

化工估值二十一年 · 全文合订

目录 · CONTENTS

- 01 化工估值到底在哪：同一个数字，四个窗口，四个结论
- 02 2021年化工最赚钱的时候，市盈率只有20倍
- 03 化工最便宜的那天是2024年2月5日，不是今天
- 04 同一个化工行业，七张估值表，三倍价差
- 05 化工比沪深300贵39%，这算便宜吗

化工估值到底在哪：同一个数字，四个窗口，四个结论

二十一年PB全景，与两家券商互相打架的分位数

2026年5月7日，中银国际给基础化工算了一个数：**PB 2.61倍，历史74.58%分位**。翻成人话——不便宜。

往前推一年半，2024年12月，中金的《2025年展望》里，同一个板块的PB是**2.12倍，2012年以来的19%分位**。同样翻成人话——很便宜。

两份研报，两个方向相反的结论，指的是同一个东西：中国的化工板块。

我把Wind的日频收盘数据从2005年拉到今天，一项一项地核。核完发现一件事——**两家都没算错。错的是，他们各自没说清楚，手里那把尺子有多长。**

两份研报，量的是同一段曲线

先说中银那份。报告当天（2026年5月7日），Wind自算的PB是**2.50**，不是2.61。差的这一档，是整体法还是剔除负值这类口径细节，绝对值上有微差，不动结论。

关键在那个**74.58%分位**。中银写的是"历史分位"，可它没说这个"历史"从哪一年起。

我用近十年的窗口去量，PB 2.61对应的分位数是**72.7%**——几乎就是它报出来的那个数。

也就是说，中银口中的"历史"，其实是最近十年。

再看中金。2024年12月那个时点，Wind月末口径的PB是**1.81**（区间在1.79到1.91之间），跟2.12也对不齐，同样是整体法的口径差。但它的**19%分位**方向没有错：换一把更长的尺子去量，同一个板块自然就落到了低位。

一家说贵，一家说便宜。差别就一件事——**一把尺子量了十年，另一把量了二十一年。**



两把长短不同的尺子量同一段曲线

同一个PB 2.03，四个窗口四个结论

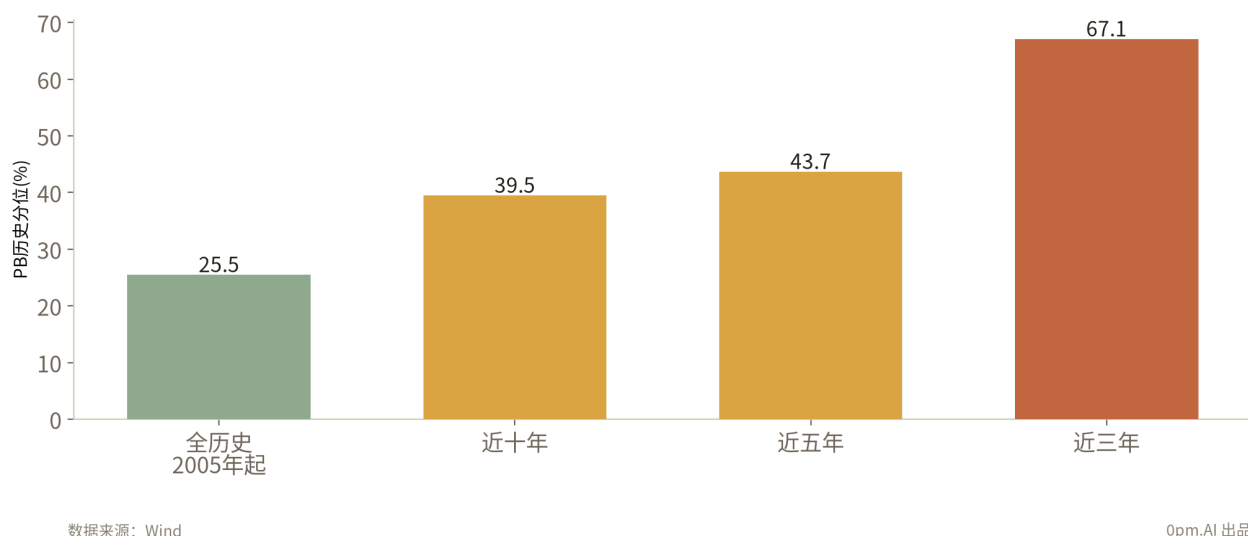
这不是两家券商的私人恩怨。把尺子换成今天的数，你自己就能看见。

今天，2026年7月20日，基础化工的PB是**2.03**（日频收盘口径）。就这一个数字，我把四把尺子挨个量了一遍：

按二十一年**全历史**算，它在**25.5%**分位——很低。按**近十年**算，**39.5%**——偏低。按**近五年**算，**43.7%**——中位偏下。按**近三年**算，**67.1%**——偏高。

同一个PB 2.03，四把尺子量出四个结论

申万基础化工PB历史分位 · 2026-07-20收盘PB=2.03 · 窗口起点不同、结论从「很低」一路排到「偏高」 · Wind



同一个PB 2.03，四个窗口给出四个结论

同一个今天，同一个2.03，从"很低"一路排到"偏高"。**越往近了量越贵，越往远了量越便宜。**

PE是一样的脾气，排序还更拧巴：全历史**55.4%**、近十年**64.8%**、近五年**78.2%**、近三年**67.2%**——近五年那把尺子量出来，反倒比近三年更贵。

市场上那句"化工估值处在历史低位"，你现在再听，就得多问一句：哪段历史？

一位公募基金经理今年三月的原话是——「从纵向和横向比较，行业的估值都处于历史中位数以下，具有一定吸引力」。这话不算错。可"历史中位数"这四个字底下，藏着的正是那把没标长度的尺子。

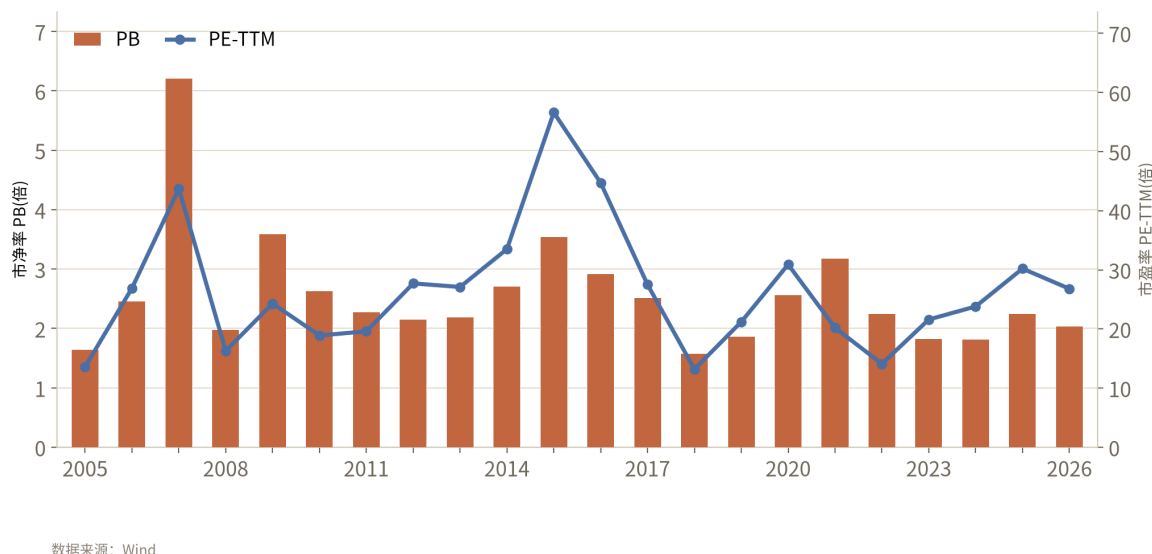
二十一年，走了一个整圈

把窗口一直拉到底，这条二十一年的曲线本身长什么样？

2005年1月，起点，PB **1.99**。2008年1月9日，冲到**6.77**——至今没被打破的顶。2024年2月5日，探到**1.41**——二十一年的地板。今天，**2.03**。

二十一年一个轮回：化工的市净率回到了2005年的水位

柱=PB年末值(左) · 线=PE-TTM年末值(右) · 2026为7月20日 · 日频首尾:2005-01-04 PB 1.99 → 2026-07-20 PB 2.03 · 日频极值:顶6.77(2008-01-09)、底1.41(2024-02-05) · 申万基础化工 · 申万2021版回溯口径 · Wind



二十一年一个轮回——PB从1.99到6.77再回到2.03

看清楚这两个数：今天的**2.03**，几乎就是2005年1月4日那天的**1.99**。

中间隔着四轮周期、两次泡沫、一趟从6.77到1.41的过山车。走了二十一年，PB回到了原点。

所以当有人拍着胸口说"现在是历史低位"——按二十一年算，2.03确实压在下面那四分之一里；可要是他心里的"历史"只有三年，那2.03已经是近三年偏贵的位置了。

两句话都对。因为**两把尺子不一样长**。

分位数从来不是板块自己的属性，它是尺子给的。你把起点放在哪一年，它就给你哪一个答案。这句话听着像文字游戏，可它决定了一份研报最后落在"加配"还是"减配"。

下次再看到"化工估值处于历史低位"那行字，先别急着信，也别急着反驳。就问一句：你这把尺子，从哪一年开始量？

这还只是第一层。在周期股身上，连"便宜"这两个字本身都是个陷阱——那是下一篇的事。

来源说明：估值分位数数据为Wind日频收盘序列自算，标的为申万基础化工指数（申万2021版回溯口径）；券商结论分别引自中银国际（2026年5月7日）与中金公司《2025年展望·油气化工》

(2024年12月)；基金经理表述引自中国基金报。文中券商原始数字仅作对照，估值真值以Wind自算并标注窗口为准。

风险提示：本文为估值方法论拆解，不构成任何投资建议。历史分位不代表未来走势，市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

2021年化工最赚钱的时候，市盈率只有20倍

周期股的市盈率会在顶部撒谎——一个持续四年的教训

2021年12月31日，化工板块的市盈率停在**20.2倍**。

今天，**26.8倍**。

按市盈率算，四年前那个「最赚钱的化工」，比现在还便宜四分之一。

现在市场里流行的说法，是「经历连续四年的低谷期后，化工行业已在2025年迎来基本面拐点」，机构普遍把2026年当成周期反转元年。看到「化工才26倍、历史低位」就想抄底的人不少。我要先把2021年的那张账单摊在你面前——因为2021年那批人，动心的理由比你今天充分得多。

那一年，是化工二十一年里最能赚钱的一年

不是「之一」，是最能赚钱。

2021年化工行业的净资产收益率（ROE）冲到**17.60%**，压过2007年那轮大牛市顶部的16.32%，创下二十一年新高。这不是估值给的，是实打实的利润给的。

价格在飞。那一年国家统计局口径下的化工PPI涨了**19.1%**，是同期全国PPI总指数（+8.1%）的两倍多。全球复苏叠加德州寒潮打断供给，化工品从年头涨到年尾。

龙头赚到什么程度？万华化学那年营收1455.38亿元，归母净利润**246.49亿元**，同比翻了一倍半（+145.47%），双双创历史新高。

盈利爆表，估值却低。ROE二十一年最高的那一年，市盈率只有20倍。

一个刻在脑子里的直觉会告诉你：便宜。低市盈率、高盈利、行业景气——教科书里所有「买入」的灯全亮了。

四年后的账单

在化工二十一年最赚钱的那一年，买入「便宜」的化工，你等来的是四年下跌。

市净率（PB）比市盈率诚实。2021年PB高踞**3.80倍**，一路杀到2024年2月5日的**1.41倍**。这才是那张20倍市盈率背后真正的价签——股价对着净资产打了六折还多。

同一批盈利、同一批工厂、同一个万华，市盈率说它便宜，四年的股价说它贵。

问题出在哪？出在你信错了那个数字。

撒谎的是分母

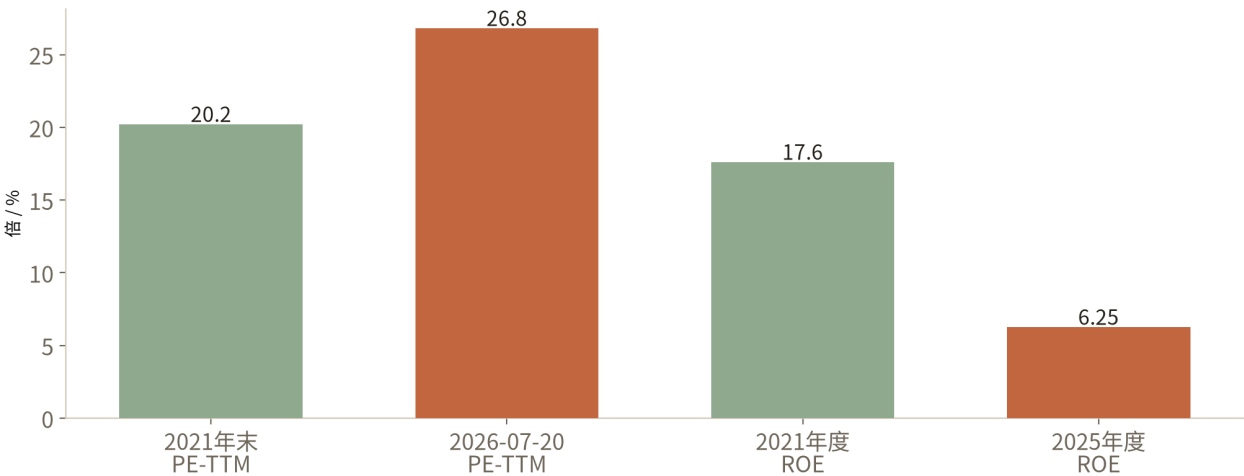
市盈率 = 市值 ÷ 盈利。分子是市值，分母是盈利。

强周期行业的盈利，不是一条平缓上升的线，是一口会呼吸的风箱。景气顶部，价格、开工率、利润同时冲到极值，这个分母被吹到最大——于是市盈率这个比值被死死压扁，压出一个「20倍」的低数字。等周期掉头，价格崩、利润崩，分母瘪下去，市盈率反而被顶上天。

分子跟分母跑的，不是一个速度，甚至不是一个方向。

最赚钱的2021年，市盈率比今天还低四分之一

申万基础化工 · 2021年末 vs 2026-07-20 · ROE取2021年度17.60%与2025年度6.25% · Wind



数据来源：Wind

Opm.AI 出品

这张图把2021年那一刻拆开给你看：盈利在最高点，市盈率在最低点，股价在最高点——三个本该同向的东西，恰好在顶部撞成一团错位。周期股最危险的一刻，长得最像便宜。

对成长股，低市盈率往往是安全垫。对强周期股，最低的市盈率常常正好标在山顶。

把二十一年翻出来，这个规律一次没错

不信可以拉长看。

化工市盈率的历史最低值是**12.49倍**，出现在2005年12月——那是上一轮周期的谷底，估值最低，往后是大牛市。听上去符合直觉。

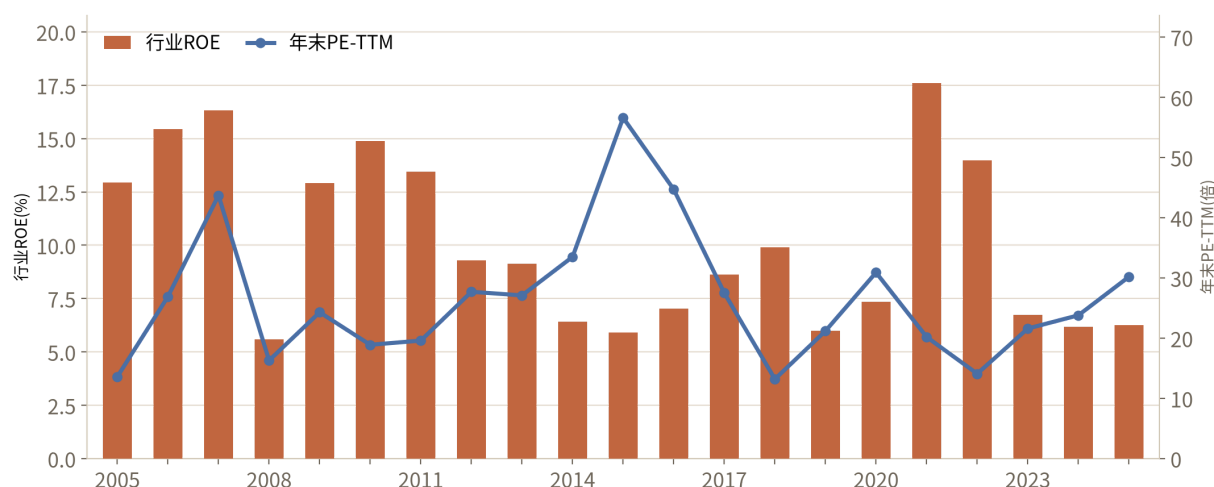
但12.5这个水位，在2022年又出现过一次。那不是底，那是本轮下跌刚刚开始的地方。摸到12.5之后，化工又跌了整整两年。

再看另一头。化工市盈率的历史最高值是**76.55倍**，落在2015年6月12日——那是全市场牛市见顶前的最后几天。

最高的市盈率，标在牛市顶；最低的市盈率，两次里有一次标在下落的起点。

ROE冲上17.6%那一年，PE反而跌到20倍

柱=行业年度ROE(左) · 线=年末PE-TTM(右) · 申万基础化工 · 2005-2025 · 盈利越好、市盈率越低 · Wind



数据来源：Wind

Opm.AI 出品

ROE冲上17.6%那一年，PE反而跌到20倍

把ROE、市盈率、市净率三条轨叠在一起看，盈利这条线拱得越高，市盈率被压得越低——两条线像跷跷板，一头翘起来另一头就沉下去。低市盈率在底、高市盈率在顶，这个你以为天经地义的排序，在周期股身上是反着来的。

今天这两个数字，正在重复同一件事

回到当下。化工板块现在市盈率分位**55.4%**，市净率分位**25.5%**（都按2005年以来的全历史算）。

两个分位差了将近30个百分点。市净率说估值只到全历史四分之一的水位，偏低；市盈率却已经爬过一半，偏高。同一块资产，两把尺子量出两个方向。

差在哪？差在分母。市净率的分母是净资产，盈亏都还在，它稳；市盈率的分母是当期盈利，行业利润塌下去，分母缩水，比值自然被顶高。

这不是化工整体一家的巧合。掰开七个化工子行业挨个看，市盈率分位无一例外，全部高于市净率分位。不是某一个口径的偶然，是全行业盈利处在低谷时的系统性特征——盈利这个分母一起塌，市盈率就一起说谎。

所以今天你看到的「26.8倍、历史中位」，和市净率给出的「25.5%分位」冲突时，别急着信那个让你舒服的。2021年，市盈率20倍的舒服，标价四年。

看到「化工市盈率只有20倍」就动心的人，2021年底已经替你交过一次学费。这一次，你打算用哪个分母做判断？

风险提示：本文所有估值、分位数据均为Wind日频收盘口径、按申万2021版回溯计算，分位数以2005年1月以来全历史为窗口，窗口不同结论不同。本文不构成投资建议；历史规律不代表未来；市场有风险，投资需谨慎。

来源：Wind（化工板块市盈率TTM、市净率及历史分位序列）；国家统计局（化工PPI）；万华化学2021年年报；中国基金报（闫冬表述）。

文/Opm.AI

化工最便宜的那天是2024年2月5日，不是今天

PB地板1.41、二十八个月最长便宜期，与净资产的谎言

打开化工板块，PB 2.03、PE 26.77，很多人心里默念一句"历史低位"，然后觉得自己踩在了地板上。

不是。

化工真正的地板，是**2024年2月5日**那一天，PB **1.41**。今天的2.03，已经从那块地板往上走了**44%**。

你抄的不是底。你抄的是从底部反弹了快一半的半山腰。

周期股的那把尺子，量的不是盈利

看强周期行业，PE会骗人。

原因很朴素：盈利在周期里是剧烈摆动的。景气顶上利润翻着番涨，PE被压得很低，看着"便宜"；景气底下利润塌成一条线甚至转亏，分母趋近于零，PE反而飙成天文数字，看着"贵"。于是最该买的时候尺子说贵，最该跑的时候尺子说便宜——它把话说反了。

净资产不这样。

厂房、装置、在建工程，这些账面家当不会因为今年产品跌价就一夜蒸发。分母稳，尺子才稳。所以看化工这种重资产周期行业，老手盯的是PB，不是PE。

二十一年，这把尺子的两端很清晰：顶是**2008年1月9日**的**6.77**，底是**2024年2月5日**的**1.41**。今天2.03，落在从底往上数的第一个台阶上。

二十八个月，一段便宜到发腻的日子

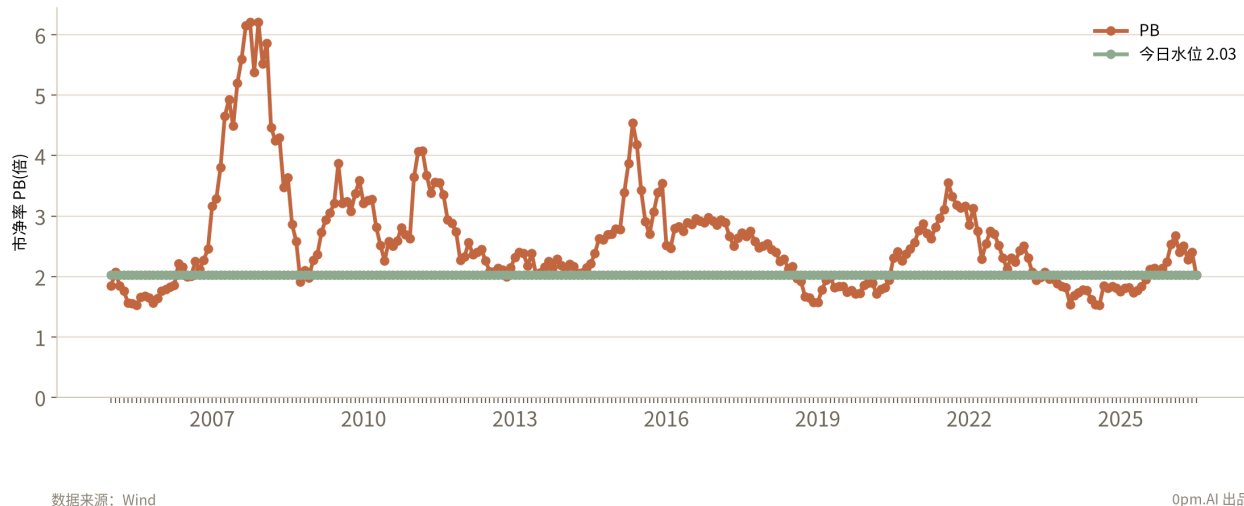
便宜，可以很持久——这本身就是第一道冷水。

把今天2.03这个水位画一条横线，二十一年里PB低于这条线的交易日，一共**1336个**，占了全部时间的**26.1%**。

也就是说，比今天更便宜的日子，历史上有四分之一那么多。

二十八个月——史上最长的一段「便宜期」

申万基础化工PB月末值 · 2005-2026 · PB ≤ 今日2.03的日子共1336个交易日(占26.1%) ·
其中2023-05至2025-09连续28个月 · Wind



二十八个月——史上最长的便宜期

更扎眼的是其中一段：**2023年5月到2025年9月，连续二十八个月**，PB一直趴在2.03以下。这是二十一年里最长的一段便宜期。图里那条压在低位的带子，从2023年一路铺到2025年，中间没有抬过头。

抄底的人最怕的不是抄错位置，是抄对了位置、然后被便宜困住两年多。

顺便说一句"历史低位"这个词。有基金经理讲，「从纵向和横向比较，行业的估值都处于历史中位数以下，具有一定吸引力」。这话对不对，全看你从哪年起算——同一个2.03，PB分位数在全历史窗口是**25.5%**，近十年跳到**39.5%**，近五年**43.7%**，近三年直接翻上**67.1%**。

一把尺子量二十一年，说很便宜；换一把只量近三年，说偏贵。低位不是事实，是你选的窗口。

账面上那道看不见的裂缝

到这儿，PB看着是根靠谱的锚。但接下来要掀开它自己的分母。

净资产也会骗人。



账面净资产上的一道裂缝

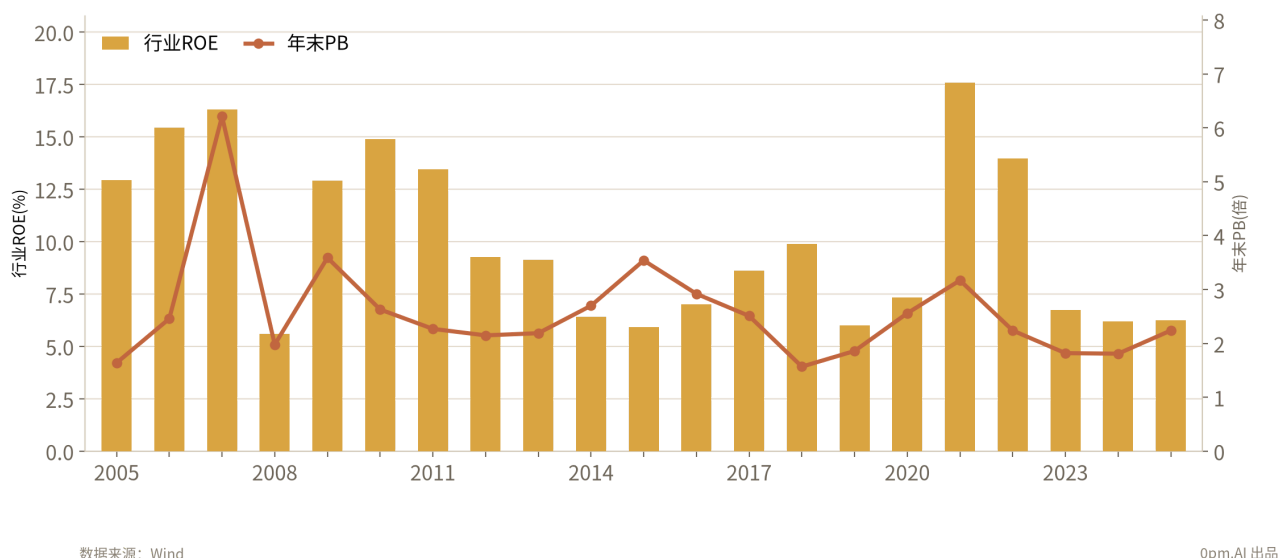
化工是重资产行业，账面净资产里压着大量在建工程和随时可能减值的产能。景气好的时候这些资产按成本挂在账上没人质疑；景气差、产品跌破成本线，那些还在往里砸钱的装置，值不值账面那个数，就成了问号。

摩根士丹利给这轮修复泼过冷水：中国化工是“长尾复苏”而非“V形反弹”，“需求缺失”与“产能持续增加”仍是核心矛盾，近期上涨更像“流动性驱动”。产能还在往上加——意味着分母那一栏，还在继续膨胀。

分母膨胀，分子（赚钱能力）却在往下掉。

同样的价格，买到的是一半的赚钱能力

柱=行业年度ROE(左) · 线=年末PB(右) · 2005年末PB 1.64对应ROE 12.93%，2025年末PB 2.24对应ROE 6.25%——同样的账面价格、一半的赚钱能力 · 申万基础化工 · Wind



PB中枢跟着ROE中枢一起下了台阶

行业ROE从2005到2011年的**13%—16%**中枢，掉到2012年之后的**6%—9%**——2025年只有**6.25%**。图里两条中枢线，几乎是同一时间、同一个方向往下踩了一级台阶：ROE先下，PB跟着下。

PB中枢不是随便跌的。它跟着这门生意的赚钱能力一起，被打打了个对折。

同样的价格，一半的赚钱能力

所以"PB回到2005年水平"，不等于"回到2005年的便宜"。

2005年，PB **1.99**，对应的ROE是**12.93%**。

今天，PB **2.03**，对应的ROE是**6.25%**。

价格几乎一模一样，你花同样的钱，买到的是当年一半的赚钱能力。

净资产这个分母悄悄换了内容——同样一块钱的账面净资产，2005年能生一毛三，现在只生六分。PB数字站在原地没动，脚下的地基已经沉了半层。

这不是尺子在报价，是尺子自己的刻度被磨掉了一截。

两把尺子，都会在自己的分母上出问题

PB比PE稳，这是真的。盈利会归零，净资产不会。

但稳不等于真。PE栽在分子上，PB栽在分母上——一个被剧烈的盈利波动晃花眼，一个被缓慢失真的账面家当悄悄骗。差别只在于，PB这道谎撒得更慢、更小，慢到你两年都察觉不出账面净资产里那道裂缝。

真正的底是2024年2月5日，不是今天。而就算真跌回1.41，你买的那个"底"，装的也早已不是二十年前那门生意。

下一次有人告诉你某个行业"回到了历史最低估值"，你该先问的不是价格，而是——分母那一栏，这些年到底换过多少内容？

风险提示：本文不构成投资建议。历史数据不代表未来表现，市场有风险，投资需谨慎。

文/Opm.AI

同一个化工行业，七张估值表，三倍价差

农化18倍、塑料55倍——行业均值掩盖了什么

农化制品，今天PE 18.4倍。

塑料，54.7倍。

同一个化工行业，同一天，一头到另一头，差了整整三倍。而Wind给的行业均值是**26.8倍**——谁也没落在上面。

均值是一个不存在的地方。

七张表铺开，均值就散架了

把基础化工拆成子行业，一张一张摆出来，你会发现那个26.8倍从来不是行业的样子：

化学原料28.7、化学制品25.9、化学纤维36.0、农化制品18.4、塑料54.7、橡胶52.4、非金属材料49.1。（PE均为TTM口径，申万2021版回溯，日频收盘）

七个数字，从18到55。所谓"行业估值"，是把这七段揉成一团、取了个中点。塑料和橡胶顶在五十倍以上，农化压在二十倍以下，中间隔着一个化学制品的整整两倍。

你说化工贵不贵？这个问题在这里已经没法回答了。它取决于你手里攥的是哪一段。

换一把尺子，顺序全反了

上面这七个数是PE。现在换PB，也就是市净率，再排一遍。

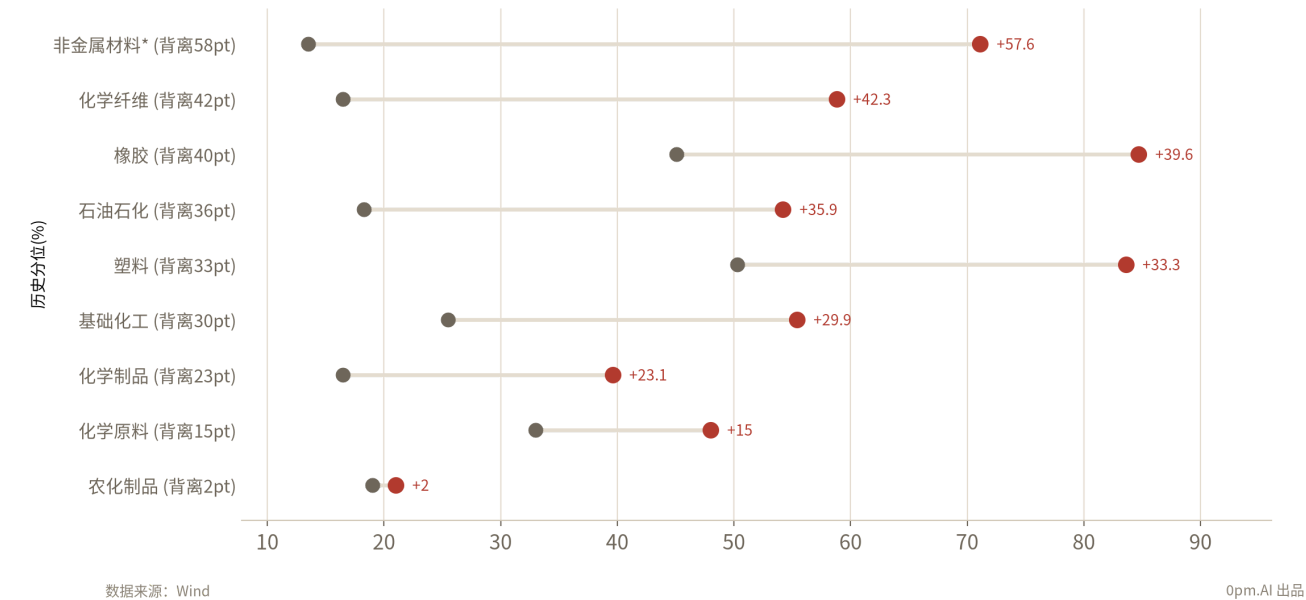
顺序全变了。

非金属材料，PE量它最贵——49.1倍，全行业第三高。可PB分位只有**13.5%**，二十一年全历史里最便宜的那一档。化学制品和化学纤维的PB分位都是16.5%，农化19.0%，化学原料33.0%。

用市盈率量，非金属材料是七个里数一数二贵的；换市净率量，它反倒是七个里数一数二便宜的。同一个子行业，同一天，两把尺子，指向相反的方向。

九个口径无一例外：市盈率分位全都高于市净率分位

灰点=PB分位、红点=PE分位 · 自2005年以来全历史分位(非金属材料*自2014年11月起窗口较短、不可与其他直接横比) · 2026-07-20收盘 · Wind



九个口径无一例外，PE分位全部高于PB分位

这张图把两把尺子叠在一起看：七个子行业，加上基础化工与石油石化两个母口径，一共九条——每一条的PE分位，都比它自己的PB分位高。

一个不漏，这就不是巧合

七个子行业，PE分位全部高于PB分位。一个不漏。

非金属材料，PE分位比PB分位高出**57.6个百分点**；化学纤维高出42.3个。放宽到更大的口径，石油石化35.9、基础化工29.9——方向一模一样。

这不是七个独立的偶然。它是一根统一的指纹。

市净率量的是资产、是家底；市盈率量的是盈利。PB分位低、PE分位高，翻译过来就一句话：**净资产还压在历史低位，可这些资产赚的钱，掉得比资产本身还狠**。分母塌了，PE被顶了上去。

所以那句流行的“化工估值处于历史中位数以下，具有一定吸引力”——它没说错，但它只说了PB那半张脸。用PB量，很多子行业确实趴在历史底部。可另半张脸是：盈利已经先走一步塌了下去。便宜的是账面，不是生意。

石化联合会自己的账最能说明这一点：2025年全行业利润总额7020.9亿元，同比再降**9.6%**；2024年是7897.1亿，同比降8.8%。连着两年，营收利润双降。而就在2025年初，联合会副会长傅向升还给出过一句判断——「2025年的效益将明显改善」。年底的数字，把这句预测按在了地上。

PE分位集体高企，就是这份还没见底的盈利，在七张表上同时留下的影子。

每一个泡沫，都发生在不同的年份

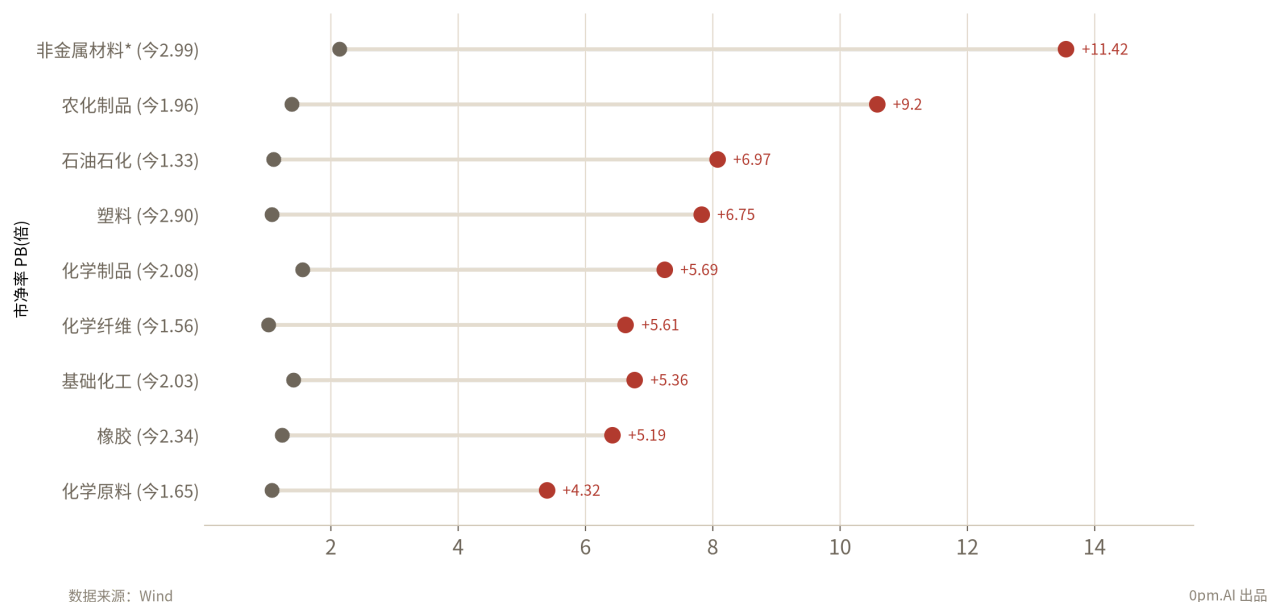
再往回翻，你会发现这七段化工连“贵过”的时刻都对不上。

非金属材料的PB，2021年9月冲到过**13.55倍**——那是锂电材料最疯的时候。今天2.99，从顶上掉了七成八。

农化制品的PB顶，得回到2008年2月，10.58倍，那一轮全球化肥暴涨。

每个子行业的泡沫，都发生在不同的年份

灰点=历史最低PB、红点=历史最高PB · 自2005年以来(非金属材料*自2014年11月起) · 非金属材料顶13.55见于2021年9月、农化顶10.58见于2008年2月 · Wind



每个子行业的泡沫都发生在不同的年份

这张图把每个子行业的PB史高史低画成一条区间：锂电的高点在2021，化肥的高点在2008，彼此隔着十几年，由完全不同的故事吹起来。

一个被新能源点燃，一个被农产品周期点燃，相隔十三年。它们从来不在同一个时钟上。硬要把它们塞进一条"化工估值曲线"，等于把七台各走各的表叠在一起读平均——读出来的那个数，哪台表都不认。

所以"化工便宜"到底是什么意思

回到开头那个26.8倍。

它是农化18.4和塑料54.7的中点，是一个没有任何一段化工真正待着的位置。它把三倍的价差抹平成一个温和的数字，也把"盈利集体塌陷、账面集体压底"这层背离，盖了个严严实实。

在子行业这一层，"化工便宜"几乎是一句没有信息量的话。你得先说清楚：是哪一段化工，用哪把尺子——是量家底的PB，还是量赚钱的PE。两把尺子，会把你带去两个相反的结论。

那么下一个问题是：当一个行业的账面和它的盈利同时被拉进估值，而两者指向相反，你手里那把尺子，量的到底是价值，还是幻觉？

风险提示：本文为估值结构拆解，不构成任何投资建议；历史估值不代表未来；市场有风险，投资需谨慎。数据来源：Wind（申万2021版回溯、日频收盘、PE-TTM口径、2005-01-04以来全历史分位），中国石油和化学工业联合会经济运行发布，21世纪经济报道、证券时报、中国基金报相关报道。

化工比沪深300贵39%，这算便宜吗

相对估值二十一年，与上下游之间那道估值裂缝

前面几篇，我们一直在拿化工跟它自己的历史比——比PE，比PB，比不同长短的窗口。

换个问法。

跟A股里的其他板块比，化工到底是贵，还是便宜？

今天化工的PB是2.03，沪深300是1.46。

一除，化工比大盘贵了39%。

这个数字摆出来，"便宜"两个字好像立刻就站不住了——一个比大盘还贵四成的板块，凭什么叫便宜。

先别急着下结论。把这39%的溢价，放进二十一年里再看一眼。

贵39%，但这个溢价在二十一年里只排到45.4%

化工相对沪深300的估值，从来不是一条直线。

景气好的时候，市场愿意为化工的成长性多掏钱，溢价能拉到很高；景气差、周期见底的时候，这块溢价会被压得很薄，薄到化工比大盘还便宜。

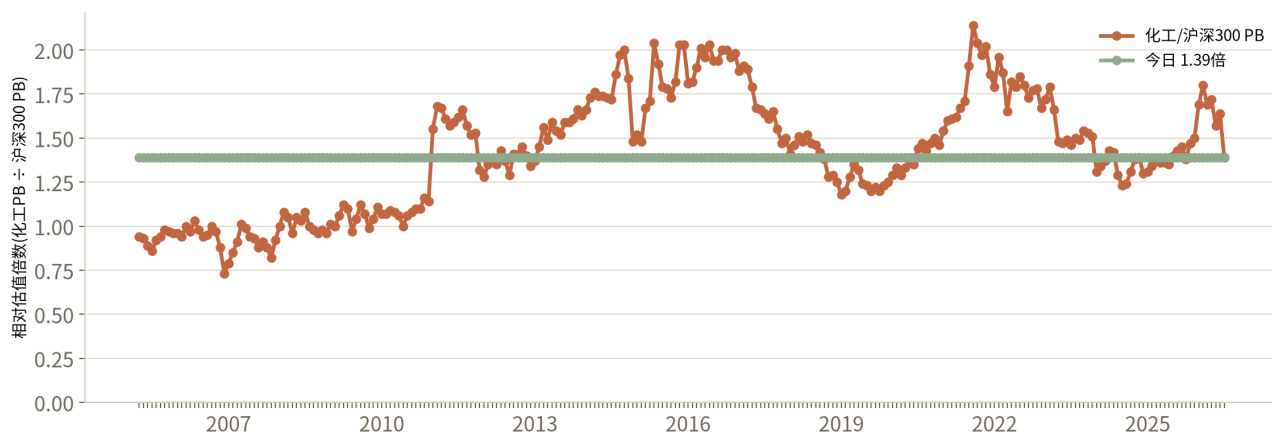
溢价的顶，出现在2021年9月15日，2.32倍——那是上一轮化工景气的顶点，龙头业绩齐刷刷创新高的时候（万华化学那年营收净利同比翻一番、双双创历史新高）。

溢价的底，是2007年1月4日的0.73倍。那一天，化工的账面估值比沪深300还低了近三成。

今天的**1.39倍**，夹在这两个极端中间。放到二十一年的完整序列里排位，它的历史分位是**45.4%**——比一半以上的交易日都要低。

化工比大盘贵39%，但这个溢价只排在历史45%分位

申万基础化工PB ÷ 沪深300 PB · 月末值 · 2005-2026 · 顶2.32倍(2021-09-15)、底0.73倍(2007-01-04) · Wind



数据来源: Wind

Opm.AI 出品

化工相对沪深300的估值溢价，二十一年

这张图让人看见的是：化工相对大盘的溢价一直在1.39倍这条中枢线附近来回摆，今天这个位置既不在顶，也不在底。

所以"化工比大盘贵39%"和"化工估值不高"这两句话，可以同时成立。它们说的根本不是一件事——前者是横截面的一个绝对值，后者是这个值在自己历史里的位置。

同一条产业链，上游比下游更便宜

把镜头再拉近。

化工不是一块铁板。往上走是炼油、乙烯、对二甲苯这些大宗原料，我们叫它石油石化；往下走是精细化工、新材料，贴着制造和消费，我们叫它基础化工。

同一条产业链，上下游的估值，差着一道明显的裂缝。

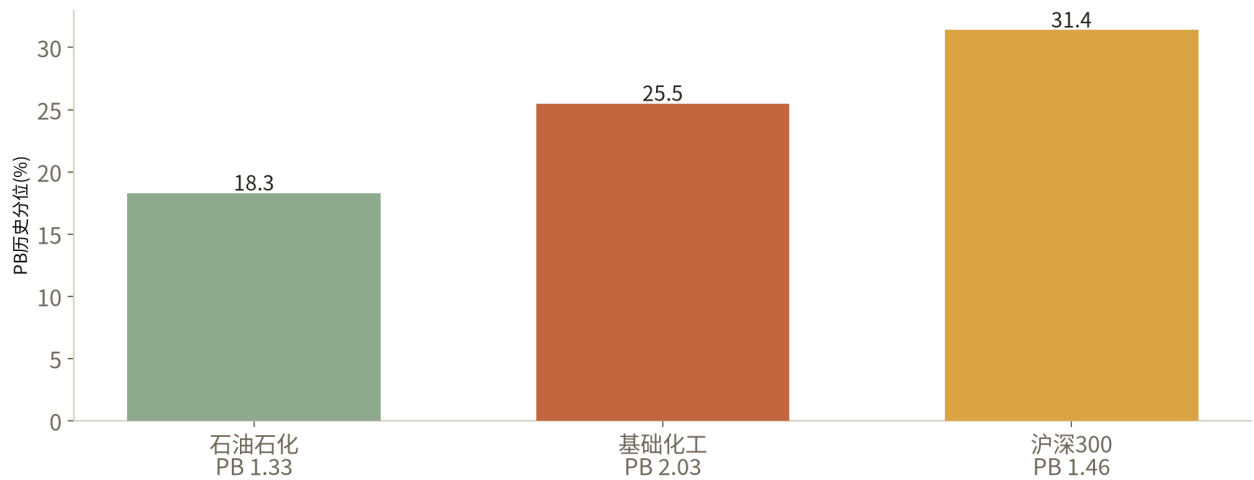
上游石油石化的PB只有1.33，全历史分位18.3%。

下游基础化工的PB分位是**25.5%**。

两个都不高，但上游更低——它的账面估值，比二十一年里超过八成的日子都要便宜。就在**2025年4月7日**，石油石化的PB刷到了**1.10**，那是它二十一年里的史低。

上游比下游更便宜：石油石化PB分位只有18.3%

当前PB与其历史分位(自2005年以来) · 2026-07-20收盘 · 同一条产业链、两套定价逻辑 · Wind



数据来源: Wind

Opm.AI 出品

上游比下游更便宜——石油石化PB分位18.3%

这张图把上下游两条PB分位线并排放，一眼能看到：越往产业链上游走，市场给的账面溢价越薄。

如果你要在化工里找"最便宜"的那一块，答案不在下游的新材料，而在上游的炼化。

裂缝不是错价，是两套逻辑

上游为什么更便宜？

不是市场看走了眼。

上游是重资产。一套乙烯装置、一条炼油线，几百亿砸下去，盈利却牢牢被油价攥在手里——油价一波动，利润跟着上蹿下跳，账面价值再厚，市场也不敢给高溢价。增长的故事，它讲不太出来。

下游不一样。它贴近制造、贴近消费，有新材料、有国产替代这些能往未来延伸的叙事。市场愿意为这份想象力，多付一点账面上的溢价。



同一条产业链，两种定价

同一条链上，上游按周期定价，下游按成长定价。裂缝不是谁标错了价，是两种生意被两套逻辑分别称过重。

看懂了这道裂缝，"化工便宜吗"这个问题就更没法用一个数字回答了——你问的是上游，还是下游？

同一个化工，五个答案

写到这里，前面四篇的尺子，可以摆到一张桌上了。

第一把尺子，绝对PE。今天化工PE是26.77，全历史分位**55.4%**——按这把尺子，化工不便宜，比一半的日子还贵一点。

第二把，绝对PB。今天2.03，全历史分位**25.5%**——按这把尺子，化工偏低，比七成以上的日子都便宜。

第三把，换窗口。同一个2.03的PB，全历史分位25.5%，近三年分位却是**67.1%**——尺子一换，"低位"变"偏高"。有券商说基础化工在七成以上的高分位，也有券商说在两成以内的低分位，两家没有一个说错，只是一家量的是近十年，一家量的是二十一年全历史。

第四把，看子行业。化工内部，最贵和最便宜的子行业，估值分位能差出三倍。

第五把，就是今天这篇——相对大盘。分位**45.4%**，正正落在中间，既不便宜，也不贵。

同一个化工，五把尺子，五个答案。

有位基金经理的说法很有代表性：「从纵向和横向比较，行业的估值都处于历史中位数以下，具有一定吸引力」。这句话不算错。但"中位数以下"到底是哪把尺子量出来的、从哪一年算起——一旦追到这一层，"吸引力"三个字就得重新掂量。

便宜是相对谁

二十一年的数据能告诉你很多东西。

它能告诉你化工今天站在哪：相对大盘的中位，绝对PB的偏低，绝对PE的偏高，近三年窗口的偏高，上游比下游还要便宜一截。

它唯独没法替你回答"便宜吗"——因为这从来不是一个关于价格的问题，而是一个关于参照系的问题。

跟大盘比，还是跟自己的历史比；量二十一年，还是量三年；看整个化工，还是只看上游。换一把尺子，就换一个答案。

数据把化工在坐标系里的位置钉死了。至于挑哪一根轴当参照系——那是你自己的事。

数据来源：相对估值溢价、上下游及子行业PB/PE点位、历史分位、史高史低日期，均为 Wind 日频收盘数据自算，申万2021版回溯口径，分位窗口为2005年1月4日以来全历史（Wind 金融终端，截至2026年7月20日）。券商窗口口径分歧对照：中银国际《基础化工行业专题报告》（2026-05-07，pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202605071822024555_1.pdf）与中金公司化工研究，两者分位差异经 Wind 数据逐项裁决为窗口起点不同。基金经理引述：芮定坤（民生加银基金），中国基金报，2026年3月（chnfund.com/article/AR2c61bafb-415d-4eb1-774c-3a2025bc7dab）。2021年景气顶龙头业绩：万华化学2021年年度报告。

风险提示：本文所有数据基于Wind日频收盘口径、申万2021版回溯计算，分位数均为2005年1月以来全历史分位，历史估值不代表未来，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

文/Opm.AI

◆ Opm.AI 出品

从1.99到6.77再回到2.03——一部周期的估值编年史，与一把标好长度的尺子

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

Wind 金融终端（申万行业指数日频估值序列·2005–2026）、国家统计局（化工PPI、固定资产投资）、中国石油和化学工业联合会（行业运行数据）

更新：2026-07-21

访问官网



扫码直达 Opm.ai
官网入口
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。