

得州关的是后门

得州关的是后门 —— 许可冻结是电网闸门的执行工具，被冻住的是自建电厂那一格

得州州长 9 月 21 日要求州环境质量委员会暂停签发一切与数据中心相关的许可，市场把它读成「得州不许建了」，但它在机制上是另一件事——8 月 3 日的电网审计已经冻住了前门（大负荷并网分类），开发商随即绕道自建燃气电厂离网运行；9 月的许可冻结恰好关上这扇后门，因为每一台现场发电机组都要一张州空气许可。被冻住的不是已通电兆瓦，而是「尚未拿证的自发电」与「排队号」：仅三项可识别的待批自发电项目，铭牌发电能力合计约 8.5GW，与电网侧已获准通电的约 9GW 同一量级。市场的第一反应也按「证照状态」而非「州别」定价：得州重仓组前两个交易日反而跑赢低得州敞口组 3.7 个百分点，组内跌得最深的恰是持有最大一张待批空气许可的那一家。

许可冻结是电网闸门的执行工具，被冻住的是自建电厂那一格

涌现资本产业研究部 · 2026-09-27 · 「AI 供电闸门」系列

30秒结论卡

项	内容
一句话判断	得州 9 月 21 日的许可冻结不是一道新闸门，而是 8 月 3 日电网审计的 执行工具 ：前门（ERCOT 大负荷并网分类）已冻，开发商绕道自建燃气电厂离网运行，这次冻结关上的正是这扇后门——每台现场机组都要州空气许可。
机会状态	🟡 观察 —— 冻结有明确的审计终点（ERCOT 12 月 10 日报告），但政治方向不会随之反转（2027 年 1 月立法会拟取消数据中心财税优惠）。可交易的不是「得州」，是 证照状态 。
市场忽略了什么	把「474GW 排队被冻」读成「474GW 算力被冻」。真正会通电的量级约 9–12GW；真正被这次冻结卡住的，是尚未拿到空气许可的自发电——仅三项可识别项目的铭牌发电能力就约 8.5GW，与电网前门已获准通电的量同一量级。
重点标的（状态判定，非买卖建议）	🟢 CORZ \$17.34（Denton 在 Batch Zero 之外、Hunt 已缴抵押已开工）· 🟢 RIOT \$23.00（Corsicana 电力全额获批、不在 Batch Zero，建议观察）· 🟡 CIFR \$17.73（近端租约证照在手，远端 2.1GW 属「研究负荷」）· 🟡 IREN \$44.13（Childress 有一份待批州许可）· 🔴 FRMI \$4.52（新增 5GW 空气许可被直接冻结，敞口 100% 得州）
最大反证	州环境质量委员会 10 月 19 日向州长的报告若明确「已登记的标准许可继续审理」或「已签发许可的变更不受影响」，则后门部分重开，「证照状态溢价」随之收窄。

一、投资要点

框架一句话：得州没有新增一道「许不许建」的否决权，它把已有的电网闸门延伸到了发电侧；因此稀缺的不是得州的土地或排队号，而是在 9 月 21 日之前已经拿到空气许可、且已过电网分类的兆瓦。

#	核心观点	方向
1	州长信函只致州环境质量委员会一家，暂停「数据中心寻求的一切许可」，无豁免条款、无固定终期，终点挂在 ERCOT 审计完成	● 新项目
2	所有现场发电路径——燃气轮机、往复式机组、燃料电池——在得州都要空气许可；燃料电池并无专属豁免，只是走 45 天的发电机组标准许可	● 离网路线
3	信函未触及已签发许可，也未写明在建项目的变更；已拿证的首期容量（如 Fermi 的 6GW 许可、Abilene 首批 10 台轮机）目前看不受波及	● 存量证照
4	474GW 排队是记账口径，真正会通电的约 9—12GW；冻结剔除的大部分是不会通电的排队号	● 口径
5	三项可识别的待批自发电项目铭牌发电能力合计约 8.5GW，与电网侧已获准通电量同量级：后门和前门一样宽	● 自发电管线
6	市场第一反应按证照状态定价：得州重仓组两日跑赢低敞口组 3.7pp，组内最弱的是持有最大待批许可的一家	● 已拿证者
7	冻结不是得州电厂的利好：批发电价年初至今约 \$30/MWh，未来负荷预期被压低而非抬高	● 发电商
8	上市公司法定披露尚未出现因本次冻结延后投运的实例；唯一点名本次冻结的只是一份融资说明书的风险因子	● 尚未兑现为数量

二、时间线与钱流：两道冻结拼成一扇门

2.1 时间线

日期	事件	作用于哪一层
2026-06-10	州长要求数据中心全额承担电网基础设施成本	电价/成本
2026-08-03	州长下令审计所有进入 ERCOT 并网流程的数据中心；Batch Zero (75MW 及以上) 分类暂停	前门：并网
2026-09-03 → 09-16	ERCOT 下发首批「附条件」分类：IREN Sweetwater 2GW 基础负荷 (09-08)、CIFR 3.2GW (09-16)	前门局部放行
2026-09-21	州长致函州环境质量委员会：暂停签发数据中心相关的一切许可	后门：自发电空气许可 + 用水/排水
2026-10-19	州环境质量委员会向州长报告执行情况；同日州长选举提前投票开始	范围是否收窄的第一个读数
2026-11-03	州长选举	政治时钟
2026-12-10 / 12-17	ERCOT 提交 Batch Zero 资格核查报告与社区影响评估 / 公开会议	冻结的名义终点
2027-01-12	第 90 届州立法会开幕，州长拟取消数据中心财税优惠	方向常设化

从 9 月 21 日到 12 月 10 日共 **80 天**，是发电机组标准许可法定「无异议或 45 天即可开工」时钟的 **1.8 倍**。对以速度为卖点的现场发电路线，这 80 天的意义超过它对电网排队的意义——后者本来就按季度计。

2.2 钱流：资本没有撤出得州，撤出的是「绕道」这条路径

同一周里，得州的合约资金仍在加码：CIFR 于 9 月 25 日把 Barber Lake 租约延长至 20 年、合同总额约 90 亿美元，首笔租金由 10 月移至四季度，归因是变更单而非许可冻结；RIOT 的 Rockdale 与 Anthropic 签下 191MW 关键 IT 负载。**已拿证场址的合同在继续签，被冻住的是还没拿证的那一段。**

前门被冻后，资本流向的是自建电源：Abilene 园区申请把现场轮机由 10 台扩至约 50 台（许可编号 182126 / PSDTX1688，9 月 10 日刚获准召开公开会议）；Crusoe 与 Google 的 Goodnight 园区申请 933MW 离网燃气空气许可；Fermi 于 3 月 27 日为 Amarillo 园区追加 5GW 空气许可申请；Chevron 为 Pecos 园区准备的 7 台 GE 7HA（约 2.6–2.9GW）空气许可仍在草案阶段。**这些申请的共同点是：都在 9 月 21 日之前递交、都未获签发。**

三、价值链五层：闸门装在哪一格

层	内容	本次冻结的作用
需求源	超大规模云与模型公司（OpenAI、Google、Microsoft、Anthropic、Amazon）	租约继续签，但只签给已拿证场址
一级供应商	园区开发商与托管方（CIFR / CORZ / IREN / RIOT / GLXY / Crusoe / Fermi）	按证照状态一分为二
真卡口	州空气许可（现场发电）+ ERCOT 并网分类（电网）	两道闸同时收紧，且前者没有绕行路径
可投代理	已通电或已开工、且许可在 9 月 21 日前签发的场址持有人	相对受益
已拥挤 / 未定价	燃气轮机、往复式机组、燃料电池设备商	得州增量订单延后，但全国订单簿未见松动

四、卡点：被冻住的是后门——自建电厂那一格

4.1 每一条现场发电路径都经过同一个窗口

技术路线	得州空气许可路径	正常时钟	本次冻结后
应急备用柴油/燃气机组	许可规则 §106.511，无需登记、无费用	即时	媒体解读不受影响，官方尚未澄清
发电用固定式发动机/轮机	§106.512 不再受理发电用途登记	—	不适用
小型轮机、发动机、燃料电池	发电机组标准许可（§116.601—615），无公告程序	无异议或登记后 45 天可开工	冻结
大型联合循环 / 主要排放源	个案新源审查 + 防止显著恶化审查	以年计	冻结

燃料电池在得州的速度优势来自两点：排放低于小型源门槛、无需脱硝即可达标，因此走 45 天的标准许可而非个案审查。它不是许可豁免。已登记的两宗 Bloom 项目分化明显：Johnson County 的 560MW（1,725 台）已在技术审查中被认定属标准许可授权范围；Navarro County 的约 1,500MW（4,615 台）于 2025 年 12 月递交登记，是否在 9 月 21 日前获授权尚无公开记录。

4.2 后门和前门一样宽（自建口径）

口径	量级	性质
ERCOT 大负荷排队 (2026-08)	约 474GW，为历史峰值 91.3GW 的 5.19 倍	记账口径，含大量重复与投机申请
高置信度数据中心负荷（行业估算）	约 12GW	负载
已获准通电（2026-03 口径）	约 9.0GW	负载
实测峰值消耗（同期）	约 3.9GW	负载
三项可识别待批自发电项目合计	约 8.5GW（Goodnight 0.933 + Fermi 5.0 + Pecos 约 2.6，取下限）	铭牌发电能力

两个口径不能直接相减——一个是负载、一个是发电铭牌，且 Fermi 的 5GW 属远期规划——但量级对照足以说明一件事：前门冻结后，市场上最大的一块新增容量正在从后门走，而这次冻结关的正是后门。

4.3 卡点 6 指标：州空气许可 vs 电网分类 vs 发电设备

指标	州空气许可（现场发电）	ERCOT 并网分类	发电设备
短缺强度	高：签发暂停，终期未定	高：研究完成日已推至 2027 年 4 月之后	中：轮机排至 2028 年，燃料电池 55-90 天
替代难度	无替代：所有现场机组都要许可	可由后门替代（已被关闭）	可在技术路线间替代
认证周期	标准许可 45 天 → 冻结至少 80 天	以季度计	以月计
集中度	单一州机构	单一电网运营商	三到四家设备商
定价权	归已拿证的场址持有人	归已获「附条件基础负荷」者	归设备卖方（全国层面）
可投性	● 仅限已拿证场址	● 附条件分类尚非最终	● 得州只是全国订单的一部分

四象限定位：州空气许可是「真卡点、可投的只有存量持证者」的一格——卡点本身属于州监管者，不属于任何可交易公司；可投的代理是在 9 月 21 日之前已经拿到许可、并已过电网分类的场址持有人。设备商处在「真卡点很热但不在本次冻结的受益侧」：得州增量延后，但订单簿是全国性的。

五、市场怎么定价：按证照状态，不按州

以得州敞口约五成以上的六家（CIFR / RIOT / GLXY / FRMI / IREN / CORZ）为一组，得州敞口约四分之一及以下的三家托管方（APLD / WULF / BTDR）为对照组，复权收盘价计算：

区间	得州重仓组（均值）	低敞口组（均值）	差值	基准
09-18 → 09-22（信函后两个交易日）	+5.13%	+1.46%	+3.67pp	SMH +6.01% / SPY +1.53%
09-23 单日	-3.82%	-5.43%	+1.61pp	SMH -1.00%
09-18 → 09-25（全周）	-4.44%	-8.46%	+4.02pp	SMH +5.86% / SPY +1.27%

三点读法：

1. **没有得州折价**。信函公布后，得州重仓组两日反而跑赢；9 月 23 日的下跌是整个托管层同跌、低敞口组跌得更深，更像利率与因子驱动（10 年期美债 9 月 25 日收于 5.165%，盘中触及 2007 年以来高位）。
2. **组内按证照状态分化**。得州重仓组全周最弱的是 FRMI（-9.24%，新增 5GW 空气许可被直接冻结）与 IREN（-5.47%，Childress 有一份待批州许可）；最强的是 GLXY（-1.82%，已签约的 CoreWeave 容量落在已批准的 Helios 一至三期）。
3. **样本很小**（6 对 3），只能当作方向读数，不能当作因子载荷。但它与「按层杀、按名买」的规律同向：一层同跌时，层内的差异来自具体资产的状态，而不是地理标签。

整组全周跑输 SMH 约 10pp，说明托管层这周承压的主因不在得州，在融资成本。

六、受益链与公司卡：α 归证照状态，不归州别

可被推翻的 α 表述：α 归于「9 月 21 日之前已拿到州空气许可与用水许可、且已过 ERCOT 分类（或在 Batch Zero 之外）的得州场址持有人」。判据是——冻结期内，得州已持证场址的新签租约单价（每兆瓦年租金）应不低于冻结前，而仅持排队号的场址应出现租约延后或条款让步；若两类场址的签约节奏与单价无差异，本论点被推翻。

受益标的表

代码	现价 (09-25)	市值 (\$B)	得州敞口	证照与分类状态	评级
CORZ	\$17.34	5.76	已租关键 IT 约 51%	Denton 297MW 在 Batch Zero 之外; Hunt 431MW 已缴抵押已开工; Pecos 追加 300MW 仅「研究负荷」	●
RIOT	\$23.00	—	约 90%	Rockdale / Corsicana 约 1.1GW 在运; Corsicana 至约 1GW 电力全额获批、不在 Batch Zero	● 建议观察 (未在册)
CIFR	\$17.73	7.4	约九成	近端 Barber Lake / Black Pearl 已交付或在建; 附条件基础负荷 1.1GW; 另 2.1GW 属研究负荷	●
IREN	\$44.13	16.49	约 49%	Sweetwater 2GW 附条件基础负荷、变电站已通电; Childress 一份州许可申请待批	●
GLXY	\$24.24	—	100%	CoreWeave 526MW 关键 IT 落在已批准的 Helios 一至三期; 其余约 4.1GW 分类未明	● 建议观察 (未在册)
FRMI	\$4.52	—	100%	6GW 空气许可已于 2 月签发; 追加 5GW 申请被冻结; 州级冻结不因其位于 SPP 电网而豁免	●
BE	\$288.70	75.85	得州两宗登记约 2.06GW	560MW 一宗已属授权范围; 1.5GW 一宗授权状态未公开; 得州的 45 天速度优势在冻结期内暂时失效	●
VST	\$138.46	46.51	发电侧	Comanche Peak 对 AWS 1.2GW 购电协议 2027 年四季度交付, 不受影响; 但未来负荷预期被压低	●

伪受益：得州电厂（VST / NRG）不因冻结获得稀缺租——冻结减少的是未来负荷，不是现有供给；批发电价年初至今约 \$30/MWh，远期曲线低于 2025 年 10 月底水平。**不属本主题：**APLD（得州敞口为零）与 WULF（Abernathy 合资权益出售后接近为零）本周跌幅更深，原因不在得州。

七行公司卡（择要三家）

CORZ \$17.34 · ● 分类路径最清楚

- 位置：得州存量持证侧，且是全样本唯一把 ERCOT 路径逐场址写明的公司。
- 为什么重要：Denton 297MW 走「Pathway a」在 Batch Zero 之外；Hunt 431MW 走「Pathway e」——稳定性研究已批、抵押已缴、已开工，正是「排队制换付费制」唯一可观测的形态。
- 为什么被低估：在册潜力 70、兑现 56，市场仍按「矿转 AI」整体打折，没有按场址证照拆开定价。
- 证据：2026-09-10 8-K 与二季度投资者材料；已租关键 IT 约 1,120MW 中得州约 575MW。

- 估值状态：在册 pe_ttm 为空、flag=none。
- 催化：3 个月看 10 月 19 日州环境质量委员会的范围说明；6 个月看 12 月 10 日 ERCOT 报告中 Pecos 追加 300MW 的去留。
- 反证：若州环境质量委员会把「已签发许可的变更」也纳入暂停，Hunt 与 Denton 扩建所需的后续许可将受阻。

CIFR \$17.73 · 🟡 近端安全、远端暴露

- 位置：得州敞口约九成，近端与远端证照状态差异最大。
- 为什么重要：近端两块租约（Barber Lake 300MW、Black Pearl 300MW）已在建或已部分交付，9 月 25 日刚把 Barber Lake 延至 20 年、合同总额约 90 亿美元。
- 为什么被低估/高估：市场按 3.2GW 附条件分类给了溢价（9 月 16 日单日 +9%），但其中 2.1GW 属「研究负荷」、仅是排队号；若另有现场燃气电厂计划，也将落在冻结范围内。
- 证据：8 月 4 日与 9 月 25 日 8-K；首笔租金由 10 月移至四季度（归因变更单）。
- 估值状态：在册 pe_ttm 为空、flag=bubble。
- 催化：四季度 Barber Lake 首笔租金入账；12 月 10 日 ERCOT 报告。
- 反证：研究负荷在最终分类中被大比例剔除，则 3.2GW 的定价基础收缩至约 1.1GW。

FRMI \$4.52 · 🔴 冻结的直接承受方

- 位置：敞口 100% 得州，完全押在自建电源路线上。
 - 为什么重要：它是「后门」路线的最大样本——Amarillo 园区位于 SPP 电网、不在 ERCOT，本可绕开 8 月的并网审计，却被 9 月的州级许可冻结直接覆盖。
 - 证据：6GW 空气许可 2 月 25 日获最终签发；追加 5GW 申请 3 月 27 日递交，至今未签发。
 - 估值状态：未在册；全周 -9.24%，为得州重仓组最弱。
 - 催化：州环境质量委员会 10 月 19 日报告；TensorWave 租约下 2026 年底前至少 200MW 转租的兑现。
 - 反证：若已签发的 6GW 许可足以支撑未来两年的实际建设节奏，追加 5GW 的冻结只影响远期、对近两年现金流无实质影响。
-

七、上期预判回看：9 月 8 日《闸门在电网，不在分区》

当时的判断	本次事件的读数	记分
闸门在电网侧互联审批，不在「许不许建」那一票	州长信函把许可终点挂在 ERCOT 审计完成上：许可冻结是电网闸门的执行工具，而非独立的否决权	✔ 命中
监管终局是「开闸 + 定价」	信函同时列出「全额承担电力基础设施成本、降低居民电费」等条件——即解冻的价格	✔ 命中
州级阻力增强并出现质变（纽约行政令为首个州级暂停，限可裁量环境许可、一年期）	得州成为第二个州级暂停，范围更宽（一切许可）、期限不定	✔ 命中，且强度超出当时描述
自供电组被视为闸门之外的路径	后门被关：现场发电同样经过州空气许可	✘ 落空：当时未把「自发电的许可」列为同一道闸门的延伸
牛情景触发器 = 上市公司因闸门披露延后投运	仅一份融资说明书的风险因子点名本次冻结，尚无实际延后披露	⌚ 未触发

口径本身没有错；落空的一条来自漏项——离网不是绕开电网闸门，而是换了一个签字的州机构。该口径可按更高置信度复用，并补入「现场发电许可」一栏。

八、情景

情景	核心假设	结果	标的含义
● 熊（后门重开）	10 月 19 日报告收窄范围，已登记的标准许可恢复审理；12 月 10 日后冻结解除	证照状态溢价消失，得州重回「谁先建谁先得」	已持证者相对优势回吐；FRMI / Crusoe 系压力解除
● 基准（审计后开闸 + 定价）	冻结在 12 月前解除，但解冻以全额承担电网成本、用水报告等条件为价	稀缺性转为成本前置，资产负债表分层	扛得住前置成本者胜出；冻结期内已持证者先签约
● 牛（闸门常态化）	2027 年立法会把条件写入法律，并取消财税优惠；已签发许可的变更也需重新审批	得州新增供给在 2027 年以前实质冻结	已通电、已持证兆瓦重定价；迁址至怀俄明、路易斯安那等州的闭环开始出现

九、风险与反证

#	可推翻本篇结论的观察点	触发后如何改写
1	10 月 19 日州环境质量委员会报告明确已登记的标准许可继续审理，或已签发许可的变更不受影响	后门部分重开，「后门和前门一样宽」一节降级为历史读数
2	冻结期内，得州重仓组相对低敞口组的超额收益由正转负	说明市场开始按州别而非证照状态定价，第五节结论作废
3	任一上市公司在 8-K / 10-Q 中因本次冻结披露投运延后或减值	闸门由成本项升级为数量项，论点变强
4	12 月 10 日 ERCOT 报告剔除的排队量远小于三成	「474GW 大部分是排队号」一条需重估，冻结的真实打击面更大
5	选举后冻结在无任何附加条件下解除	「开闸 + 定价」的定价一半不成立，冻结只是政治时钟

本篇不成立的几件事，一并写明：①已签发许可是否受保护，信函未写，目前只有律所与媒体的解读，州机构尚无书面澄清；②「后门约 8.5GW」只统计了三项有公开申请记录的项目，未做全州许可数据库扫描，因此不代表全部待批自发电量，也不得与电网负载口径相减；③迁址闭环（同一开发商因得州冻结改赴他州获批）目前一例都没有观测到，本篇不使用「需求外溢到某州」的表述。

十、行动清单与监控

- **现在重点观察：**CORZ、RIOT 这类分类路径清楚、已持证的存量场址；观察它们冻结期内新签租约的单价与期限。
- **只监控不追：**CIFR 与 IREN 的远端容量——附条件分类不是最终分类；GLXY 在 Helios 一至三期以外的约 4.1GW。
- **回避：**押注自发电后门且许可未签发的项目（FRMI 追加 5GW）；把冻结读成得州电厂稀缺租的交易。
- **下次看的五个数据：**①10 月 19 日州环境质量委员会报告的范围措辞；②Navarro County 1.5GW 燃料电池登记是否已获授权；③12 月 10 日 ERCOT 报告中「研究负荷」的剔除比例；④冻结期内得州已持证场址新签租约的每兆瓦年租金；⑤首个因得州冻结改赴他州的迁址案例。
- **重写结论的信号：**州机构书面确认已签发许可的变更也被暂停（牛情景触发），或 10 月 19 日后已登记标准许可恢复审理（熊情景触发）。

十一、来源置信度、口径、数字三道关与免责

来源置信度表

结论/数字	来源	日期	口径	置信度	冲突来源
信函致州环境质量委员会、暂停一切许可、无豁免、10-19 报告	州长办公室信函与新闻稿	2026-09-21	官方文件	A	无
ERCOT 排队约 474GW、约九成为数据中心	州长办公室 8-03 新闻稿	2026-08-03	官方口径	A	无
ERCOT 历史峰值 91.3GW	EIA、GridStatus	2026-07-22	实测	B	无
已获准通电约 9.0GW、实测峰值约 3.9GW	ERCOT 技术咨询委员会数据的媒体汇总	2026-03	负载	C	时点早于 474GW 口径
发电机组标准许可 45 天开工时钟、燃料电池适用	州行政法规第 30 编 §116.601-615、§116.611	现行	法规	A	无
Bloom 两宗得州登记（560MW / 约 1,500MW）	州环境质量委员会档案	2025-12	登记文件	A	1.5GW 授权状态未公开
Goodnight 933MW、Abilene 扩建许可、Chevron Pecos 7HA	媒体与许可追踪	2026-07 至 09	申请状态	B- C	Abilene 增量台数 39 与 41 两说
Fermi 6GW 已签发、5GW 于 3-27 递交	公司新闻稿、10-Q	2026-02 至 08	许可状态	A- B	无
各公司得州敞口与分类路径	各公司 10-K / 10-Q / 8-K	2026-07 至 09	法定披露	A	GLXY 逐场址分类未披露
组间收益率	EODHD 复权收盘价自算	2026-09-18 至 09-25	复权	A	无
批发电价约 \$30/MWh、BNEF 49.8GW 可能延后	媒体引述	2026-08	市场与机构估算	C	无

数据冲突与口径

- **Abilene 扩建台数**：一说由 10 台扩至 49 台（增量 39），一说增量 41 台（合计 51）。两者均指同一份许可申请，差异可能来自是否计入备用机组；本篇只写「约 50 台」，不据此计算兆瓦。
- **排队口径的时点错配**：474GW 为 8 月口径，9.0GW / 3.9GW 为 3 月口径，二者之比约 1.9% 只作量级参照，不作转化率使用。

- **后门 8.5GW** 为发电铭牌（Fermi 5GW 属远期规划、Pecos 取 2.6GW 下限），与电网负载不可相加或相减。
- **组间收益率**为等权均值，样本 6 对 3；RIOT、GLXY、FRMI 未在册，其得州敞口取自公司法定披露的场址容量。

数字三道关自评

①**量级一致性**： $474 \div 91.3 = 5.19$ 倍，与「逾五倍」一致； $IREN\ 2,750 \div 5,610 = 49.0\%$ ； $CORZ\ 575 \div 1,120 = 51.3\%$ ； $RIOT\ 1.7 \div (1.7 + 0.192) = 89.9\%$ ；CIFR 附条件 $1.1GW + \text{研究负荷 } 2.1GW = 3.2GW$ ，与 9 月 16 日分类总量一致；9 月 21 日至 12 月 10 日 $= 9 + 31 + 30 + 10 = 80$ 天， $80 \div 45 = 1.78$ 倍。

②**单位显式化**：MW 与 GW 逐项换算（ $933MW = 0.933GW$ ）；负载与发电铭牌分列，不混算。

③**≥2 源**：信函范围经州长办公室原件与三家律所解读交叉；各公司敞口取法定披露，与媒体报道交叉；收益率取复权收盘价，按日与按周两种区间复算一致。

免责声明

本报告由涌现资本产业研究部基于公开信息与法定披露独立编制，仅供研究参考，不构成任何证券的买卖建议或收益承诺。文中「建议观察」仅指纳入跟踪，不代表持仓或交易建议；所列价格为 2026-09-25 收盘价，市值取自研究部标的库口径。政策事件的执行细节仍在变化，读者应以州机构的正式文件为准。