

中山公用 (000685.SZ)

水价调整靴子落地，多重催化带动价值重估

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： **黄秀杰** 021-61761029
 证券分析师： **刘汉轩** 010-88005198
 证券分析师： **崔佳诚** 021-60375416

◆ 环保 · 环境治理

huangxiujie@guosen.com.cn
 liuhanxuan@guosen.com.cn
 cuijiacheng@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980521060002
 执证编码：S0980524120001
 执证编码：S0980525070002

事项：

- 1) **中山市自来水价格调整方案将于 2026 年 2 月 1 日起正式实施。**2025 年 12 月 31 日中山市发展和改革局发布通知，决定进一步完善自来水价格形成机制，新机制将于 2026 年 2 月 1 日起正式实施。
- 2) **上交所正式受理长鑫科技的科创板上市申请。**2025 年 12 月 30 日，长鑫科技申报科创板 IPO 获交易所受理，本次 IPO 拟募资 295 亿元，位列科创板融资额历史第二。

评论：

◆ 中山市水价调整靴子落地，有望为公司带来业绩增厚

中山市自来水价格调整方案将于 2026 年 2 月 1 日起正式实施。2025 年 12 月 31 日，中山市发展和改革局为规范城镇供水价格管理，保障供水、用水双方的合法权益，促进城镇供水事业发展，节约和保护水资源，根据《城镇供水价格管理办法》（国家发展改革委、住房和城乡建设部令第 46 号）、《广东省发展和改革委员会 广东省住房和城乡建设厅关于城镇供水价格管理的实施办法》（粤发改规〔2022〕5 号）、《中山市人民政府办公室关于印发中山市供水用水条例实施细则的通知》（中府办〔2020〕46 号）等有关规定，结合中山市实际，经成本监审、价格听证等程序，并经市委、市政府同意，发布《关于进一步完善我市自来水价格形成机制的通知》，该通知自 2026 年 2 月 1 日用水起实施。

本轮调价完成后，中山市自来水综合价格约上涨 23%-26%，有望增厚公司供水板块业绩。本次调价后，中山市的综合水价将由 1.73 元/立方米上涨至 2.14-2.18 元/立方米，涨幅 23%-26%，其中公用水务价区：居民生活用水（第一阶梯）价格调整为 1.88 元/立方米，非居民用水价格调整为 2.45 元/立方米，特种用水价格调整为 7 元/立方米；粤海水务价区：居民生活用水（第一阶梯）价格调整为 1.62 元/立方米，非居民用水价格调整为 1.92 元/立方米，特种用水价格调整为 7 元/立方米；坦洲水司价区：居民生活用水、非居民用水维持现行价格不变，即分别为 1.76 元/立方米和 1.99 元/立方米，特种用水价格调整为 7 元/立方米，其他居民生活用水阶梯水价、合表水价等执行全市价格政策。

表1：中山市自来水价格表（2026 年 2 月 1 日起生效）

价区	居民生活用水（元/立方米）			合表水价	非居民用水（元/立方米）	特种用水（元/立方米）
	第一阶梯	第二阶梯	第三阶梯			
公用水务价区	1.88	2.82	5.64	1.96	2.45	7
粤海水务价区	1.62	2.43	4.86	1.70	1.92	7
坦洲水司价区	1.76	2.64	5.28	1.84	1.99	7

资料来源：中山市发展和改革局官网，国信证券经济研究所整理

◆ 公司间接参股公司长鑫科技 IPO 获审，为公司内在价值提升提供支撑

上交所正式受理长鑫科技的科创板上市申请。2025 年 12 月 30 日，上交所披露已受理长鑫科技集团股份有限公司的科创板首发申请，公司拟募资规模为 295 亿元，位列科创板融资额历史第二，粗略计算，长鑫科技的投后估值约 1500 亿元。由于长鑫科技为科创板首单“预先审阅”的 IPO 项目，2025 年 11 月已完成两轮审核问询回复，长鑫科技的 IPO 审核进度有望提速。长鑫科技的同行业上市公司摩尔线程-U 与沐曦股份-U 的审核周期分别为 88 天和 116 天。

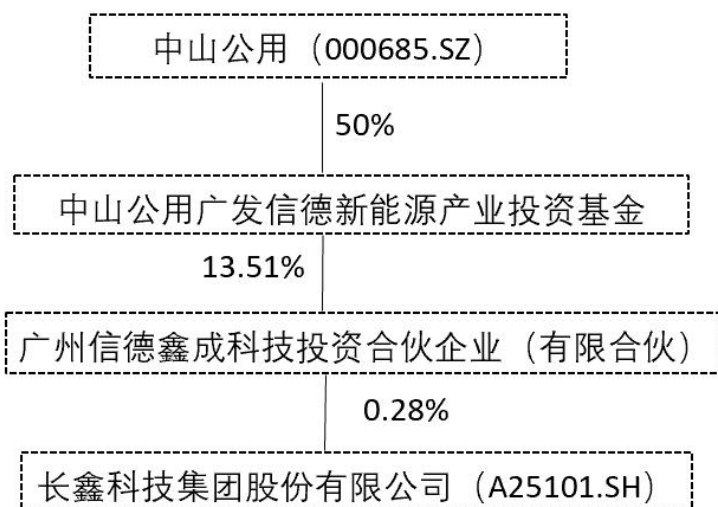
表2: 沐曦股份与摩尔线程上市进程梳理

公司	代码	获审日期	通过日期	上市日期	审核周期
摩尔线程-U	688795.SH	2025-6-30	2025-9-26	2025-12-05	88 天
沐曦股份-U	688802.SH	2025-6-30	2025-10-24	2025-12-17	116 天

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司通过旗下新能源基金间接持有长鑫科技约 0.02% 股权。中山公用通过中山公用广发信德新能源产业投资基金（股权比例 50%）持有广州信德鑫成科技投资合伙企业（有限合伙）13.51% 的股权，而广州信德鑫成科技投资合伙企业（有限合伙）直接持有长鑫科技 0.28% 的股权（1.68 亿股），故中山公用间接持有长鑫科技约 0.02% 的股权。

图1: 中山公用间接参股长鑫科技股权穿透图



资料来源: 长鑫科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

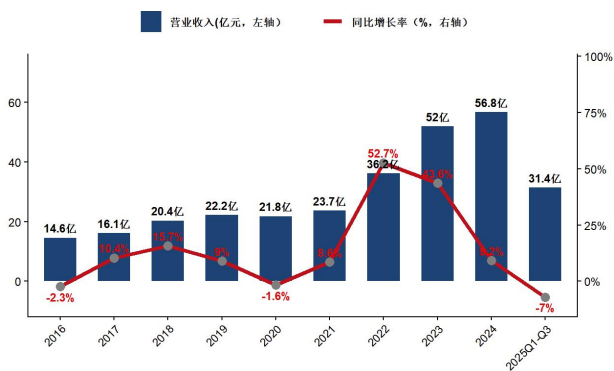
除沐曦与长鑫外，公司新能源产业基金参股多个优质项目。公司基金坚持“稳健运营、专业判断、前瞻布局”的原则，截至目前，实缴出资 15 亿元，累计投资交割了 27 个优质项目，投资总额达 12.08 亿元。已构建了覆盖从 VC 到 PE 阶段的、不同成熟度的项目梯队，未来发展潜力可观。公司投资严格对标国家战略性新兴产业，重点投资“AI 与芯片（如沐曦、长鑫存储）、新能源与智能网联汽车（如奇瑞）、军工（如腾盾科创）、自适应机器人（如非夕科技）”等国家战略性新兴产业及未来产业高地，多个优质项目也已进入港股、科创板等资本通道，为公司内在价值提升提供强大支撑。

◆ 2025Q3 扣非归母净利高增，应收账款回收成果显著

2025 年前三季度公司业绩表现亮眼。2025Q1-Q3 公司实现营业收入 31.43 亿元，同比下降 7.04%，主要系工程收入下滑影响所致。2025Q1-Q3 公司实现归母净利润 12.11 亿元，同比增长 18.11%，剔除 2024Q3 产

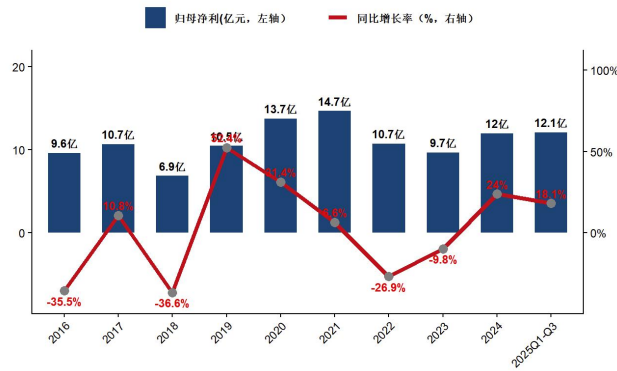
生的 1.47 亿营业外收入（取得联营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值），公司扣非归母净利润达 12.05 亿元，同比增长 40%。公司业绩增长主要系广发证券业绩高增(+61.6%) 带动投资收益增长 59.6%至 11.42 亿元所致。此外，公司应收账款回收工作成果显著，经营性现金流同比增加 3.45 亿元至-0.54 亿元，应收账款绝对值由 25H1 的 19.5 亿下降至 18.3 亿。

图2：2016–2025Q3 公司营业收入情况



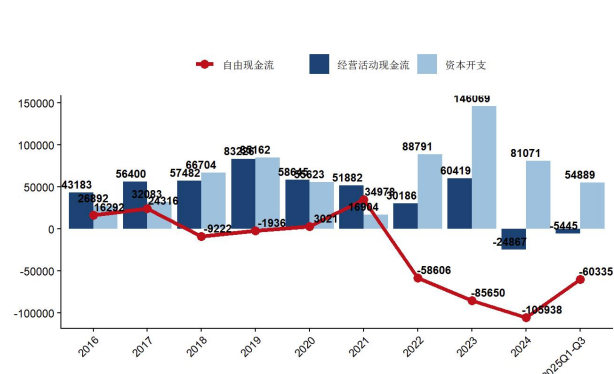
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：2016–2025Q3 公司归母净利润情况



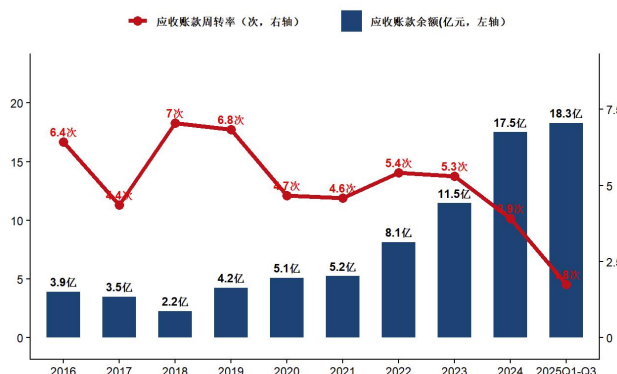
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2016–2025Q3 公司现金流&资本开支情况（单位：万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：2016–2025Q3 公司应收账款余额及周转率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

考虑到中山市新水价机制 2026 年 2 月即生效，我们小幅上调盈利预测，预计 2025–2027 年归母净利润为 15.18/16.86/18.47 亿元（原值为 15.09/16.73/18.28 亿元），同比增速 27%/11%/10%，当前股价对应 PE=11.3/10.2/9.3x，维持“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。

相关研究报告：

《中山公用（000685.SZ）-25H1 归母净利润稳健增长 29.6%，中山自来水价格调整听证会顺利召开》——2025-09-03

《中山公用（000685.SZ）-2024 现金分红创历史新高，25Q1 归母净利润同比+62.2%》——2025-05-06

《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

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	2330	2242	2929	营业收入	5199	5678	5524	5478	5434
应收款项	1239	1837	1787	1772	1758	营业成本	4151	4605	4399	4322	4263
存货净额	115	134	125	120	116	营业税金及附加	39	38	38	38	37
其他流动资产	1079	1933	1881	1865	1850	销售费用	65	67	83	72	72
流动资产合计	4602	5619	6123	5999	6653	管理费用	299	334	255	265	264
固定资产	3439	4341	5115	5765	6281	研发费用	156	161	157	155	154
无形资产及其他	3801	3610	3466	3321	3177	财务费用	171	172	237	228	211
投资性房地产	3013	3536	3536	3536	3536	投资收益	722	1008	1235	1372	1508
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	33545	33927	34952	其他收入	(128)	(189)	(127)	(125)	(124)
短期借款及交易性金融负债	3424	1971	2500	2000	2000	营业利润	1064	1273	1614	1793	1965
应付款项	2466	3464	3238	3107	2995	营业外净收支	12	7	7	7	7
其他流动负债	2066	2207	2065	1986	1917	利润总额	1077	1280	1621	1800	1972
流动负债合计	7957	7642	7803	7093	6912	所得税费用	84	69	87	97	106
长期借款及应付债券	4146	6683	6583	6483	6383	少数股东损益	25	12	16	17	19
其他长期负债	249	262	262	262	262	归属于母公司净利润	967	1199	1518	1686	1847
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	14648	13838	13557	净利润	967	1199	1518	1686	1847
少数股东权益	277	311	322	334	348	资产减值准备	9	51	19	15	12
股东权益	16378	17513	18575	19755	21048	折旧摊销	404	524	545	630	710
负债和股东权益总计	29007	32411	33545	33927	34952	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	237	228	211
每股收益	0.66	0.81	1.03	1.14	1.25	营运资本变动	(1176)	(791)	(238)	(160)	(135)
每股红利	0.22	0.20	0.31	0.34	0.38	其它	8	(42)	(8)	(2)	1
每股净资产	11.10	11.87	12.59	13.39	14.27	经营活动现金流	215	948	1842	2175	2441
ROIC	5.40%	4.46%	4%	4%	4%	资本开支	0	(1270)	(1200)	(1157)	(1100)
ROE	5.91%	6.85%	8%	9%	9%	其它投资现金流	1	0	0	0	0
毛利率	20%	19%	20%	21%	22%	投资活动现金流	(740)	(2423)	(1200)	(1157)	(1100)
EBIT Margin	9%	8%	11%	11%	12%	权益性融资	1	17	0	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	21%	23%	25%	负债净变化	1342	538	(100)	(100)	(100)
收入增长	44%	9%	-3%	-1%	-1%	支付股利、利息	(323)	(294)	(455)	(506)	(554)
净利润增长率	-10%	24%	27%	11%	10%	其它融资现金流	(1412)	517	529	(500)	0
资产负债率	44%	46%	45%	42%	40%	融资活动现金流	627	1022	(27)	(1106)	(654)
股息率	1.9%	1.7%	2.7%	2.9%	3.2%	现金净变动	102	(453)	615	(88)	687
P/E	17.8	14.3	11.3	10.2	9.3	货币资金的期初余额	2066	2168	1715	2330	2242
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	货币资金的期末余额	2168	1715	2330	2242	2929
EV/EBITDA	33.1	31.9	28.0	24.7	22.7	企业自由现金流	0	(1089)	(333)	(95)	84
						权益自由现金流	0	(35)	(129)	(910)	(215)

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 ±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 ±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

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