

流程会被抹平，账单不会

流程会被抹平，账单不会——大负荷并网规则的联邦化边界，与被它重新定价的那一半

FERC 2026-06-18 的动作不是把大负荷并网联邦标准化，而是明确放弃全国统一规则、改发六份区域定制命令，并在命令里逐字保留州对零售大负荷条款的管辖。因此「并网条件地理不均匀」这根支柱不坍塌，但必须收窄：被收敛的是输电研究与排队流程，且只在六个 RTO 内；不被触碰的是零售经济条款（门槛 25-150MW、期限 10-20 年、最低需量 80-90%、退出费与抵押）与 ERCOT 的可中断加 4CP 口径——后者才是可交易的那一半。同时六家 RTO 全部申请 90 天中止，把实质答复从 2026-08-17 整体推到 11-16，闸门的时钟被推迟一个季度。真正被这一轮打开并同步定价的是共址与表后通道，以及以保证金和里程碑替代先到先得的排队机制：并网权正从排队制转向付费制。最后一条被普遍忽略的是口径——同为「GW」，各家总电力与关键 IT 负载的换算比从 1.20 到 3.75 不等，跨公司相加或横比一律无效。

大负荷并网规则的联邦化边界，与被它重新定价的那一半

涌现资本产业研究部 · 2026 年 9 月 10 日

方法：六维并行调研（案卷一手 / 共址与表后 / 州与联邦管辖边界 / 灵活负荷经济性 / 对抗式反推 / 公司法定披露）+ 逐维数字稽核。现价与涨跌幅为付费行情源 2026-09-09 美股收盘。本报告为信息聚合与研究判断，非投资建议。

30秒结论卡

项	内容
一句话判断	联邦管的是 流程 ，州管的是 账单 。这一轮监管动作收敛的是输电研究与排队流程（且只在六个 RTO 内），完全不触碰决定项目经济性的零售条款—— 不均匀不是被消灭，是被写进命令里 。
机会状态	🟡 观察为主 · 🟢 仅给「绕开并网时钟」这一格。闸门真实，但 时钟刚被整体推迟一个季度 ，据此做多空的窗口在 2026Q4 才重新打开。
市场忽略了什么	三件事：①六家 RTO 已 全部申请 90 天中止 ，实质答复从 08-17 推到 11-16，市场当成「已经在改」的事其实还没开始；②并网权正从 先到先得换成掏得起保证金者先得 ，这对资产负债表的分层意义大于对场址的意义；③各家披露的「GW」根本不是同一个单位，毛容量对关键 IT 的换算比从 1.20 到 3.75 不等。另有两个被忽略的硬时点：德州批次流程的负荷爬坡信息要到 2027 年 4 月 才下发，而纽约州已于 2026 年 7 月 宣布对 50MW 以上数据中心开发的暂停令。
重点标的（状态判定，非买卖建议）	🟢 VRT \$262.89（唯一一家花约 \$14.5 亿买下「绕开并网时钟」这一层的上市公司，买完一周被杀 -9.61%）· 🟡 IREN \$45.37（2GW 枢纽在 ERCOT Batch Zero 仅获 条件性 Base Load，首批交付 300MW 毛容量、2027Q4）· 🟡 WULF \$17.13（250MW 扩容明写须 NYISO 再批准；送电已成 Google \$6 亿信用支持的生效条件）· 🟡 CEG \$293.91 / TLN \$319.67（共址通道被打开同时被定价，路通了但要按新价目表付费）· 🔴 APLD \$27.14（1,410MW 关键 IT 已签约，已投运约 100MW，兑现率约 7%）· ⚪ CIFR \$16.90（管线 5.3GW 全为毛容量口径，且自陈受 ERCOT 批次流程约束）
最大反证	若 2026-11-16 六家提交的方案高度趋同、且 FERC 在 2027 年据此发出实质统一的裁定，则「流程不均匀」这一维会比预期更快消失；届时本篇的收窄立题需要再收窄一次，只剩零售条款与 ERCOT 两块阵地。

一、投资要点

框架一句话：这一轮规则变动改的是「谁排在前面」，不是「谁付得起」；α 因此不归拿到批文的人，归两类人——能把并网时钟绕开的卖铲方，和在账单最轻的州拿到位置的人。

#	核心观点	方向
1	联邦层走的是六条区域轨而非全国统一规则，命令自述定制优于 one-size-fits-all	● 支柱收紧
2	命令逐字保留州对零售大负荷条款的管辖，账单这一维完全不受联邦影响	● 择地 α 存续
3	六家 RTO 全部申请 90 天中止，实质答复整体推迟到 2026-11-16	● 时钟推迟
4	门槛被放宽而非收紧：由征询稿的 20MW 提到 ≥50MW 且接入 69kV 以上	●
5	并网权从先到先得转向保证金与里程碑，资产负债表成为新的排队序位	● 对弱资产负债表
6	共址与表后通道被打开并同步定价，终局是「开闸加收费」不是「统一加抹平」	● 对存量电厂
7	同一句「灵活负荷」在 PJM 是惩罚、在 MISO 与 CAISO 是门票，现金流含义相反	● 须分开记账
8	各家「GW」口径换算比相差近 3 倍，跨公司横比与相加一律无效	● 最大错价源

二、钱流与闸门：六份命令，和一次集体延期

先看钱流的方向。这一轮监管动作没有增加一度电，它改变的是同一笔电力资本开支的归属与序位：谁先拿到容量、谁替网络升级掏钱、谁在紧张时段先被切。因此本篇追的不是新增投资额，而是已承诺资本开支的排序权如何被重新分配。

2026-06-18 发出的不是一份全国规则，是六份彼此不同的 FPA §206 show cause 命令，每家 RTO 一份，各自立案。

RTO/ISO	卷宗号	判例引注
PJM	EL26-67-000	195 FERC ¶ 61,211
SPP	EL26-68-000	195 FERC ¶ 61,213
NYISO	EL26-69-000	195 FERC ¶ 61,216
MISO	EL26-70-000	195 FERC ¶ 61,212
CAISO	EL26-71-000	195 FERC ¶ 61,214
ISO-NE	EL26-72-000	195 FERC ¶ 61,215

命令对路线选择给了直白的表述：区域差异正在扩大，因此比一刀切规则更有效率的做法是逐区处理；解决方案「not through top-down, one-size-fits-all mandates, but through consideration of region-specific proposals」。连「大负荷」的定义都留给各区自定——SPP 用的是自己更窄的高影响大负荷定义，CAISO 的草案则主动舍弃了 69kV 与共址排除两项限定，只保留单场址峰值 50MW 一条。全国性规则的那条路径（Docket RM26-4-000）保持开启但未出规则，非 RTO 区域仅被「鼓励」自主申报——这意味着 Georgia、Carolinas 与西部大片垂直一体化辖区，连流程层的标准化都不存在。

时钟被整体推迟了一个季度。三档期限是 07-20（发电充裕度信息报告）、08-03（申请中止）、08-17（正式答复）。实际结果是六家全部提出中止申请——PJM 于 07-28 提出，其余五家卡在 08-03，实质答复统一顺延至 2026-11-16，利益方回应期再顺延至约 12-16。

八月里真正落到纸面的只有两件：**MISO 于 08-28 单独提交互联可靠性要求**，拟 2026-12-04 生效，内容是可见性上报、同步相量监测、稳态转换爬坡率限制与扰动下不得自行脱网，适用于 50MW 以上设施，并对 25MW 以上的「computational loads」单列一档——这一档实质指向的是矿场改造而来的算力负荷。**CAISO 于 08-12 发布草案**，给出两档柔性服务：网升期间可削减、完成后转固定的 FILI，和永久性柔性、不要求网升出资的 FLIP。

与此同时 PJM 走了完全相反的方向：其利益相关方在 06-30 通过了上限 \$555/MW-day 的可靠性兜底采购，但否决了全部 **Connect-and-Manage 方案**，即拒绝把「缺电时先切大负荷」做成强制机制，改以大负荷登记册把削减优先级留给州监管。

三、被收敛的一半，与不被触碰的一半

命令对管辖边界给了非常清楚的划线。联邦一侧是输电服务的费率条款、研究流程、网络升级认定与成本转嫁防护；州一侧则是三件事：零售销售的具体条款、谁有资格在本州做零售销售、以及选址与建设。命令附上一句收口：「**Nothing in this order is intended to intrude upon state authority over retail service to large loads.**」

这条线一划，可交易的那一半就清楚了。看同一家控股公司在八个州的条款——同一批客户、同一套市场，参数完全不同：

运营公司	门槛	合同期	最低需量
AEP Ohio	25MW	12 年（含 4 年爬坡）	85%
I&M Michigan	50MW	15-20 年	90%
I&M Indiana	70MW 单站 / 150MW 合计	12-17 年	80%
PSO Oklahoma	75MW 以上分两档	2-15 年	80%
SWEPCO Texas	75MW 合计	12-17 年	未公开
APCo Virginia	100MW 单站 / 150MW 合计	14 年（含 4 年爬坡）	80%
APCo West Virginia	100MW 单站 / 150MW 合计	12-17 年	80%
KPCo Kentucky	150MW	20 年	90%

门槛跨度 6 倍、期限跨度 2 倍、最低需量 80 / 85 / 90 三档。一个 120MW 的项目在 Ohio 触发 12 年锁定，在 Kentucky 根本不触发。**这一维不在联邦手里。**

覆盖面同样说明问题：截至 2026 年 8 月，**24 个州已批出至少一份大负荷关税**，另有 6 州在审，五个通用要件（资格、合同期与退出费、最低计费需量、财务担保、容量再分配）结构同构而参数各异。Georgia 的门槛是 100MW、最低合同 5 年、无独立需量费；Virginia 的 GS-5 是 25MW、14 年、含 4 年爬坡，2027-01-01 生效。这两个是完全不同的经济体，价差本身就是标的。

ERCOT 是双重豁免。 命令自己点名德州境内的批发销售不属联邦管辖；而德州的规则由州法 SB6 定：75MW 以上的新增大负荷**必须在接网前装好远程断电装置**，作为并网的前置条件；独立组织可要求大负荷启用自备发电或直接削减；ERCOT 须建立面向 75MW 以上大负荷的竞争性削减采购服务，并对 4CP 输电成本回收方法重新评估。落实规则的截止日是 **2026-12-31**。在 ERCOT，「并网条件」是以可中断义务与 4CP 口径重定价的形式存在的——与 PJM 州域的最低需量关税**不可通约**。

四、开闸，然后收费——但门后没人走

共址这条线的案卷已经走完四轮，结论比「开闸」两个字更硬。

时点	案卷	内容
2024-11-01	ER24-2172 (189 FERC ¶ 61,078)	驳回 Susquehanna 修订版互联协议，共址负荷 300MW 增至 480MW 未获批
2025-02-20	EL25-49-000 (190 FERC ¶ 61,115)	就 PJM 共址条款启动 §206 程序
2025-12-18	EL25-49-000/-001 (193 FERC ¶ 61,217)	认定 PJM 关税就共址负荷的费率与服务条款缺乏足够清晰与一致的规定，因而不公正不合理；确立三档服务并开听证定价
2026-04-16	ER26-1088-000 (195 FERC ¶ 61,030)	接受合规文件的互联路径，驳回对「共址负荷」定义的修改
2026-06-18	EL25-49-002 (195 FERC ¶ 61,209)	复议、澄清、合规与听证一并处理，确立三档服务的公正合理费率条款；再次驳回以所有权变更点替换互联点

三档服务与那条不可绕开的铁律。 代表共址负荷取得输电服务的合格客户必须择一：网络一体化输电服务、新设的固定合同需量、新设的非固定合同需量。差异在于输电费基数与容量费——非固定合同需量**不含发电容量费**，代价是紧急情况下先于所有固定服务被削减。但有一条无论选哪档都一样：**调频与黑启动服务一律按毛需量计费**。唯一零费用的形态是**完全脱网**，即负荷与发电共同与输电系统完全电气隔离——而完全脱网也就同时脱离了联邦管辖。命令另设反切换机制，禁止在固定与非固定之间来回腾挪。

门开了，但门后目前没有人走。 这条案卷的导火索案例——某核电站与云厂商的表后共址——当事人已经放弃表后结构，退回表前的零售购电协议：其法定披露载明输电重构完成后于 2026 年春开始过渡、预计 2027 年春完成全部转换，对应规模至多约 1,920MW、17 年。截至 2026 年 9 月，**未能取证到任何一笔在 PJM 落地运行的新增大规模表后共址交易**；实际成交的形态是「邻厂加表前购电协议或专线」：某公司在德州以 1,200MW、20 年供应相邻负荷，交付自 2027 年末起；另一家在德州以 380MW 直连某托管商并附第二期 380MW 排他协议。

因此这一格的正确读法是：规则风险被移除了，商业结构却换了一条路。同一份命令在各家披露里的方向判定并不一致——多数把它写成待观察的监管不确定性，只有一家明确写成利好，理由是它移除了共址安排的监管不确定性。这个分歧本身就是当前最值得盯的分歧。

可中断被做成了官方产品，而不是买卖双方谈出来的让步。三档之外另设一档临时可中断的网络一体化输电服务：允许负荷在等待网络升级期间以可中断方式先接入，即刻取得部分电网服务，同时免去为其采购容量。这就是「以可中断换即刻接入」的制度化形态，由联邦强制各区设立。另有发电方自提的方案，主张把新增发电与既有电厂的大负荷配对以加快接入，已被多份区域命令列为待议项。

配套的另一半是收费。六份区域命令要求建立三方成本回收协议并设最低财务承诺，明确以递增的财务承诺抑制投机性申请，并要求引入保证金或里程碑与数据披露，以减少多家售电主体为同一终端客户重复申请。

这是本轮最有投资含义的一条：并网权的分配机制正从「先到先得」转向「掏得起钱者先得」。它对场址的意义有限，对资产负债表的意义很大——同一个排队序位，现金充裕方与融资受限方的实际价值从此不同。

排队 GW 这个读数本身水分极大。目前唯一能拿到清晰口径的一手比值来自某公用事业：处于各阶段签约中的数据中心容量超过 50GW，其中已签电力服务协议的约为 10.4GW——约 21%。这是签约漏斗，不是并网队列铭牌值；而流传的全国性「请求 GW」多为未去重的申请量。没有分子（已签协议或已缴保证金）的排队 GW，不具定性效力。

五、同一句「灵活负荷」，两种相反的现金流

灵活性正在成为并网门票，但它在不同市场里是完全不同的东西。

- 在 MISO、CAISO 与需求响应协议里，它是门票：以非固定服务换更快的接网路径。某超大规模厂商已把机器学习工作负载纳入需求响应，累计约 1GW 写入长期购电合同、覆盖五家公用事业，其公开表述的对价正是让新数据中心更快接入本地电网。
- 在 PJM，它是惩罚：2026-08-13 提交的方案下，50MW 以上的新大负荷若未自备新增容量，自 2027-06-01 起将在紧急负荷管理程序之前被削减。同一市场的利益相关方此前已否决把强制削减写成通用机制，改以大负荷登记册把削减优先级留给州监管。

代价侧有一个被系统性低估的口径。可用容量测算里的削减率是电量占比而非时间占比：0.25% 的削减率对应全年平均 85 小时被触碰（其中仅约 24 小时深度削减到 90% 以下），而非常被引用的二十余小时。对应的可用余量阶梯是 76GW@0.25%、98GW@0.5%、126GW@1.0%、215GW@5.0%（22 个平衡区、以季节性峰值为门槛、新负荷按恒定负荷加入，未建模输电约束与机组组合）。

最锋利的一条分层判据来自法定披露：某比特币矿企 2026 年上半年的电力削减抵免合计 \$3,107.7 万（手动削减 \$2,829.3 万、需求响应 \$278.4 万）——对价格弹性型负荷，削减是净收入项；对 AI 训练负荷，削减是净成本项。把两者合称「数据中心灵活性」，是这个主题里最大的分析陷阱；可用余量能否兑现，取决于新增负荷属于哪一类。技术可行性一侧全行业可引用的量化证据只有一个：某商用机房内 256 张 GPU 在系统峰值时段降功率 25%、持续 3 小时，15 分钟斜坡下降，全部作业满足服务等级。这个 25% 同时也是主流系统建模采用的假设值——同一个数字在两处流通，不构成两个来源的互证。

账单侧也已经能拿到条款级的一手读数：某控股公司自 2023 年以来签下的大负荷合同约 16GW（11GW 已过州委员会审查、5GW 待审），服务陆续开始至 2028 年；**全部含最低计费条款**，其中约 13GW 另含最低期限、终止付款与按信用评级缴纳抵押或提供担保的要求，需专用资产的合同还要求客户分摊建设成本。这就是「账单」这一维的真实形状——它锁的是现金流义务，不是并网序位。

卖铲子一侧，需求响应正在被资产化：某发电商已把一家覆盖 2,000 家以上工商业客户的需求响应平台收进主营，并把柔性负荷与虚拟电厂列为增长路径——这是公开市场里少见的、以可中断能力本身为主营的表达。

值得单独记一条：在 ERCOT 被条件性列为**基载**身份，与「可中断负荷」在方向上互斥。矿场时代的削减灵活性，正在被 AI 负荷的固定服务要求置换掉——同一批 MW 不能既算灵活性收入又算固定容量价值。

六、口径战场：各家的「GW」不是同一个单位

这是本轮调研里最具可操作性的发现。同为公开披露的 MW，毛容量与关键 IT 负载的换算比在各家之间相差近 3 倍：

公司	一手口径证据	隐含毛容量: 关键 IT
WULF	Cayuga 400MW 毛容量对应约 320MW 合同关键 IT	1.25:1
GLXY	800MW 毛容量对应 526MW 关键 IT（逐期均双口径披露）	约 1.52:1
IREN	Childress 站点 750MW 毛容量，交付以 4x50MW 关键 IT 计	约 3.75:1
APLD	已签约 1,410MW 为关键 IT；管线 3GW 与 5GW 为公用事业毛电力	同文件内两套口径并列
CORZ	「可租客户电力」按术语表即非冗余客户 IT 负载；场地电力按毛口径	同一份材料两套口径
CIFR	全部为毛容量（自陈 300 gross MW、脚注明示按毛 MW 计）	单一口径
CRWV	在役与已签约电力均未定义毛容量或 IT	不可判定

四条纪律：①同一披露里「有履约义务的在手订单」与「付定金的排队权」法律强度不同，相加后做外推即把排队权当订单；①跨公司 MW 在换算前一律不可横比、更不可相加；②同一家的「已签约」与「已通电」是两套互不重叠的口径，与「已获批土地期权」并列陈述时最易被读成加总；③「可租」「已租」「已获批」「在计费」是四种不同的资产状态。

把状态分开后，兑现率才可比，而断层集中在同一层：某公司已签约关键 IT 1,410MW、在产约 100MW（6.7%）；另一家关键 IT 已签约合计约 1,007MW、已通电 102MW（10.1%）；第三家已租客户电力约 1.1GW、在计费 437MW（约 40%）；第四家 5GW 已签约电力对应年末 800MW 至 1GW 的并网指引（**不超过 20%**）；第五家 907MW 的「运营加已签约」实为 207MW 已通电加 700MW 已签约，其约 4.4GW 管线中获互联批准的仅 270MW 毛容量（约 6%）。与之对照，账单侧那 16GW 合同里已有 11GW 通过州委员会审查、部分已开始供电。**闸门不在签约那一层。**

口径的正解已经有公司写出来了：把电力分成**已签约**（有土地与电力承诺）、**已并网**（已建成装配完毕的数据中心接入）、**在役**（已装机运行、可产生收入）三层分别披露。这三层应作为跨公司比较的统一模板；未按此分层披露的，其 GW 只能自身按季环比，不能横比。

「已通电」这个词本身也同词不同义：一家指高压变电站接入电网（站点规划 1.4GW，首批实际交付 300MW 毛容量、目标 2027Q4），另一家指**可计费的关键 IT 负载已通电**（102MW）。两者并列即错。

法定披露里最硬的两条闸门证据也在这里：某公司 Lake Mariner 从 500MW 扩到 750MW 毛容量的那 250MW，明写须 NYISO 再行批准；另一家 2GW 枢纽在 ERCOT 批次流程中只拿到**条件性基载**身份，并明确表述分类仍属有条件、须继续走审批。而送电节点已被写进融资合同——完成某栋交付即触发 \$6 亿信用支持生效；另有公司把「已通电 MW 增长」直接写进高管长期激励的归属条件。**通电从工程节点变成了现金流开关。**

七、卡点评分：这道闸门算不算真瓶颈

把「大负荷并网序位」按六指标打分（1—5 分，5 为最强），与账单侧、设备侧并列：

环节	短缺强度	替代难度	认证周期	集中度	定价权	可投性
并网审批序位	5	4	5	5	2	1
零售关税账单	3	2	4	5	5	2
设备排产位（燃机 / 开关柜）	5	4	3	4	4	4
表后电力与微电网	4	3	2	2	3	4
灵活性编排软件	4	3	2	3	3	1

四象限落位清楚：**并网序位是真卡点但买不到**（定价权在监管机构手里，不在任何上市公司手里）；**账单同样不可投**，它是成本项而非租金项；**唯一同时满足真卡点与可投的是设备排产位与表后电力**；灵活性编排软件卡点成立但纯标的在私有手里。

按真瓶颈四特征逐条：①结构性供需失衡——成立（排队量远超可交付量）；②替代不易——成立（唯一替代是完全脱网自建电源，成本与交付期都更高）；③定价权在卖方——**不成立**，卖方是监管机构，它把稀缺分配掉但不把它变成利润；④AI 增量为主驱动——成立。**四条中三条成立，第三条缺失，因此这是一道真闸门但不是一门生意。**可交易的永远是它的两个衍生面：绕开它的设备，和不均匀本身。

八、物理闸门这一侧：规则改不动交付窗口

规则是排序问题，交付是产能问题。设备侧的一手口径把后者的量级说得很清楚：全美在手数据中心容量已达 307GW，按 2025 年建设速率折合约 15 年（上一次更新为 12 年），其中仅约 20% 属近期转化，多数

落到 2028 年及以后——注意这是全市场宣告量口径，不是任何单家公司的在手订单。燃机侧的口径同样刚性：今天下单，交付要等五年、可能六年；熟练工的养成周期约四年。

规则一侧还有一个被忽略的硬时点：某控股公司的法定披露载明，其德州子公司已就 2030 年前约 45GW 增量负荷签署意向协议（其中约 40GW 属寻求批次流程审议的潜在负荷），而批次流程的负荷爬坡信息预计 2027 年 4 月才下发，客户届时才能决定是否签互联协议并预留容量。这意味着德州这一大块在 2027 年二季度前没有法定进展读数——任何押注德州并网于 2026 年放量的立题，在这一句面前不成立。

反方向的收紧也已出现：某公司披露纽约州于 2026 年 7 月宣布对使用 50MW 以上电力的数据中心开发实施暂停令；而同一辖区另一家公司把 500MW 扩至 750MW 毛容量的部分明写为须 NYISO 再行批准。同一个州，一家写成禁令、一家写成待批——这是定性冲突而非数字冲突，其适用范围与既有项目豁免条款须单独取证。

需求绕道的证据已经出现在订单簿里，而且带得出金额。某中压开关设备商单季新订单 \$9.34 亿（上年同期 \$3.62 亿），其中逾 \$4 亿的一张数据中心订单，标的是「表后自备发电资产的设计」；同一家在其财年前九个月合计中标约 \$8 亿数据中心基础设施项目。这是本篇机制最硬的一个读数：并网受阻并没有让需求消失，而是把它从表后绕过闸门，落到成套开关设备这一层。该公司同时自陈数据中心占比上升会使产品结构向标准化倾斜、定制工程比重下降——闸门改变的不只是谁先拿到电，还有设备商卖的是什么。

「付费排队」在发电设备侧早已是成熟制度，这为本篇的主线提供了先例。某燃机厂商披露的 116GW「在手」实为两样东西相加：53GW 是有履约义务的在手订单，63GW 是付了定金的槽位预留协议——后者要经「转为订单」才进在手口径。其年产能自 2026 年第三季度的 20GW 扩到 2028 年 24GW、2030 年 30GW，管理层称 2030 年前基本售罄、2031 年产能已售出过半。同一条链上，发电设备的稀缺早就用定金和槽位分配掉了；并网权现在要走的正是同一条路。口径警告随之而来：53GW 与 63GW 法律强度不同，用 116GW 做收入外推等于把排队权当订单。

设备侧自己的资格与产能节奏也是闸门的一部分：某电气设备商的 765kV 产品要到 2027 年才发货、550kV 自 2026 年下半年起发货，订单已排进 2027 年。

这决定了本篇的可交易性上限。即便 11-16 的方案全部落地、排队规则明年改完，电子能不能流过去仍由排产位与输电建设周期决定。规则变量的作用是改变同一批稀缺产能在谁手上，不是让稀缺消失。

九、这道闸门被定价了吗

用 2026-09-09 收盘做一次横切（复权价，五日与三个月，组内中位数）：

组	五日中位	三个月中位	读数
受监管公用事业 (AEP / D / SO / DUK / ETR / EXC / PEG)	+0.14%	-1.88%	账单收得到，但没人给溢价
IPP / 共址方 (CEG / TLN / VST / NRG)	+8.83%	+3.48%	规则风险被移除的受益方，近周最强
AIDC / neocloud (八只)	+15.99%	-23.04%	近周暴力反弹，季度仍深度回撤
设备交付层 (GEV / VRT / ETN / PWR / POWL / HUBB)	+4.72%	-6.19%	物理闸门在，但估值先被杀

读数很清楚：近五日的反弹强度与三个月的回撤深度完全反向排序——涨得最多的那一组，正是季度里跌得最惨的那一组。这不是闸门被重新定价，是仓位在回补。09-09 当日全组普跌（设备层 VRT -9.61%、AIDC 层 CIFR -8.70%，受监管组仅 -0.6% 至 -2.2%），进一步说明这条链当前的定价因子是风险偏好而非规则进展。

结论：这道闸门到今天仍不是被持续定价的因子。与 IPP 组的相对强度并列看，市场已经开始为「共址的规则风险被移除」付费，但还没有为「排队机制换成付费制」付费——后者的第一个验证点在 11-16。

十、受益链与标的落地

价值链五层：需求源（超大规模厂商与模型公司）→ 一级供应商（AIDC 开发商与 neocloud）→ 真卡口（并网审批序位、零售关税账单、设备排产位）→ 可投代理（绕开并网时钟的表后电力与微电网，及持有存量电厂的 IPP）→ 已拥挤 / 未定价（拿到批文而兑现率低的开发商属前者，口径最保守的披露方属后者）。

标的	现价 (09-09)	当日	位置与判据	状态
VRT	\$262.89	−9.61%	2026-09-02 以约 \$14.5 亿现金加最高 \$11.5 亿对赌收购表后电力与微电网控制资产，把边界前移到公用事业接入点，并自陈电网约束正日益限制 AI 基础设施部署；预计 Q4 2026 交割，尚无收入口径	🟢
VST	\$151.10	−0.41%	共址链上唯一把该命令明确写成移除监管不确定性的一家；德州 1,200MW / 20 年邻厂供应自 2027 年末交付	🟡
CEG \$293.91 / TLN \$319.67	−1.72% / −1.87%	PJM 核电共址两方：三档输电服务通道确立，存量核电位置的可变现路径变清晰（已披露 380MW 直连并附第二期排他）；但案卷导火索方本身已放弃表后结构、退回表前购电协议，2026 春起过渡、2027 春完成	🟡	
WULF	\$17.13	−4.09%	全样本口径最清晰 (1.25:1)，已通电 102MW 关键 IT；250MW 扩容明写须 NYISO 再批	🟡
IREN	\$45.37	−3.32%	2GW 枢纽仅条件性基载，首批 300MW 毛容量推到 2027Q4；口径换算比 3.75:1 最易被高估	🟡
APLD	\$27.14	−4.13%	1,410MW 关键 IT 已签约、约 100MW 投运，兑现率约 7%；管线以「土地控制权或电力协议」二选一入表	🔴
NRG	\$115.37	−3.57%	已把需求响应平台收进主营（覆盖 2,000 家以上工商业客户），公开市场少见的以可中断能力为主营的表达；德州存量共址机组另有州法层面的搁浅成本保护	🟡
CIFR	\$16.90	−8.70%	4.4GW 管线中获互联批准仅约 6%，全为毛容量口径，且是本组唯一把 ERCOT 批次流程与削减义务写进风险因子的一家	⚪

两条身份登记：CORZ 仍独立上市（2025-10-30 股东否决合并、协议当日终止，无退市申报），不属「已被收购退出」；CIFR 的注册人名称已于 2026-02 变更（8-K Item 5.03），代码不变。

公司卡：本篇唯一给 的那一格

项	VRT
位置	数据中心电力与热管理，2026-09-02 起把边界前移到公用事业接入点
为什么重要	并网时钟是当前唯一无法用钱缩短的变量，而它买下的正是绕开时钟所需的表后电力、微电网控制与储能编排
为什么被错价	收购公告后一周内股价 -9.61%，市场按资产负债表与整合风险定价，未按卡位定价
证据	约 \$14.5 亿现金加最高 \$11.5 亿对赌；公司自陈电网约束正日益限制 AI 基础设施部署；全年资本开支指引由 \$4.25-5.25 亿上修至 \$5.50-5.70 亿，约为营收 4.0% 且明确取区间高端
估值状态	本季起停止披露在手订单与订单出货比，可比订单读数中断，横比同业时不得用旧值填补
催化（3 / 6 / 12 月）	收购 Q4 2026 交割；11-16 六家方案；首个把可中断能力写成并网对价的落地合同
反证	交割前无收入口径；若灵活性最终不成为并网门票，该资产退化为普通配电业务

十一、情景

情景	核心假设	结果	标的动作
熊（统一化提前）	11-16 六家方案趋同，2027 年被统一裁定采纳	流程不均匀消失，择地 α 归零，仅剩账单与 ERCOT 两块阵地	开发商组整体下调；设备层不受影响
基准（区域化拖延）	各区方案分化，条款按历史节奏 2028-2030 才逐区生效	闸门长期存在但不被持续定价，稀缺由设备交付窗口主导	观察为主；只在绕开时钟那一格给仓位
牛（付费制落地并被定价）	保证金与里程碑实质落地，可中断成为公认并网对价	资产负债表强者与灵活性供应方同时重估	设备与表后电力层给溢价；弱资产负债表开发商折价

这一格最纯的卖铲子在私有手里。负荷编排软件、虚拟电厂聚合、表后燃气与储能一体化——价值最纯的那一层没有可投的上市纯标的，上市公司只能以「顺手卖」的方式间接吃到。这本身就是结论：若灵活性成为并网门票，公开市场目前只能通过设备层间接表达这个观点。

十二、风险与可推翻信号

#	风险 / 反证	出现即意味着
1	2026-11-16 六家提交方案高度趋同且 FERC 据此发统一裁定	流程不均匀比预期更快消失，本篇立题需再收窄一次
2	任一州委员会大幅下调最低需量或缩短合同期	账单这一维的价差收敛，择地 α 被削弱
3	PUCT 在 2026-12-31 前把 4CP 方法改写	ERCOT 成本结构整体位移，德州场址相对优势重估
4	出现首例把减值或投运延后明确归因于并网受阻的法定披露	闸门由摩擦项升级为数量项，估值模型须改分母
5	最低费用条款在后续合规申报中被重新塞回共址框架	非固定合同需量的免容量费优势收窄，共址经济性重算
6	出现首笔在 PJM 落地运行的新增大规模表后共址	「门后没人走」这一节被推翻，规则通道转为现实通道
7	保证金与里程碑要求落地后被普遍豁免或象征化	付费制这条主线不成立，排队仍是先到先得
8	纽约州暂停令被证实覆盖既有待批项目	该辖区扩容路径直接关闭，相关场址价值重估

当前最大的单点脆弱性：本篇关于「财务后果」的一环仍缺一手实证。已按并网延迟、通电、暂停令等八组关键词检索 10-K / 10-Q / 8-K 全文库、时间窗 2025-01-01 至 2026-09-10，命中集从 0 到 165 份不等，并逐份打开核验四家；检索所及范围内均为前瞻性风险因子表述（其中一家最具体，明确指向大负荷并网审批流程修订与可中断义务），**未见任何一家把已发生的减值、投运延后或违约金明确归因于并网受阻并给出金额。**已确认的减值均归因于比特币价格或矿机资产。另加一层更强的检验：对本篇涉及的 22 家公司逐家扫描 2026-01-01 至 2026-09-10 的归档条目代码，**8-K 第 2.05 项与第 2.06 项全池零命中——**在此范围内没有任何一家因并网、许可或通电延迟触发退出成本或减值的专项归档。这把缺口的性质钉住了：不是没查，是查了确实没有。

十三、数据冲突与口径

- 答复期限的一日之差：**主流口径为 08-17 与 11-16，另有材料给 08-16 与 11-15。本篇采用 08-17 / 11-16。
- 中止申请的批准状态：**六家提出申请有联邦公报层面的程序性通知佐证，**但是否已逐家批准、批到哪一天，未见命令级确认；**另有材料称某家未申请中止而直接推进实质案，与其他口径冲突，本篇据此不对单家作断言。
- 命令原件的可及性：**FERC 官网对本轮抓取一律返回 403。命令逐字表述取自 RTO 官网托管的命令原件（195 FERC ¶ 61,213 与共址案 193 FERC ¶ 61,217）与带段落号引注的法律简报；2026-06-18 的共址复议令（195 FERC ¶ 61,209）未取到原件，其费率细则与最低费用结论按二手采用并在此标注。

- 4. **共址案卷的编号归属**：2024-11-01 的驳回属 ER24-2172；2026-04-16 的部分接受属 ER26-1088-000；主命令日期为 2025-12-18。以此为准。
- 5. **PJM 共址命令的判例引注存在来源冲突**：一路指向 §206 show cause 为 195 FERC ¶ 61,211、复议令为 ¶ 61,209；另一路把 EL26-67 标为 ¶ 61,209。本篇采信前者（有命令原件交叉引用支持），列为待复核。
- 6. **州级条款的两级证据**：八州表取自控股公司自有投资者材料，属一手；Virginia GS-5 的最低需量百分比与每 MW 抵押额来自二手转述，**本篇正文不引用这两个数字**。
- 7. **口径不可加总**：第六节所列各家 MW 分属毛容量与关键 IT 两套口径，任何跨公司加总或横比在换算前无效。
- 8. **检索方法登记**：无一家电力公司在 2026 年法定披露中书写共址案的案号，全部以事件描述指代。**用案号做全文检索会得到假阴性，追踪须用「2025 年 12 月命令」「共址负荷」这类事件描述**。

数字三道关自评

关	本篇如何过
①量级一致性	八州参数逐格与控股公司自有材料对齐；16GW=11GW 已审+5GW 待审求和自洽；1,630MW=已租 800+未租 830 求和自洽；兑现率一律以分子分母同口径计算
②单位显式化	全篇 MW 一律标注毛容量或关键 IT；GW 与 MW 换算逐处显式；金额统一到亿美元 / 万美元并保留裸 \$ 写法
③双源与一手优先	监管条款以 RTO 官网托管命令原件与州议会法条为准；公司数字一律取 10-K / 10-Q / 8-K 附件；管理层口径与研究测算已在置信度表中降级标注

来源置信度

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
六份命令卷宗号与判例引注	RTO 官网托管命令原件、联邦公报立案通知	2026-06-18 / 06-24	监管原件	A
管辖边界与不侵入州权表述	RTO 官网托管命令原件	2026-06-18	监管原件逐字	A
共址三档服务与毛需量计费铁律	命令原件 (193 FERC ¶ 61,217)	2025-12-18	监管原件逐字	A
八州零售条款参数	控股公司自有投资者材料	2026-06	公司一手	A
24 州已批 / 6 州在审	行业协会汇编	2026-08-28	行业一手	A
SB6 门槛与强制断电条款	州议会法条	2025-06-20	法条正文	A
各公司 MW 三桶、口径与兑现率	10-K / 10-Q / 8-K 附件	2026-02 至 09	法定披露	A
削减抵免 \$3,107.7 万	10-Q	2026-08	法定披露	A
表后转表前的过渡时点	10-K / 10-Q	2026-02 / 08	法定披露	A
批次流程爬坡信息 2027 年 4 月下发	10-Q	2026-07-30	法定披露逐字	A
逾 \$4 亿表后自备发电设计订单	8-K 附件	2026-08-03	法定披露逐字	A
53GW 在手 + 63GW 槽位预留	8-K 附件	2026-07-22	法定披露逐字	A
765kV / 550kV 发货节奏	二手转录聚合	2026-07-28	管理层口径转述	C
16GW 大负荷合同的最低计费与抵押条款	10-Q	2026-07-30	法定披露逐字	A
8-K 2.05 / 2.06 全池零命中	22 家归档条目扫描	2026-09-10	本部检索	A
纽约州 50MW 以上开发暂停令	10-Q (他方披露)	2026-08-12	法定披露转述	B
全美 307GW / 15 年、燃机五至六年	业绩电话会	2026-07 / 08	管理层口径	B
六家申请中止与 11-16 顺延	联邦公报程序通知 + 行业媒体	2026-07 / 08	程序性 + 二手	B

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
2026-06-18 共址复议令的费率细则	法律简报转述	2026-06	二手	B
可用余量阶梯与 85 小时	研究机构作者官方演示	2025-03-27	研究测算	B
25% / 3 小时可削减上限	厂商案例	2025-05	单次现场试验	C

行动清单

- **现在只做观察，不因规则进展加仓：**这道闸门到今天不是被持续定价的因子，且时钟刚被推迟一个季度。
- **已被订单簿验证的那一格优先：**表后自备发电的成套开关设备——单季逾 \$4 亿的单张订单已经落地，是本篇机制里唯一带金额的一手证据。
- **重点观察：**能把并网时钟绕开的那一层——表后电力、微电网控制、储能一体化，设备层是目前公开市场唯一的表达方式。
- **只监控不买：**兑现率显著低于签约量、且管线以毛容量口径陈述的开发商。
- **绝不追：**把「已获批 MW」当作「可交付容量」定价的任何叙事——批的是分期爬坡额度，不是产能。
- **两个可按季跟踪的先行指标：**①某公司列在公用事业处的通电押金约 \$2,702.0 万，条款是按约定时限通电约定容量方可退还，而该科目两期完全持平——押金是否开始回流，比任何管理层指引都早；②多家把「已通电 MW 增长」写进高管长期激励的归属条件，激励条款措辞的变化是内部预期的代理变量。
- **下次看这五个数：**①2026-11-16 六家提交的实质方案；②MISO 可靠性要求 12-04 能否如期生效；③PUCT 2026-12-31 的规则文本与 4CP 结论，以及批次流程 2027 年 4 月的爬坡信息；④共址框架下一轮合规申报与最低费用条款去向；⑤首份把并网受阻与减值挂钩的法定披露，以及纽约州暂停令的适用范围与豁免条款。
- **哪个信号出现要重写结论：**六家方案趋同且被统一裁定采纳——那时「流程不均匀」不再是变量，可交易的只剩零售账单与 ERCOT 两块。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部编制，为信息聚合与研究判断，不构成任何证券的买卖要约或投资建议。所载数据来自公开监管文件、公司法定披露与付费行情源，现价为 2026-09-09 美股收盘。市场有风险，决策请独立判断。