

2018年05月04日 星期五

【公司评论】

王师奋

852-25321960

Lucas.wang@firstshanghai.com.hk

行业 酒精饮料及区块链

股价 1.78 港元

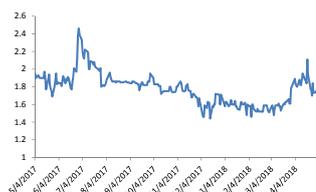
H 股市值 72.40 亿

已发行 H 股 40.70 亿股

52 周高/低 2.5 港元/1.35 港元

每股净现值 0.042 港元

股价表现



麦迪森控股（8057，未评级）：港股市场区块链技术及虚拟货币第一标的

公司简介

麦迪森控股（代码：8057）2015 年成功在港交所创业板上市，早年以从事葡萄酒产品及其他酒精饮品的零售及开发为主，在 2017 年 6 月 30 日及 2017 年 7 月 28 日成功收购 CVP Capital 及 CVP Asset Management 之后，公司开始涉足金融领域，主要提供企业融资顾问以及资产管理服务。截至 2017 年 12 月 31 日止九个月，公司收入同比上升 19.7% 至 1.25 亿港元，收入同比实现较快增长主要有两个原因：1) 公司采取了更具有竞争力的酒精饮品定价策略，使得销售网络进一步扩大；2) 新增金融业务的贡献；其中葡萄酒业务及金融业务的收入贡献占比分别为 94.6% 和 5.4%。

图表 1: 2015-2018 年公司重大事件一览

日期	事件
2015.10	公司成功在香港联交所创业板上市
2017.07	公司分别收购CVP Capital Limited及CVP Asset Management Limited，迈出多元化第一步
2018.04	公司认购日本主要虚拟货币交易所Bitpoint 20%的股权，交易对价为3.62亿港元
2018.04	全资收购深圳三只小熊科技公司，打造区块链底层科技
2018.04	以每股1.7港元完成配售事项，共筹资约1.17亿港元，所得款项用于Bitpoint的股权收购
2018.04	公司认购加密货币开采公司Diginex 51%的股权，交易对价约为4.71亿港元

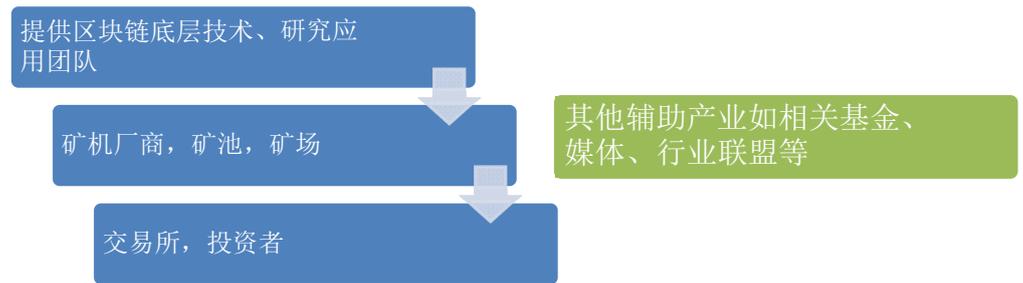
资料来源：公司资料、第一上海整理

区块链前景广阔，公司加快相关产业布局

在多元化业务策略凸显成效之时，公司敏锐的捕捉到区块链行业发展的良机，大力进军区块链领域。区块链本质上是一个分布式账本数据库：任何人都可以通过写入数据创建一个区块，每个区块包含了当前区块的哈希和上一个区块的哈希，有效的区块会按照时间顺序不断追加到创始区块中，进而形成区块链。因此，区块链具有去中心化、公开账本、集体维护、数据可靠四大技术优势。同时，区块链技术也很好的解决了双重支付和拜占庭将军问题。

区块链的四大技术优势决定了其具有非常广阔的前景，以中国的区块链行业为例，目前主要围绕三大核心圈发展：以研究区块链技术、应用为主的链圈，以提供重复计算采矿为主的矿圈，以及以发行、交易虚拟货币为主的币圈。其他辅助产业如相关基金、VC、媒体、行业联盟等同样是助推区块链行业快速发展的重要环节。咨询机构 Markets and Markets 的数据显示，2016 年全球区块链市场规模为 2.1 亿美元，预计 2021 年市场规模将达到 23.1 亿美元，5 年复合增长率高达 83.8%，而区块链典型的应用场景包括：数据交易、身份认证、新能源、车联网、供应链金融等。虚拟货币是区块链最初的应用，也是目前区块链产业链条中关注度最高的一环。

图表 2: 区块链行业的核心圈层



资料来源：公司资料、第一上海整理

收购日本主要虚拟货币交易所 Bitpoint

由于区块链行业日新月异的发展态势，公司在区块链技术和虚拟货币领域的布局明显加速：2018年3月30日，公司宣布收购日本虚拟货币交易平台 Bitpoint 20% 的股权，交易对价为 3.62 亿港元。作为全球虚拟货币交易最活跃的市场之一，日本于 2017 年引入了虚拟货币交易牌照制度，并认可虚拟货币为合法结算方式，而日本的规范化监管、高流动性以及稳定的政策让相关交易牌照弥足珍贵。Bitpoint 于 2017 年 9 月获得了日本金融厅发出的虚拟货币交易平台牌照，是仅有的获得此牌照的 16 家交易所之一，在获得相关牌照后，Bitpoint 也逐渐得到了投资者的认可，会员数目由 2017 年 9 月的 14000 名增加至 2018 年 2 月的 40000 名，交易量随之大幅提升，同时，公司于 2017 年年底升级了交易系统，交易指令与结算之间的时间延迟明显缩短，使得 Bitpoint 的持仓风险有所下降，加上公司团队拥有丰富的交易经验，对冲风险能力较强。因此，公司业绩也因此有了明显改善：截至 2018 年 1 月 31 日止十个月，Bitpoint 录得收益和利润分别约为 1.88 亿港元、1.32 亿港元，实现扭亏为盈。

根据卖方的估值报告，Bitpoint 将在今年延续强劲的业绩增长，预计 Bitpoint 于截至 2019 年 3 月 31 日止年度收益及纯利分别达到 15.64 亿港元、10.06 亿港元（关键假设：客户数目平均每月增加 3000 个，单客户每月收益约为 3041 港元，OPEX 增加约 1800 万港元），若以此计算，公司此次收购估值仅为 1.8 倍 P/E。

收购深圳科技公司三只小熊

2018 年 4 月 19 日，公司公告收购中国深圳市三只小熊科技公司 100% 股权，交易对价为 11.00 亿港元，以现金或股份方式支付（现金部分不多于总对价的 20%，股份价格不多于 1.8 港元）。三只小熊科技公司主要业务为根据移动互联网技术及区块链技术销售及开发手机应用程序及软件产品。公开资料显示，三只小熊科技公司创始团队主要来自腾讯，团队曾研发推出多款爆款棋牌类游戏，如《欢乐斗地主》、《欢乐麻将》等。凭借产品组合及大量注册会员，三只小熊科技公司将业务转变为以区块链技术为基础的平台，对于不同移动 APP 的功能皆具有一定兼容性。公司认为区块链的特性让其能够解决传统金融服务中的缺陷如中心平台垄断、过程不透明、信息不对称等，依托三只小熊的专业技术以及相关经验，公司希望探索区块链技术在金融服务业务方面的应用，打造包括虚拟资产交易、托管、支付及结算等各项金融中介业务在内的完整的生态系统。公告显示，三只小熊科技公司 2017 年实现收入 1.09 亿人民币，同比增长 5.06 倍，净利润达到 7000 万人民币，同比大增 11.07 倍；公司此次收购估值约为 13.20 倍。

收购加密货币开采公司 Diginex

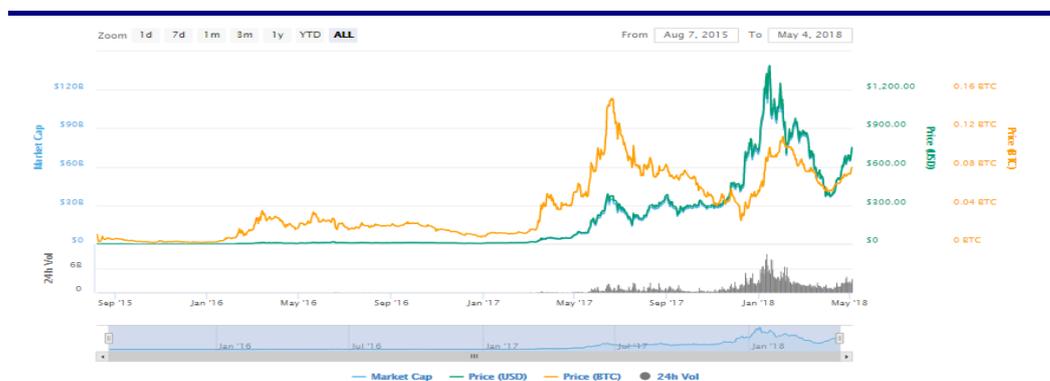
2018年4月26日，公司宣布收购加密货币开采公司 Diginex 51%的股权，交易对价为6000万美元（1000万为现金，剩余5000万通过增发股份方式支付，每股价格为1.84港元）。现阶段 Diginex 在亚洲及欧洲拥有在管的2.2兆瓦数据中心，主要使用高性能GPU（图形处理单元）采矿机开采以太币。作为两种主流的开采货币方式之一，GPU采矿机较ASIC采矿机虽然效率上有一定劣势，但相对寿命更长，在开采币种的可选择性上也更高，因此公司可以根据市场需求选择开采不同的币种。随着市场对于虚拟货币的兴趣持续增长，对采矿设施的需求将不断增加。由于在欧洲开采的成本较低、可再生能源的来源也更加丰富，Diginex 计划将在欧洲的数据中心增加更多兆瓦，最高可达到150兆瓦。公告显示，Diginex 截止2018年3月31日止年度净亏损约为124.83万港元。

图表 3: 总市值排名前十的虚拟货币

#	Name	Market Cap	Price	Volume (24h)	Circulating Supply	Change (24h)	Price Graph (7d)
1	Bitcoin	\$160,479,817,380	\$9,432.70	\$8,804,700,000	17,013,137 BTC	3.17%	
2	Ethereum	\$74,717,032,292	\$753.15	\$3,604,060,000	99,206,308 ETH	10.73%	
3	Ripple	\$34,396,579,834	\$0.878498	\$604,890,000	39,153,851,043 XRP	3.17%	
4	Bitcoin Cash	\$25,929,532,930	\$1,515.67	\$1,203,590,000	17,107,638 BCH	4.07%	
5	EOS	\$14,787,050,460	\$17.75	\$2,011,170,000	832,904,338 EOS	-4.97%	
6	Cardano	\$9,754,463,967	\$0.376227	\$291,872,000	25,927,070,538 ADA	1.31%	
7	Litecoin	\$9,142,335,711	\$162.20	\$544,113,000	56,364,238 LTC	8.88%	
8	Stellar	\$8,134,241,795	\$0.437986	\$69,478,600	18,571,921,923 XLM	-0.17%	
9	IOTA	\$7,179,637,902	\$2.58	\$342,606,000	2,779,530,283 MIOTA	20.81%	
10	NEO	\$5,751,265,000	\$88.48	\$190,194,000	65,000,000 NEO	5.74%	

资料来源: CoinMarketCap

图表 4: 以太币价格止跌回升



资料来源: CoinMarketCap

港股市场区块链技术及虚拟货币第一标的

在完成了上述三项收购事项后，公司在区块链尤其是虚拟货币产业链条上的布局已初步完善：由下游的交易所延伸到上游的货币开采。目前公司与此相关的商业模式包括提供虚拟货币交易服务，赚取交易平台服务收入；利用衍生产品如期货等方式锁定开采虚拟货币的未来现金流，以及通过出租采矿能力收取稳定租金及管理费等；另外，公司认为 HPC（High Performance Computing）较挖矿的利润率要高出3-4倍，HPC业务在公司利润中的占比会不断提升。随着区块链行业的快速发展和公司在相关产业的领先布局，相信区块链及虚拟货币相关的业务在公司收入结构中的占比将日益扩大，我们认为先发优势和人才储备将是公司经营的重要壁垒。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视作出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2018 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)