3/0.4 亿元，毛利率维持 60%不变。

工程：考虑水务管网建设高峰已过，未来收入将逐步收入，预计 2025-27 年收入分别为 25/23/21 亿元，毛利率维持 9%不变。

辅助服务：市场运营及港口客运盈利较为稳定，假设 2025-27 年收入维持 4.6 亿元，毛利率维持 46%不变。

投资收益：假设 2025-27 年公司持有广发证券 10.55%的股权比例不变，参照申万非银团队最新发布的广发证券 2025-27 年的归母净利润预测为 110/130/149 亿元，暂不考虑其他较小的股权投资收益，我们预计 2025-27 年公司的投资收益分别为 11.62/13.70/15.70 亿元。

表 20：公司主营构成（百万元，%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,619	5,199	5,678	5,697	6,058	6,064
1、工程	1,637	2,747	3,008	2,500	2,300	2,100
2、水务	1,030	1,338	1,438	1,904	2,305	2,501
3、固废	468	578	763	813	963	963
4、新能源		6	10	20	30	40
5、其他	484	530	460	460	460	460
毛利	736	1,048	1,073	1,182	1,448	1,589
1、工程	141	281	273	227	209	190
2、水务	287	351	360	495	691	825
3、固废	152	175	221	236	318	337
4、新能源		5	8	12	18	24
5、其他	156	236	212	212	212	212
毛利率	20	20	19	21	24	26
1、工程	9	10	9	9	9	9
2、水务	28	26	25	26	30	33
3、固废	32	30	29	29	33	35
4、新能源		87	73	60	60	60
5、其他	32	45	46	46	46	46

资料来源：Wind，申万宏源研究

综上，我们预计公司 2025-27 年归母净利润为 14.28/17.75/20.72 亿元，其中投资收益为 11.62/13.70/15.70 亿元，主业经营利润为 2.66/4.05/5.02 亿元。

表 21：公司利润预测及其构成（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利	967	1,199	1,428	1,775	2,072
投资收益利润	722	1,008	1,162	1,370	1,570
经营业务利润	245	191	266	405	502
归母净利 yoy		24%	19%	24%	17%
投资收益利润 yoy		40%	15%	18%	15%
经营业务利润 yoy		-22%	39%	52%	24%

资料来源：Wind，申万宏源研究

我们采用分部估值法对中山公用进行估值，分别从 PE 及 PB 两类估值角度看，中山公用合理估值合计约为 183~194 亿元。

表 22：可比公司估值表（百万元，%）

证券代码	公司	总市值	归母净利					PE			PB1f
		2025/8/7	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
000598.SZ	兴蓉环境	21,160	1,996	2,203	2,426	2,621	11	10	9	8	1.16
600461.SH	洪城环境	11,891	1,190	1,256	1,324	1,385	10	9	9	9	1.31
主营业务公司平均值							10	10	9	8	1.24
600030.SH	中信证券	431,426	21,704	24,977	27,214	29,658	20	17	16	15	1.61
601688.SH	华泰证券	182,893	15,351	14,851	16,381	18,034	12	12	11	10	1.10
601211.SH	国泰海通	355,944	13,024	22,015	22,107	25,248	27	16	16	14	1.16
600999.SH	招商证券	158,190	10,386	11,607	12,560	13,706	15	14	13	12	1.40
601881.SH	中国银河	189,931	10,031	11,379	12,662	14,072	19	17	15	13	1.72
000776.SZ	广发证券	148,770	9,637	11,015	12,987	14,882	15	14	11	10	1.24
投资收益公司平均值							18	15	14	12	1.37
000685.SZ	中山公用	14,220	1,199	1,428	1,775	2,072	12	10	8	7	0.83

资料来源：Wind，申万宏源研究。注：可比公司盈利预测选取 Wind 一致预测。广发证券及中山公用为申万宏源研究预测。

环保主业估值：参照可比公司对应估值 27~31 亿元。环保水务业务选取 A 股中的地方水务环保上市公司：洪城环境、兴蓉环境为可比公司。**1) PE 法：**参照可比公司 2025 年平均 PE 水平，给予公司水务环保等经营主业 2025 年 10x PE，结合公司 2025 年经营利润，公司经营主业估值为 27 亿元。**2) PB 法：**参照可比公司 2025 年平均 1.24x PB，主业估值为 31 亿元。

投资收益估值：参照可比公司 PE 并给予 90%流动性折价对应估值 157~163 亿元。**1) PE 法：**参照可比公司 2025 年平均估值为 15xPE，同时考虑公司持股流动性给予 90%折价，对应估值 157 亿元。**2) PB 法：**参照可比公司 2025 年平均为 1.37x PB，同时考虑公司持股流动性给予 90%折价，公司投资收益对应估值 163 亿元。

表 23：中山公用估值（百万元）

项目	2025	项目	2025
一、水务等主业估值			
1.1-经营业务估值（PE 法）	2,659	1.2-经营业务估值（PB 法）	3,095
经营业务利润	266	主业净资产	2,500
可比公司平均 PE	10	可比公司平均 PB	1.24
二、投资收益估值			
2.1-投资收益估值（PE）	15,688	2.2-投资收益估值（市值法）	16,268
广发证券投资收益	1,162	广发证券账面价值	13,200
券商板块 25PE	15	广发证券 25PB	1.37
流动性折扣系数	90%	流动性折扣系数	90%
公司估值合计（PE）	18,347	公司估值合计（PB）	19,363

资料来源：Wind，申万宏源研究统计时间：2025/8/7

历史上，中山公用一直被当做广发证券的影子股，但当前节点我们认为中山公用具有了更多自身投资价值：

- 1、公司自身主业具备更高成长空间。伴随公司主业水价调整、污水厂网一体化投运、固废收购、新能源及产业基金投资进入收获期，公司主业利润有望翻倍以上增长。
- 2、公司积极回馈股东。2024 年公司分红率达 53%，相比广发证券 2024 年 39% 分红率，公司更加积极回馈股东。
- 3、公司估值及风险更低。当前中山公用整体估值为 0.83pb，相比广发证券 1.24pb 估值更低，同时通过前期股价复盘我们可以看到中山公用与广发证券股价走势趋同，但回撤及波动风险更低（相对沪深 300，过去一年中山公用的β系数为 0.95，广发证券的β系数为 1.39）。

综上，我们预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 14.28/17.75/20.72 亿元，考虑公司主业成长性更高、分红更高，同时估值及风险更低，我们按照分部估值法测算，分别从 PE 及 PB 两类估值角度看，中山公用合理估值合计约为 183~194 亿元，相比当前市值上涨空间为 29%~36%，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.2 风险提示

广发证券业绩波动风险。公司当前利润主要构成为广发证券贡献，若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。

供水调价及固废收购进度不及预期风险。中山供水调价目前即将启动听证会，实际调价进度受多方面影响，同时固废收购目前仍需等交易方董事会最终确认，因此均存在未来进度不及预期风险。

基金投资的收益风险。公司与广发证券合作已投资基金，目前部分基金尚未进入退出阶段，未来基金投资的收益及投资回收情况有待关注。

工程收入下滑风险。伴随水务管网工程高峰已过，未来公司工程业务预计可能收缩，存在工程收入下滑风险。

回款不及预期风险。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，同时受工程业务项目增加，占用一定现金流，未来存在回款不及预期风险。

财务摘要

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,199	5,678	5,697	6,058	6,064
营业收入	5,199	5,678	5,697	6,058	6,064
1、工程	2,747	3,008	2,500	2,300	2,100
2、水务	1,338	1,438	1,904	2,305	2,501
3、固废	578	763	813	963	963
4、新能源	6	10	20	30	40
5、其他	530	460	460	460	460
营业总成本	4,881	5,377	5,360	5,511	5,388
营业成本	4,151	4,605	4,501	4,604	4,487
1、工程	2,466	2,735	2,273	2,091	1,910
2、水务	987	1,078	1,409	1,614	1,676
3、固废	403	542	577	645	626
4、新能源	1	2	8	12	16
5、其他	294	248	248	248	248
税金及附加	39	38	38	40	40
销售费用	65	67	67	72	72
管理费用	299	334	335	357	357
研发费用	156	161	162	172	172
财务费用	171	172	258	267	260
其他收益	45	36	36	36	36
投资收益	722	1,008	1,162	1,370	1,570
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-17	-65	-9	-8	-14
资产减值损失	-3	-7	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,064	1,273	1,526	1,945	2,269
营业外收支	12	7	0	0	0
利润总额	1,077	1,280	1,526	1,945	2,269
所得税	84	69	92	146	177
净利润	993	1,211	1,434	1,799	2,092
少数股东损益	25	12	6	24	19
归母净利润	967	1,199	1,428	1,775	2,072

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	993	1,211	1,434	1,799	2,092
加：折旧摊销减值	459	630	535	563	598
财务费用	224	254	258	267	260
非经营损失	-739	-1,038	-1,162	-1,370	-1,570
营运资本变动	-347	-1,317	-451	-325	-426
其它	15	11	0	0	0
经营活动现金流	604	-249	613	934	953
资本开支	1,461	810	994	700	700
其它投资现金流	-119	3	362	570	770
投资活动现金流	-1,580	-807	-632	-130	70
吸收投资	8	17	0	0	0
负债净变化	1,620	1,067	1,297	237	38
支付股利、利息					

其它融资现金	-64	-17	-18	0	0
流					
融资活动现金流	997	510	386	-672	-1,021
净现金流	23	-544	367	132	2

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,613	5,619	5,431	5,625	5,726
现金及等价物	2,179	1,715	2,081	2,213	2,215
应收款项	1,389	1,878	1,769	1,817	1,751
存货净额	115	134	142	136	135
合同资产	800	1,687	1,233	1,255	1,420
其他流动资产	130	206	206	206	206
长期投资	14,168	15,313	16,113	16,913	17,713
固定资产	3,439	4,341	5,009	5,354	5,670
无形资产及其他资产	6,799	7,138	6,938	6,738	6,538
资产总计	29,018	32,411	33,492	34,631	35,648
流动负债	7,957	7,642	7,405	6,850	6,036
短期借款	3,424	1,971	2,731	2,431	1,931
应付款项	2,803	3,809	2,813	2,558	2,244
其它流动负债	1,730	1,862	1,862	1,862	1,862
非流动负债	4,395	6,945	7,482	8,020	8,557
负债合计	12,352	14,587	14,887	14,870	14,594
股本	1,475	1,475	1,475	1,475	1,475
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,782	1,778	1,778	1,778	1,778
其他综合收益	803	1,031	1,031	1,031	1,031
盈余公积	774	773	773	773	773
未分配利润	11,531	12,436	13,229	14,362	15,635
少数股东权益	281	311	318	342	361
股东权益	16,666	17,824	18,604	19,761	21,054
负债和股东权益合计	29,018	32,411	33,492	34,631	35,648

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。