

钱路丰

分析师 SAC 执业编号: S1130517060003
qianlufeng@gjzq.com.cn

潘宁河

联系人
panninghe@gjzq.com.cn

蒲梦洁

联系人
pumengjie@gjzq.com.cn

区块链技术再成焦点，规模化场景依然有待验证

事件

- 迅雷(XNET)、中网载线(CNET)、柯达(Kodak)等公司纷纷宣布布局区块链技术，相关公司股价均在事件公告后出现大幅上涨。区块链再次回归资本市场焦点。

评论

- **作为数字货币的区块链产品面临监管风险：**区块链(BlockChain)是去中心化和去信任的方式通过多方参与维护的一个可靠数据库技术方案，是一种全民参与的竞争性记账方式。作为一种数字货币，比特币是历史上第一个基于区块链的应用，实现了安全、隐私、不依赖中央银行或金融机构的虚拟货币。尽管比特币价格在波动中大幅上涨，但如果只是单纯作为传统货币的替代形式，以数字货币为代表的区块链技术产品势必面临更加严厉的监管。中国监管层已采取叫停 ICO、关闭比特币交易平台等严厉措施。
- **不只是数字货币，区块链技术正在渗入更多创新领域。**随着区块链技术的不断发展，其应用已从 1.0 版本的数字货币，进入了 2.0 版本的各领域“区块链+”应用场景。在最近一年内，各大互联网公司均通过自身的业务场景优势，推进各自的“区块链+”应用。这其中包括阿里推出的“区块链+存证应用”、京东推出的“区块链+防伪应用”、小米推出的“区块链+数字营销应用”等。
- **通过区块链技术助力自身原有业务，是当前落地最快的模式。**我们认为，当前大多数区块链应用技术都处于初期实验阶段，很难在较短的时间内产生盈利。但是，不少公司借助区块链技术，和自身的用户会员体系相结合，从而助力原有业务加入新的增长点，这是我们较为看好的落地最快的模式。例如：奇虎 360 公司推出 360 共享云计划，鼓励用户积极分享网络带宽闲置资源；柯达公司与媒体组织 WENN Digital 合作，利用区块链为摄影师创建一个加密的所有权数字账簿。这些应用本身没有参与虚拟货币的交易，但一定程度上提升了用户参与原有增值业务的意愿。

投资建议

- 区块链技术尚处于初期萌芽阶段，暂没有较为明确的盈利模式出现。对于单纯以数字货币的投机炒作为基础的区块链布局公司，我们建议谨慎对待。而对于有真实场景支撑，其区块链技术布局能直接利好原有业务发展的公司，我们建议保持积极关注，如恒生电子(600570.SH)、浙大网新(600791.SH)、赢时胜(300377.SZ)等。

风险提示

- **(1) 区块链技术推进不达预期。**区块链技术作为新生事物，尚未经历大规模交易、大容量存储、恶意攻击等极端技术条件测试，有技术上出现发展瓶颈的风险；**(2) 相关监管严厉程度超于预期。**数字货币作为当前最基本的区块链技术载体，其炒作行为正面临更为严厉的监管。其交易流动性的下降将直接影响区块链技术的认可度。**(3) 区块链技术被新技术淘汰。**作为实现去中心化目的的手段，区块链技术只是当前一种较优的选择。未来有可能出现新的技术进步淘汰区块链技术。

一、作为数字货币的区块链产品面临监管风险

区块链早期应用的主要形式是数字货币

- **去中心化是区块链技术的设计初衷。**区块链(BlockChain)是以去中心化和去信任的方式通过多方参与维护的一个可靠数据库技术方案，是一种全民参与的竞争性记账方式。比特币是历史上第一个基于区块链的应用，实现了安全、隐秘、不依赖中央银行或金融机构的虚拟货币。比特币不再像传统交易系统需要一个中央簿记人，它是很多区块组成的一个链接(a chain of blocks)，每个区块可比拟为一本实体账簿，且每个区块有多个备份存储在多个服务器上。
- **比特币价格在波动中大幅上涨。**2017年，比特币成了市场上最受欢迎的投机产品之一。其价格从2017年年初的970美元上涨到了2017年12月的近2万美元。这中间经历了5次跌幅至少达30%的抛售潮，去年12月的一次大幅抛售使其价格下跌45%，之后才在12月29日回升至14292美元，年涨幅为1375%。

单纯的数字货币投机炒作面临监管风险

- **区块链项目首次发行代币(ICO, initial coin offerings)被明确定义为非法集资。**2017年9月4日，央行等七部委联手重拳出击，将ICO明确定义为“涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动”。当天发布的《关于防范代币发行融资风险的公告》，制定了ICO监管的六条原则，要求各类代币发行融资活动应当立即停止，已完成代币发行融资的组织和个人应当做出清退等安排。
- **虚拟货币交易所被强制关闭。**2017年9月9日，监管当局决定关闭中国境内虚拟货币的交易所，涉及“币行”、“火币网”和“比特币中国”等为代表的虚拟货币与法币之间的交易所。从监管层的角度来看，目前中国境内不允许有所谓虚拟货币和法币之间的交易平台。
- **如果只是单纯作为传统货币的替代形式，以数字货币为代表的区块链技术产品势必面临更加严厉的监管。**

二、不只是数字货币，区块链技术正在渗入更多创新领域

- 随着区块链技术的不断发展，其应用已从1.0版本的数字货币，进入了2.0版本各领域“区块链+”应用场景。在最近一年内，各大互联网公司均通过自身的业务场景优势，推进各自的“区块链+”应用。
 - **区块链+存证。**2016年10月，阿里与微软、小蚁、法大大等合作开发“法链”，推出基于阿里云平台的邮箱存证产品。该产品上线后，用户即可将重要邮件的特征数据(含哈希值)同步保存至权威的第三方机构；一旦产生纠纷，用户可以自行下载邮件全文，在发送至司法鉴定机构对原始邮件特征数据与之前存证数据进行比对后，即可生成相应的出证鉴定报告。
 - **区块链+防伪。**2017年6月，京东集团宣布成立“京东品质溯源防伪联盟”，与农业部、国家质检总局、工信部等部门，运用区块链技术搭建“京东区块链防伪追溯平台”。平台将逐步通过联盟链的方式，实现线上线下零售的商品追溯与防伪，保护品牌和消费者的权益。据京东介绍，未来，用户在京购买生鲜食品后，通过京东App找到订单，点击“一键溯源”或直接扫描一下产品上的溯源码，就可以查询信息。
 - **区块链+数字营销。**2017年4月，小米在国内首次提出了“探索区块链的解决方案，倡议行业共建安全透明的营销生态”的主张。总体可以归纳为，在保护用户隐私和数据安全的情况下，实现营销数据协作，最大化数据效率和数据价值。其产物就是小米营销数据链，包含了两大产品——OnBoarding 全量数据匹配以及共建Panel。OnBoarding通过撮合小米的DMP(数据管理平台)与品牌主的CRM(客户关系管理系统)，进行两者的数据协作，在保护用户隐私的前提下改变数据孤岛的现象；共建Panel实现的则是多方对指定TA(目标受众)数据的验证，从而通过数据联动完善消费者画像。

三、通过区块链技术助力自身原有业务，是当前落地最快的模式

- 我们认为，当前大多数区块链应用技术都处于初期实验阶段，很难在较短的时间内产生盈利。但是，不少公司借助区块链技术，和自身的用户会员体系相结合，从而助力原有业务加入新的增长点，这是我们较为看好的落地最快的模式。例如：
 - 奇虎360公司推出360共享云计划：用户通过360共享云产品分享闲置的带宽资源、计算资源、存储空间，提供给有需要的人。建立360云钻激励体系，根据用户贡献的带宽流量和存储大小进行相应奖励，鼓励用户积极参与共享计划，分享闲置资源。其激励体系是基于区块链技术的去中心化计算底层系统，具备安全、稳定、信息不可篡改性，保证数据真实可靠。
 - 柯达公司于2018年1月宣布，它正与媒体组织WENN Digital合作，利用区块链为摄影师创建一个加密的所有权数字账簿。互联网使得摄影师很难控制自己的图像权利，许多人的传统收入来源，比如收费图片库，自

20 世纪 90 年代以来不断萎缩。因此，柯达和 WENN 计划利用区块链技术在图像与其创作者之间建立更强有力的联系。

这两家公司的应用，本身没有参与虚拟货币的交易，但一定程度上提升了用户参与原有增值业务的意愿。可以预见，未来将会有更多的公司，借力区块链技术，在一定方向上做大做强其原有业务。

四、A 股上市公司在区块链的布局

- **恒生电子(600570.SH)**: 公司于 2016 年以 400 万美元投资智能合约公司 Symbiont。Symbiont 是用于发行和交易区块链智能证券的平台，专注于私募股权市场和企业债券市场。目前已有几项应用落地，包括安联保险重灾掉期保险系统、与 Vanguard 合作将区块链用于 ABS 的发行和交易等。
- **浙大网新(600791.SH)**: 公司于 2016 年参与趣链科技 1750 万元 Pre-A 轮融资。趣链科技是一家以区块链底层技术研发为方向的企业，即将自己研发的区块链产品提供给金融机构，让金融机构可以打造基于区块链技术的产品或服务。
- **赢时胜(300377.SZ)**: 2017 年 8 月，公司联合光大银行、泰达宏利基金、英大基金等合作研发的国内首个基于区块链技术的泛资管阳光链正式上线。参与各方从 2016 年即开始多方布局，组建团队，发挥各自资源优势，力促上述泛资管阳光链成功上线。该泛资管阳光链，不仅实现了管理人和托管人信息共享，还可实时可审计、可监督以及可监管，解决了泛资管行业的痛点。

五、投资建议

- 区块链技术尚处于初期萌芽阶段，暂没有较为明确的盈利模式出现。对于单纯以数字货币的投机炒作为基础的区块链布局公司，我们建议谨慎对待。而对于有真实场景支撑，其区块链技术布局能直接利好原有业务发展的公司，我们建议保持积极关注，如恒生电子(600570.SH)、浙大网新(600791.SH)、赢时胜(300377.SZ)等。

风险提示

- **区块链技术推进不达预期**。区块链技术作为新生事物，尚未经历大规模交易、大容量存储、恶意攻击等极端技术条件测试，有技术上出现发展瓶颈的风险；
- **相关监管严厉程度超于预期**。数字货币作为当前最基本的区块链技术载体，其炒作行为正面临更为严厉的监管。其交易流动性的下降将直接影响区块链技术的认可度。
- **区块链技术被新技术淘汰**。作为实现去中心化目的的手段，区块链技术只是当前一种较优的选择。未来有可能出现新的技术进步淘汰区块链技术。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH