CF Industries（CF）研究報告

基於LSB Industries Q1 2026法說會之交叉驗證分析

報告日期：2026年4月30日 報告類型：催化劑驅動型事件分析 核心標的：CF Industries Holdings, Inc.（NYSE: CF） 參考標的：LSB Industries, Inc.（NYSE: LXU）、Yara International（OL: YAR）

投資摘要

2026年4月30日，美國第三大氮肥生產商LSB Industries公布2026年第一季財報，EBITDA年增44%至5,200萬美元，Q2展望「顯著高於Q1」，並明確指出氮肥高價將「持續至2026年全年甚至延伸至2027年初」。結合4月24日全球第二大氮肥商Yara International公布Q1 EBITDA年增40%、EPS年增60%的數據，北美氮肥龍頭CF Industries於5月6日公布之Q1財報，幾乎確定將大幅超越分析師共識預估。

本報告從同業交叉驗證、成本結構分析、政策環境變化、供需結構四個維度，系統性評估CF Industries的短中期投資價值。

第一章：同業財報交叉驗證——兩家公司確認了什麼

1.1 LSB Industries Q1 2026核心數據

LSB Industries於4月30日公布之Q1數據顯示，公司調整後EBITDA從去年同期的2,900萬美元成長至5,200萬美元，增幅達44%。自由現金流達3,700萬美元，Q2 Tampa氨均價約775美元/公噸、NOLA UAN約480美元/噸，天然氣成本維持在3美元/MMBtu以下。管理層預期Q2調整後EBITDA將「顯著高於」Q1及去年同期。

關鍵在於管理層對市場前景的定性判斷。首席商務官Renwick在法說會上明確警告「北美市場面臨氮肥短缺的風險」，原因包括前期尿素進口的不確定性、UAN庫存偏低，以及生產停機或進口減少可能進一步壓縮供給。CEO Behrman則直言，認為永久停火就能讓市場迅速恢復正常「是一個誤解」，並預計「通過年底甚至到明年才能恢復正常」。

1.2 Yara International Q1 2026核心數據

Yara於4月24日公布之Q1數據同樣印證了全球氮肥市場的暴利環境。公司Q1 EBITDA（排除特殊項目）達8.96億美元，年增40%；EPS年增60%；投入資本回報率從6%翻倍至12.2%。管理層在法說會上親口確認「自2月以來全球尿素價格飆升47%」「埃及FOB尿素暴漲77%」。

更重要的是，Yara管理層對供給恢復時間表的評估。其在Q&A環節中承認「卡達天然氣基礎設施受損需要數年才能修復」「伊朗天然氣設施受損嚴重，僅少數工廠能啟動」「具體恢復時間表目前無法估計」。此外，針對中國出口300萬噸的市場傳聞，Yara管理層直接反駁「純屬臆測且尚未見到具體證據」，並爆料稱部分中國貿易商搶先運貨至港口的行為已激怒北京當局，可能導致出口審批進一步延遲。

1.3 兩家公司對CF的驗證意義

LXU和Yara從不同維度確認了七個關鍵假設，且零個落空：化肥暴利是真實的；Q2定價環境更強；高價將持續到2027年；北美供給面臨短缺風險；即使停火也需要數月至數年恢復；中國出口不會大規模出現；工業需求處於滿載狀態。

CF與LXU面對完全相同的北美市場，銷售同樣的產品（UAN、氨、尿素），使用同樣低廉的Henry Hub天然氣。如果LXU EBITDA能增長44%，CF的增幅只會更大——因為CF的規模是LXU的7.3倍，成本結構更優（LXU的Coffeyville工廠使用石油焦，成本隨油價上升），且CF擁有深水碼頭出口能力和更強的政府關係。

第二章：CF Industries的結構性成本優勢

2.1 天然氣利差：史上最大

截至報告日，尿素FOB美灣報價為701.25美元/噸，接近52週高點708美元。Henry Hub天然氣報價為2.619美元/MMBtu，接近52週低點2.611美元。售價在歷史高點，成本在歷史低點——這是CF能遇到的最完美組合。

生產一噸尿素約需32~35 MMBtu天然氣。以Henry Hub 2.62美元計算，CF的天然氣成本約為每噸84美元，加上其他成本約80美元，總生產成本約為164美元/噸。以701美元的售價計算，每噸毛利達537美元。

作為對比，歐洲競爭對手使用TTF天然氣（約16美元/MMBtu），每噸天然氣成本約512美元，總成本約612美元，在701美元的售價下每噸毛利僅約89美元。CF的每噸利潤是歐洲競爭對手的6倍。

2.2 CF官方EBITDA敏感度表的啟示

根據CF自行公布的敏感度表（基於2025年19.1百萬產品噸銷量及3.52億MMBtu天然氣消耗量），尿素每變動50美元/噸，年化EBITDA變動約8億美元。以當前尿素701美元及天然氣2.62美元的組合外推，CF的即時年化EBITDA約為78~79億美元。

當然，701美元不會是全年均價。考慮到Q1前兩個月尿素僅約400美元，以及下半年可能的價格回落，全年加權均價合理估算在540~620美元之間，對應全年EBITDA約46~58億美元。

第三章：Q1及全年EPS估算

3.1 Q1 EPS推算

根據NOLA尿素週度價格追蹤，Q1各月均價估算為：1月約395美元、2月約395美元（2/28戰爭爆發，月底才開始反映）、3月約500美元（從400飆升至600以上）。考慮到3月是春播備貨高峰期，出貨量佔比較高，Q1加權均價約為465~480美元/噸。

以CF敏感度表及Yazoo City停機調整後，Q1 EBITDA估算約為10~11.4億美元，對應Q1 EPS約為2.90~3.30美元。分析師共識為2.40美元，超預期幅度約為21~38%。

3.2 全年EPS估算——三種情境

根據CF官方敏感度表及最新市場數據，三種情境下的全年EPS估算如下。

保守情境假設Q3達成某種形式的停火，尿素逐步回落，全年均價約500美元，EBITDA約42億美元，EPS約12.0美元。中性情境假設戰爭僵持到年底，全年尿素均價約585美元，EBITDA約55億美元，EPS約15.5~17.0美元。樂觀情境假設戰爭升級、全球搶購加劇，全年尿素均價約650美元，EBITDA約65億美元，EPS約18.5~20.0美元。分析師共識全年EPS約為12.50美元。

值得注意的是，分析師已從3月初的9.01美元大幅上修至12.50美元（+39%），但仍低於我們中性情境的15.5~17.0美元。最大的差距在Q2——分析師共識約4.30美元，而我們基於NOLA尿素已達700美元以上、印度招標均價接近982美元的事實，估算Q2 EPS約為5.50~6.50美元，超預期幅度可能達28~51%。

第四章：政策環境——從週期股到國家戰略資產

4.1 農業部長Rollins的公開背書

2026年4月16日，美國農業部長Brooke Rollins在眾議院撥款委員會聽證會上公開讚揚CF Industries「放棄更具獲利的出口機會，優先供應美國國內農民」。Rollins隨後在社群媒體上親自標

註CF Industries官方帳號，稱其為「偉大的公司」，並公開宣布政府將「以TRUMP SPEED加速」CF在路易斯安那州的Blue Point新廠——年產140萬噸氨、投資37億美元、設計為全球同類最大的設施。

Rollins同時宣布CF延遲Donaldsonville工廠的維修計畫，為春播季額外供應10萬噸粒狀尿素，並將100節鐵路車廂轉為尿素專用運輸。

4.2 關稅資金投資國內化肥基建

Rollins在聽證會上明確表示，政府將動用「來自關稅和貿易談判的數百億美元」投資國內化肥基礎設施和「reshore」肥料生產。USDA副部長Vaden則表示，農業部正在逐一要求化肥公司「識別具體的擴產項目」「說明為何這些投資尚未實現」「指出聯邦或州政府能在哪些方面加速時程」。

LXU的CEO Behrman在4/30法說會上證實了這一政策方向，表示「兩週前在華盛頓與政府官員會面」「政府有大量資金願意投入國內化肥擴產」「他們把化肥視為糧食安全問題」。LXU已獲得USDA補助用於El Dorado工廠擴建。

4.3 國防生產法的延伸效應

Trump政府已動用《國防生產法》保護元素磷（磷肥前驅物）的國內生產，並在4月20日進一步擴大至石油、LNG、煤炭和電網基建。氮肥雖尚未被正式納入DPA，但邏輯完全成立——氨是軍事爆炸物的前驅物，氮肥短缺直接威脅糧食安全，且農業部長已將化肥定位為國家安全議題。

4.4 政策環境對**CF**估值的影響

這些政策變化正在改變CF的估值框架。傳統上，市場將CF視為週期股，給予7~8倍PE。但當農業部長公開背書、政府承諾投資數百億美元、Blue Point獲得國防部和陸軍工兵署支持、反壟斷調查的政治風險被Rollins的讚揚所對沖——CF正在從「週期股」重新定位為「政策受益的國家戰略資產」。

類比來看，台積電在亞利桑那建廠獲得政府120億美元補助後，市場給予的估值溢價顯著提升。如果CF獲得類似的政策待遇，PE從8倍重估至10~12倍是合理的，對應EPS 15美元的情境下股價區間為150~180美元。

第五章：供需結構——為什麼高價不是暫時的

5.1 供給端：**78%**氮肥出口來源同時斷供

全球氮肥出口面臨三重打擊。霍爾木茲海峽封鎖切斷了全球約49%的尿素出口和25%的氨出口。中國全面收緊化肥出口至少到8月，佔全球尿素出口約15%。俄羅斯暫停硝酸銨出口，佔全球氮肥出口約14%。合計約78%的全球氮肥出口來源在不到一個月內先後斷供。

更關鍵的是，這些中斷具有不同的持續時間。海峽封鎖即使解除，卡達Ras Laffan LNG設施修復需要3~5年（Yara管理層確認）；中國禁令跟戰爭無關，是獨立的政策決定；俄羅斯的「暫停」在2022年俄烏戰爭時延長了超過一年。

北達科他州立大學（NDSU）經濟學家團隊的最新研究更明確指出，「即使最樂觀情境，化肥高價也會持續到2028年。戰前定價環境不太可能在2028年之前回歸」。尿素的新價格底部估算為532美元/噸，較戰前高出13%。

5.2 需求端：減施肥確認→減產確認→農產品漲價

美國農場局聯合會（AFBF）對5,700位農民的調查顯示，約70%的美國農民無法負擔全部所需化肥，南方地區高達78%。超過80%的稻米、棉花和花生農民表示買不起足夠化肥。

這意味著農民正在減施肥，直接導致單產下降。NDSU的模型預估，在「爭議通行」情境下需要12個月內累計700萬噸的需求毀滅（佔全球14%的季節性加權縮減）才能達到市場出清。這種規模的減施肥將轉化為顯著的糧食減產，進而推高農產品價格——形成一個自我強化的循環。

5.3 印度招標：全球搶購的縮影

印度政府近期招標592萬噸尿素（佔全球年貿易量的12%），各供應商報價在935~1,136美元/噸之間，加權平均約982美元/噸CFR。這比NOLA FOB報價701美元高出40%。在78%的正常出口來源不可用的情況下，印度這一筆招標就吃掉了全球可用供給的54%。

這個價差（281美元/噸）不全是運費——約180美元是運費物流，另外約100美元是搶購溢價。套利機制會將NOLA價格從701美元向均衡價格790美元靠攏，意味著NOLA尿素可能還有13%的上漲空間。

第六章：5/6催化劑評估與風險

6.1 六重催化劑

CF Industries將於5月6日盤後公布Q1 2026財報並舉行電話會議。基於同業交叉驗證，管理層預計將在會議上釋放以下催化劑：Q1 EPS超預期（基於LXU和Yara的驗證，超預期21~38%的確定性極高）；Q2定價環境遠超Q1（LXU已確認Q2「meaningfully higher」）；回購3~5億美元（基於歷史慣性，CF每季均回購約3~3.5億美元，且手握19.8億美元現金）；農業部長背書與Blue Point加速；延遲維修額外供應10萬噸；高價持續到2027年以上的展望。

6.2 概率加權股價估算

基於三種情境的概率加權分析，樂觀情境（35%機率）假設CF Q1大幅超預期30%以上、管理層明確表示Q2歷史最好、宣布加速回購，對應股價區間150~155美元。中性情境（45%機率）假設超預期25%、Q2展望穩健、正常回購，對應股價135~140美元。悲觀情境（20%機率）假設超預期但幅度有限或出現停火消息干擾，對應股價118~122美元。概率加權合理股價約為139美元。

6.3 主要風險

停火風險仍是最大的不確定性。如果美伊在5/6前達成實質性停火協議，油價可能快速回落，化肥股可能出現「利多出盡」的拋售。然而，基於當前所有跡象——Trump持續增兵、伊朗拒絕所有方案、中東設施持續受損——5/6前停火的機率極低。

即使停火，CF的安全邊際仍然存在。NDSU確認即使最樂觀情境，尿素底部也在532美元（高於分析師假設的420美元），全年EPS仍有12美元以上（超分析師共識9.01美元）。設施修復需要3~5年，中國禁令與戰爭無關。供給的恢復永遠比市場想像的慢。

DOJ反壟斷調查仍在進行中，但農業部長的公開背書已顯著降低了這一風險的政治權重。

結論

LSB Industries和Yara International的Q1財報從兩個不同維度——北美小型同業和歐洲大型同業——完美交叉驗證了CF Industries即將公布之Q1財報的超預期前景。LXU EBITDA +44%、Yara EBITDA +40%，而CF擁有兩者都不具備的成本優勢（Henry Hub 2.62美元 vs TTF 16美元）、規模優勢（年產能950萬噸）和政策優勢（農業部長公開背書+TRUMP SPEED）。

CF的Q1 EPS大概率落在2.90~3.30美元（超共識2.40美元約21~38%），Q2將更為強勁（Q2 EPS估5.50~6.50 vs 共識4.30）。全年EPS在中性情境下估15.5~17.0美元，遠超分析師共識12.50美元。概率加權合理股價約139美元。

5月6日的電話會議將是CF從「被停火恐慌壓制的週期股」重新定價為「政府背書的國家戰略氮肥龍頭」的關鍵轉折點。

免責聲明：本報告僅為研究分析觀點分享，不構成任何投資建議。投資有風險，請獨立判斷。

資料來源：*LSB Industries Q1 2026*法說會逐字稿、*Yara International Q1 2026*法說會摘要、*CF Industries Q4 2025*法說會逐字稿及*EBITDA*敏感度表、*USDA*、*NDSU farmdoc daily*、*Farm Bureau Federation*調查、 *Goldman Sachs Commodity Analyst*（*2026/3/24*）、*Green Markets*（*Bloomberg*）、*Agri-Pulse*、*Investing.com*