

中山公用（000685.SZ）

优于大市

投资收益、供水提价放大利润弹性，现金流改善打开价值重估空间

核心观点

投资收益大幅增长，驱动上半年业绩实现翻倍。2026H1 公司营业收入 21.73 亿元，同比增长 2.45%，但归母净利润同比增长 104.01%，利润增速明显高于收入增速。主要原因是公司投资收益达到 13.28 亿元，同比增长 94.67%。公司持有广发证券 10.27%的股权，26H1 广发证券实现净利润 127.69 亿元，公司长期股权投资中对广发证券确认的权益法投资收益达到 11.43 亿元，成为公司利润增长最重要的来源之一。除广发证券以外，公司产业投资亦贡献较好收益。新能源产业基金上半年确认权益法投资收益 1.46 亿元，其账面价值由期初 10.54 亿元提升至 12.01 亿元。

水务提价增效、固废量效齐升、工程主动收缩但盈利质量改善。2026H1 水务板块实现营业收入 9.96 亿元，同比增长 26.69%，毛利率 33.77%，同比提升 4.30 个百分点，其中供水收入 5.17 亿元，同比增长 20.84%，主要受中山市新水价执行及小榄水务并购带动，污水处理收入 4.79 亿元，同比增长 33.65%。固废板块实现营业收入 4.92 亿元，同比增长 23.51%，毛利率 27.74%，同比提升 3.91 个百分点，主要受中部垃圾焚烧项目整合、垃圾进场量及发电量增长、吨垃圾发电效率提升共同驱动。工程板块实现营业收入 4.03 亿元，同比下降 45.00%，但毛利率 9.85%，同比提升 2.17 个百分点，收入下滑主要受工程业务阶段性波动影响，同时营业成本降幅更大，反映公司工程业务结构及盈利质量有所改善。

经营活动现金流改善明显。2026H1 公司经营活动现金流净额为 2.48 亿元，相比去年同期-3.70 亿元显著改善。但从现金流量表看，上半年购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金 5.23 亿元，公司的自由现金流尚未转正。随着城区排水厂网一体化等大型项目逐步完工，公司资本开支有望下降，同时再叠加应收账款回收、供水提价、污水运营和参股资产分红带来现金流增长，公司有望打开价值重估空间。

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：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到沪深两市成交量持续居于历史高位且公司 26H1 业绩超过我们原有预期，我们上调原有盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 25.15/26.62/27.72 亿元（原值为 21.45/23.78/25.71 亿元），同比增速 34%/6%/4%；当前股价对应 PE=7/6/6x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,678	4,612	4,884	5,010	5,120
(+/-%)	9.2%	-18.8%	5.9%	2.6%	2.2%
归母净利润(百万元)	1199	1879	2515	2662	2772
(+/-%)	23.9%	56.8%	33.8%	5.8%	4.1%
每股收益(元)	0.81	1.27	1.71	1.80	1.88
EBIT Margin	8.3%	7.6%	13.5%	13.4%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	10.1%	12.3%	11.9%	11.4%
市盈率 (PE)	14.1	9.0	6.7	6.3	6.1
EV/EBITDA	31.5	34.4	24.4	22.3	21.1
市净率 (PB)	0.96	0.90	0.82	0.76	0.69

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：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

证券分析师：崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn
S0980525070002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 11.42 元
总市值/流通市值 16761/14236 百万元
52 周最高价/最低价 14.79/9.44 元
近 3 个月日均成交额 204.01 百万元

市场走势



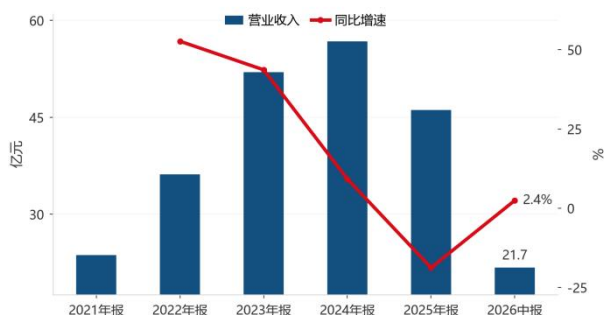
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中山公用（000685.SZ）-投资收益带动业绩高增，“公用事业+资本+科技”三大板块引领未来发展》——2026-05-10
《中山公用（000685.SZ）-水价调整靴子落地，多重催化带动价值重估》——2026-01-06
《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

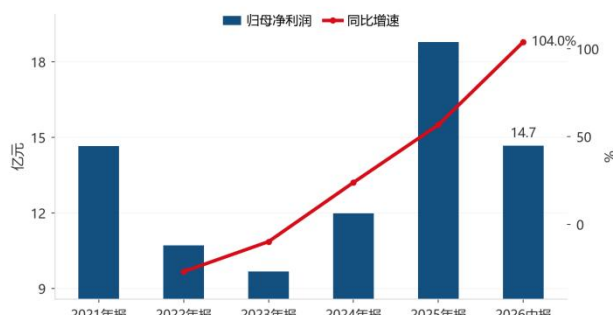
投资收益大幅增长，驱动上半年业绩实现翻倍。2026H1 公司营业收入 21.73 亿元，同比增长 2.45%，但归母净利润同比增长 104.01%，利润增速明显高于收入增速。主要原因是公司投资收益达到 13.28 亿元，同比增长 94.67%。公司持有广发证券 10.27%的股权，26H1 广发证券实现净利润 127.69 亿元，公司长期股权投资中对广发证券确认的权益法投资收益达到 11.43 亿元，成为公司利润增长最重要的来源之一。除广发证券以外，公司产业投资亦贡献较好收益。新能源产业基金上半年确认权益法投资收益 1.46 亿元，其账面价值由期初 10.54 亿元提升至 12.01 亿元。

图1：中山公用营业收入及增速（单位：亿元、%）



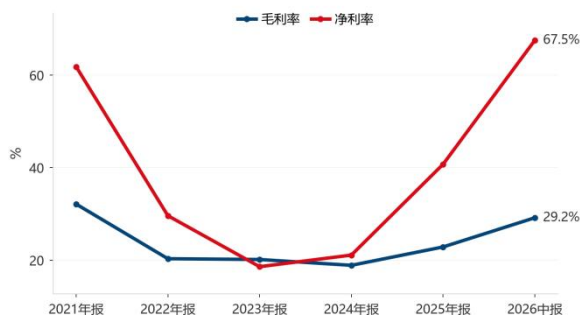
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中山公用归母净利润及增速（单位：亿元、%）



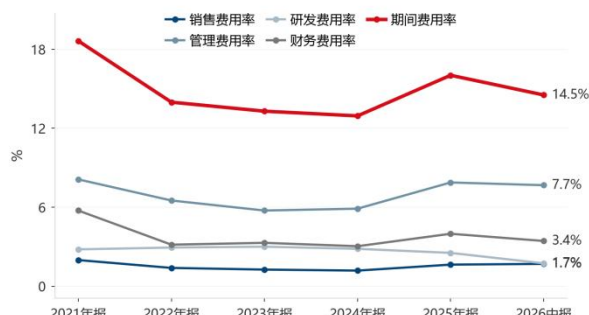
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中山公用利润率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中山公用费用率情况（单位：%）

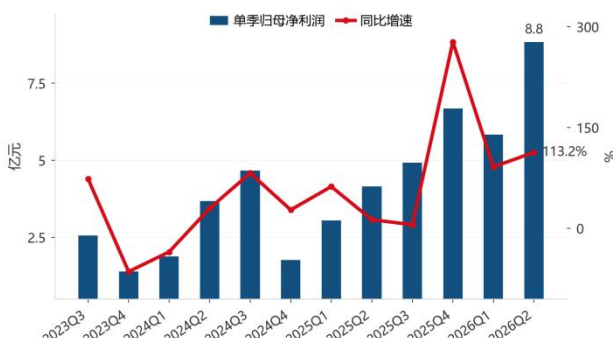


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：中山公用单季度收入情况（单位：亿元，%）



图6：中山公用单季度归母净利润情况（单位：亿元，%）



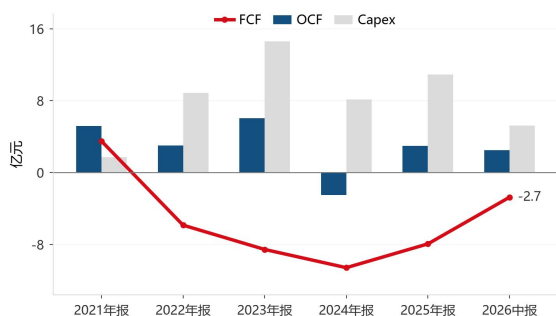
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

水务提价增效、固废量效齐升、工程主动收缩但盈利质量改善。2026H1 水务板块实现营业收入 9.96 亿元，同比增长 26.69%，毛利率 33.77%，同比提升 4.30 个百分点，其中供水收入 5.17 亿元，同比增长 20.84%，主要受中山市新水价执行及小榄水务并购带动，污水处理收入 4.79 亿元，同比增长 33.65%。固废板块实现营业收入 4.92 亿元，同比增长 23.51%，毛利率 27.74%，同比提升 3.91 个百分点，主要受中部垃圾焚烧项目整合、垃圾进场量及发电量增长、吨垃圾发电效率提升共同驱动。工程板块实现营业收入 4.03 亿元，同比下降 45.00%，但毛利率 9.85%，同比提升 2.17 个百分点，收入下滑主要受工程业务阶段性波动影响，同时营业成本降幅更大，反映公司工程业务结构及盈利质量有所改善。

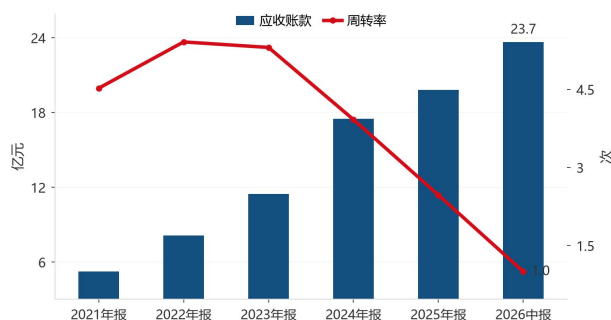
经营活动现金流改善明显。2026H1 公司经营活动现金流净额为 2.48 亿元，相比去年同期-3.70 亿元显著改善。但从现金流量表看，上半年购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金 5.23 亿元，公司的自由现金流尚未转正。随着城区排水厂网一体化等大型项目逐步完工，公司资本开支有望下降，同时再叠加应收账款回收、供水提价、污水运营和参股资产分红带来现金流增长，公司有望打开价值重估空间。

图7：中山公用 OCF、CAPEX 及 FCF 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

图8：中山公用应收账款及周转率情况（单位：亿元，次）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到沪深两市成交量持续居于历史高位且公司 26H1 业绩超过我们原有预期，我们上调原有盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 25.15/26.62/27.72 亿元（原值为 21.45/23.78/25.71 亿元），同比增速 34%/6%/4%；当前股价对应 PE=7/6/6x，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1715	1717	2183	3163	4762	营业收入	5678	4612	4884	5010	5120
应收款项	1837	2026	2145	2201	2249	营业成本	4605	3557	3657	3742	3818
存货净额	134	84	81	82	82	营业税金及附加	38	150	76	91	113
其他流动资产	1933	1971	2087	2141	2188	销售费用	67	75	66	70	75
流动资产合计	5619	5797	6497	7586	9280	管理费用	334	363	287	298	305
固定资产	4341	5902	6527	6899	7259	研发费用	161	117	136	136	137
无形资产及其他	3610	4225	4056	3887	3718	财务费用	172	184	270	239	197
投资性房地产	3536	3992	3992	3992	3992	投资收益	1008	1811	2213	2322	2396
长期股权投资	15306	16678	16678	16678	16678	资产减值及公允价值变动	(7)	(17)	(17)	(17)	(17)
资产总计	32411	36595	37751	39043	40928	其他收入	(189)	(121)	(106)	(106)	(107)
短期借款及交易性金融负债	1971	2768	2500	2000	2000	营业利润	1273	1956	2617	2769	2884
应付款项	3464	2978	2883	2891	2908	营业外净收支	7	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	2207	3689	3550	3575	3607	利润总额	1280	1954	2615	2767	2882
流动负债合计	7642	9435	8933	8466	8515	所得税费用	69	78	105	111	115
长期借款及应付债券	6683	7284	7184	7084	6984	少数股东损益	12	(4)	(5)	(5)	(5)
其他长期负债	262	602	602	602	602	归属于母公司净利润	1199	1879	2515	2662	2772
长期负债合计	6945	7886	7786	7686	7586	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	14587	17321	16719	16152	16101	净利润	1199	1879	2515	2662	2772
少数股东权益	311	587	583	580	576	资产减值准备	51	(21)	9	6	4
股东权益	17513	18687	20448	22311	24252	折旧摊销	524	645	717	808	888
负债和股东权益总计	32411	36595	37751	39043	40928	公允价值变动损失	7	17	17	17	17
						财务费用	172	184	270	239	197
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(791)	681	(456)	(71)	(43)
每股收益	0.81	1.27	1.71	1.80	1.88	其它	(45)	19	(13)	(10)	(8)
每股红利	0.43	0.38	0.51	0.54	0.56	经营活动现金流	944	3220	2790	3412	3631
每股净资产	11.87	12.67	13.86	15.13	16.44	资本开支	0	(1940)	(1200)	(1034)	(1100)
ROIC	4.46%	3.17%	4%	4%	4%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	6.85%	10.06%	12%	12%	11%	投资活动现金流	(1153)	(3312)	(1200)	(1034)	(1100)
毛利率	19%	23%	25%	25%	25%	权益性融资	1	57	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	14%	13%	13%	负债净变化	538	1601	(100)	(100)	(100)
EBITDA Margin	18%	22%	28%	30%	30%	支付股利、利息	(634)	(565)	(755)	(799)	(832)
收入增长	9%	-19%	6%	3%	2%	其它融资现金流	(52)	(2034)	(268)	(500)	0
净利润增长率	24%	57%	34%	6%	4%	融资活动现金流	(245)	95	(1123)	(1399)	(932)
资产负债率	46%	49%	46%	43%	41%	现金净变动	(453)	2	467	979	1599
股息率	3.8%	3.4%	4.5%	4.7%	4.9%	货币资金的期初余额	2168	1715	1717	2183	3163
P/E	14.1	9.0	6.7	6.3	6.1	货币资金的期末余额	1715	1717	2183	3163	4762
P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	企业自由现金流	0	(279)	(305)	349	390
EV/EBITDA	31.5	34.4	24.4	22.3	21.1	权益自由现金流	0	(712)	(933)	(481)	101

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

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