

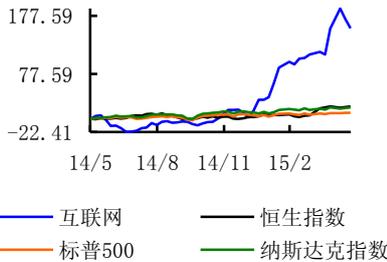
互联网

中国创联教育 (2371.HK)

2015年05月27日

一年该行业与恒生指数、标普500、纳指走势比较

海外市场专题



## 乘风互联网职业教育，龙头启航

### ●总书记大力推动教育信息化

2015年5月23日总书记发贺信祝贺国际教育信息大会，说明中央政府对教育信息化重视程度之高。习近平强调因应信息技术的发展，推动教育变革和创新，构建网络化、数字化、个性化、终身化的教育体系。

### ●垄断资源与网络双轮驱动的在线教育平台

《公务员法》规定每个公务员每年必须培训满12天。《全国专业技术人员继续教育规定》规定每年不少于15天或5年不少于3个月培训。公司现状有五大国家级互联网教育平台，每个平台背后都有国家级的管理部门作为合作方，创联教育和这些合作方共同办学。公司和中华人民共和国人力资源和社会保障部联合成立的“中国国家人事人才培训网”已覆盖10个省，16个地市，6个国家部委，2014年度付费参训学员超过350万。潜在用户是全国720万公务员、5540万与业技术人员，从用户角度看还有17.8倍成长空间。

### ●从互联网教育平台到生态系统

公司的生态系统主要由用户、云平台、内容和增值四个方面构成：

用户层面：公司拥有720万公务员与5540万专业技术高级技能人员构成的基础用户；云平台层面：公司在线下、PC端与移动端都搭建了教学培训平台；内容层面：内容的充实将进一步带动用户量的增长与用户粘性的增强，而更大的用户量与更强的用户粘性将进一步吸引第三方内容提供商入驻公司平台。增值服务：PC端学习平台与移动端应用“创联融学 APPs”中搭建拓展应用服务（如：社交应用、招聘与猎头、新闻门户、P2P网贷等），有效输出流量，从而进一步增强用户互动与用户粘性，能通过更多的方式实现流量变现。

### ●借助融学 APP 打造移动云平台，增值服务大幅提升 ARPU

公司“按需交易平台+合作伙伴”的模式创造了流量入口，一是公司凭借自身优势大力拓展覆盖省份；二是与合作伙伴的对接。创联教育未来会进一步拓展到职业英语培训、司法考试培训、执业医师等。当这些增值服务品类拓展后，直接提升的是公司的 ARPU 值。新东方职称英语在线课程收费上千元，司法考试收费 3880 元。相对于现在 20-30 元/人/年的按需培训收费，用户的 ARPU 值有巨大的提升空间。

### ●投资建议：3 年营收、利润 5-10 倍的爆发潜力

我们认为，公司具有在国内职业教育的独特性与稀缺性，以及纯粹线上教育的规模扩张性，正将处在一个待爆发的前夜，且后端增值服务的空间巨大，目前市值尚处在 26 亿港币，我们这比较 A 股的几百亿市值的教育标的具有明显的投资价值。

且公司在 2015 年 5 月份首次发售全员期权 2 亿股，行权价格 0.41 元，彰显对未来主营业务的信心，我们首次覆盖，给予买入评级，6 个月合理估值 1 元。

### ●风险提示

短期人才引入、期权激励或带来的管理费用的提升；

#### 相关研究报告：

《新焦点-00360.HK-联手众安保险进军互联网车险》——2015-05-22  
 《航美传媒 (AMCN)：转型意愿强烈，WIFI 布局愈发清晰》——2015-05-20  
 《汽车之家季报点评：营收超预期，移动用户增长迅速》——2015-05-14  
 《数字媒体专题研究：凤凰新媒体，“一点”新机遇》——2015-04-29  
 《新焦点-00360.HK-调研报告：新焦点——以后服务连锁品牌打造车联网风口》——2015-04-23

#### 证券分析师：王学恒

电话：010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030002

#### 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

---

在业务快速扩张过程中带来的管理压力的挑战;

## 内容目录

<b>在线职业教育：市场高速增长且参与者主动性极强</b>	<b>5</b>
职业教育行业稳步发展，职业培训占尽商机	5
每年进入的就业市场的高校本专科毕业人数依然在增长中	6
市场对拥有职业技能的专科生需求量较高	6
当前在校专科生中信息、制造、财贸、农牧、医疗专业人数居多	6
参与职业资格认证考试专业人员数量不断提升	6
职业教育之未来：终生职业教育	10
<b>总书记大力推动教育信息化</b>	<b>10</b>
总书记发贺信祝贺国际教育信息化大会开幕	10
副总理倡议利用信息技术深度融合共享教育资源	11
以公需教育推动未来教育变革	11
<b>创联教育：垄断资源与网络双轮驱动的在线教育平台</b>	<b>12</b>
最大的党政、事业单位人员、专业技术人员的在线教育培训服务商	12
拥有法律支持和资源垄断绝对优势	12
依托人社部等国家级管理部门	13
用户数量还有 17.8 倍成长空间	14
借助融学 APP 获取流量转型互联网教育平台	15
联手线下培训机构打造 O2O 闭环	17
扩充增值服务品类提升用户 ARPU 值	17
收费只有同行的 10%，适应国家反腐倡廉的政策导向	18
有助于国家反腐倡廉	19
<b>未来布局展望：流量、平台、增值服务与 O2O</b>	<b>20</b>
互联网教育云平台正在成型	20
大力推动与资源方、内容方的合作扩大平台规模	21
从互联网教育平台到生态系统	21
3 年营收、利润 5-10 倍的爆发力	22
<b>投资建议</b>	<b>23</b>
<b>风险提示</b>	<b>24</b>
<b>国信证券投资评级</b>	<b>25</b>
<b>分析师承诺</b>	<b>25</b>
<b>风险提示</b>	<b>25</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b>	<b>26</b>

## 图表目录

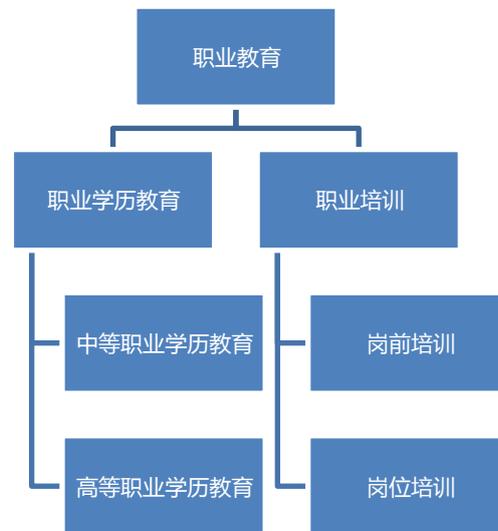
图 1: 职业教育分类 .....	5
图 2: 高校毕业生数量 (万人) .....	6
图 3: 普通高等教育本专科招生人数 (万人) .....	6
图 4: 中等职业教育学校 (机构) 2013 年招生人数分行业 (万人) .....	6
图 5: 中等职业教育学校 (机构) 2013 年在校生人数分行业 (万人) .....	6
图 6: 会计专业职称认证考试报名情况 .....	7
图 7: 注会考试流程 .....	8
图 8: 注会考试报名人数 .....	8
图 9: 中注协现有会员数量 .....	8
图 10: 全国执业医师存量数据 .....	9
图 11: 全国全职教师数量 .....	9
图 12: 中国人口老龄化趋势明显 .....	10
图 13: 创联教育发展历程 .....	12
图 14: 在线培训的法律依据、政策支持及许可 .....	13
图 15: 创联教育股权架构 .....	13
图 16: 五大国家级互联网平台形成创联核心线上培训业务 .....	14
图 17: 目标客户渗透率 .....	15
图 18: 创联融学 B2C 业务 .....	15
图 19: 融学移动端界面 .....	16
图 20: 从外部流量到创联教育移动平台的流量转变 .....	17
图 21: 融学移动端界面 .....	17
图 22: 融学移动端界面 .....	17
图 23: 新东方职业教育在线课程收费标准 .....	18
图 24: 新东方职业教育在线课程收费标准 .....	18
图 25: 学尔森一级建造师班型设置与学费 .....	18
图 26: 继续教育培训市场主要参与者 .....	19
图 27: 创联教育未来模式展望 .....	20
图 28: 创联未来的互联网教育 + 生态 .....	22
表 1: 注册建筑师现有存量 .....	8

## 在线职业教育：市场高速增长且参与者主动性极强

### 职业教育行业稳步发展，职业培训占尽商机

我国当前的职业教育体系中包括两部分，一部分是职业学历教育，一个是职业培训。职业学历教育通常指的就是中等职业学历教育和高等职业学历教育。职业培训也包括两类，一个是岗前培训，一个是岗位培训。岗前培训就是从事某种职业之前需要提前进行培训再上岗的；岗位培训就是工作中对技能的提高。在当前的职业教育商业领域，岗前培训一般以促进就业为导向，岗位培训则以个人技能提升、升职加薪等为主要目标。

图 1：职业教育分类



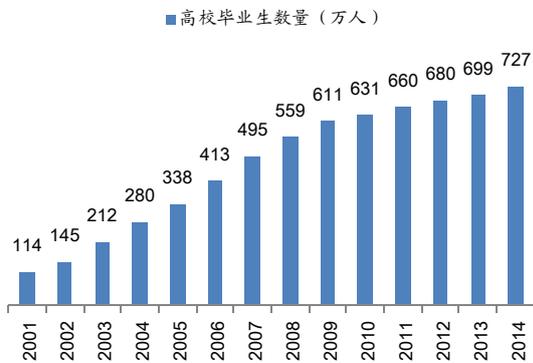
资料来源：国信证券经济研究所整理

职业教育行业主要的需求有两个：获取职业岗位所需的基本资格或技能以实现就业，随着行业进步以及个人职业生涯发展，提升个人专业技能。当前职业教育行业的商业模式，多基于第一种需求，提供专业技能培训、专业资格认证教育等业务。同时行业的发展方向为，职业教育企业更多的职业产业链的上下游：学校及就业单位渗透，与学校紧密合作提供更多的实业操作教育课程，与就业市场及用人单位紧密结合调整培训课程内容、招生数量，以求实现订单式的培训的目标。

### 每年进入的就业市场的高校本专科毕业生人数依然在增长中

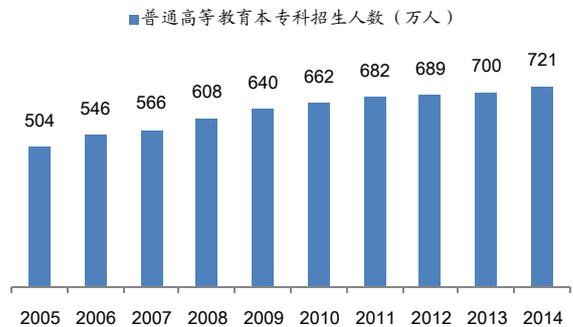
高校毕业生是职业培训中岗前培训的主要目标用户群体。近年来不断提升的高校毕业生，为职业培训行业带来源源不断的新用户。

图 2: 高校毕业生数量 (万人)



资料来源: 中国教育在线, 国信证券经济研究所整理

图 3: 普通高等教育本专科招生人数 (万人)



资料来源: 中国教育在线, 国信证券经济研究所整理

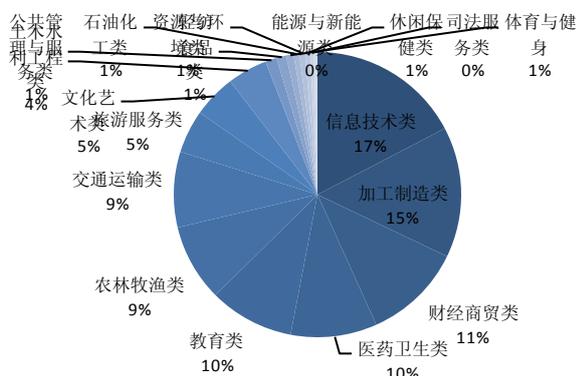
### 市场对拥有职业技能的专科生需求量较高

在人数增长的同时, 根据《2014 中国教育发展报告》中披露的近年高校毕业生的首次就业率维持在 70%左右, 而专科就业高于本科就业水平。据北京大学教育经济研究所 2013 年 6 月对 21 个省份 30 所高校的问卷调查 (回收有效问卷 15060 份), 高校毕业生毕业时初次就业率为 71.9%。从学历层次比较来看, 初次就业率呈现两头高中间低的特点, 其中专科生为 79.7%, 本科生为 67.4%, 硕士生与博士生均为 86.2%; 从学校类型来看, 高职高专院校初次就业率最高, 为 78.1%, 其次是“211”(包括“985”)重点大学, 为 75.5%, 普通本科院校排第三, 为 75.4%, 独立学院和民办高校最低, 为 44.3%。

### 当前在校专科生中信息、制造、财贸、农牧、医疗专业人数居多

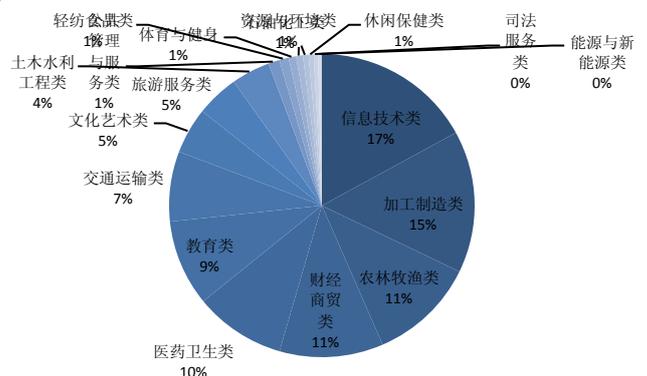
在当前在校的专科省中, 信息技术类、加工制造类、农林牧渔类、财经商贸类、医药卫生类等专业的学生在招生及毕业人数上占有明显优势。

图 4: 中等职业教育学校 (机构) 2013 年招生人数分行业 (万人)



资料来源: 中国教育在线, 国信证券经济研究所整理

图 5: 中等职业教育学校 (机构) 2013 年在校生人数分行业 (万人)



资料来源: 中国教育在线, 国信证券经济研究所整理

而对于这些职业的职业资格认证、专业技能培训, 属于商业职业培训教育领域竞争的重中之重。

### 参与职业资格认证考试专业人员数量不断提升

职业培训的主要业务是面向职称评审、职业资格认证考试的教辅培训。

职称考试培训是职业培训的主要业务基础。在我国，所有的机关事业单位都需要职称，退休工资与职称也是挂钩的。职称也称专业技术资格，是专业技术人员学术、技术水平的标志，代表着一个人的学识水平和工作实绩，表明劳动者具有从事某一职业所必备的学识和技能的证明，同时也是对自身专业素质的一个被社会广泛接受、认可的评价。对个人来说，职称与工资福利挂钩，同时也与职务升迁挂钩，是求职的敲门砖，同时也是聘任专业技术职务的依据。对资质企业来说，职称是企业开业，资质等级评定、资质升级、资质年审的必须条件。职称获取的方为评审或考试，这两种不同的方式获取的职称没有差异。

执业资格认证通常为一个行业的最高资格认证，执业资格是政府对某些责任较大、社会通用性强、关系公共利益的专业工作实行的准入控制，是专业技术人员依法独立开业或独立从事某种专业技术工作学识、技术和能力的必备标准。它通过考试方法取得。考试由国家定期举行，实行全国统一大纲、统一命题、统一组织、统一时间。

职业资格是对从事某一职业所必备的学识、技术和能力的基本要求。职业资格包括从业资格和执业资格。从业资格是指从事某一专业（工种）学识、技术和能力的起点标准；执业资格是政府对某些责任较大，社会通用性强，关系公共利益的专业实行准入控制，是依法独立开业或从事某一特定专业学识、技术和能力的必备标准。执业资格实行注册登记制度。

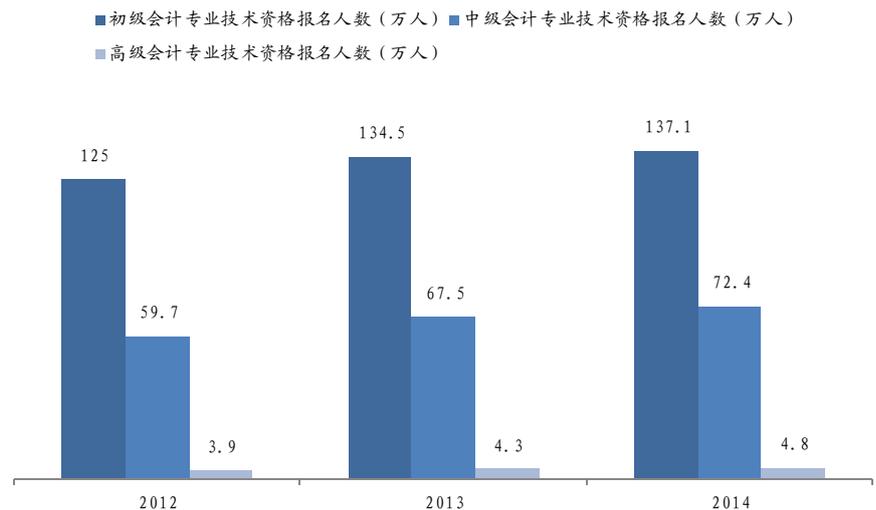
以会计、建筑、医疗这三大行业为例，近年来参与职业资格认证的人数在不断攀升，然而较低的通过率使得报考人数与通过人数未成比例增长。

### 会计执业考试

由财政部主管的财会领域内执业考试主要包括：1、注册会计师；2、注册资产评估师；3、注册资产评估师（珠宝）。

会计行业是职业教育需求量增长较为稳定且从业人数供应也较为稳定的行业，近年来会计行业各层次从业人员参与培训的数量都呈现稳定上升态势。

图 6：会计专业职称认证考试报名情况



资料来源：中注协，国信证券经济研究所整理

而作为会计专业最顶级的注册会计师近年收到职业人士及在校学生的追捧，近年报名人数超过 60 万人。

注会考试流程如下：

图 7: 注会考试流程

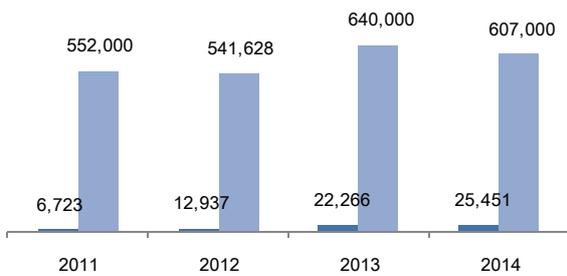


资料来源: 高顿财经, 国信证券经济研究所整理

通过考试后, 学院可根据自身从业及资历情况, 向中注协提出申请选择成为执业会员或者非执业会员。

图 8: 注会考试报名人数

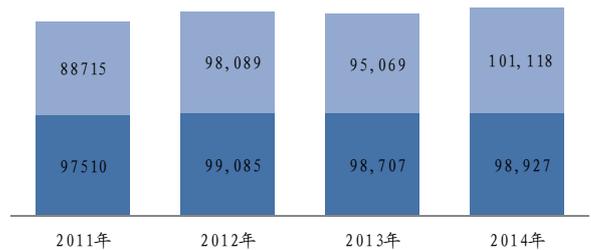
■ 报名人数-综合阶段 (单位: 人) ■ 报名人数-专业阶段 (单位: 人)



资料来源: 中注协, 国信证券经济研究所整理

图 9: 中注协现有会员数量

■ 全国注册会计师 (单位: 人) ■ 非执业会员 (单位: 人)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

### 建筑执业考试

由住建部分管的建筑领域内执业认证考试主要包括: 注册建造师、注册造价师、注册监理师以及其他建筑领域相关职业资格。

2014 年注册建造师报名人数根据我们测算, 一级建造师考试报名人数约 75 万, 二级建造师考试报名人数约 556 万。

表 1: 注册建筑师现有存量

	年份	初次注册	变更注册
一级建造师	2013	363315	217819
	2014	382346	233406
二级建造师	2014	1395114	160597

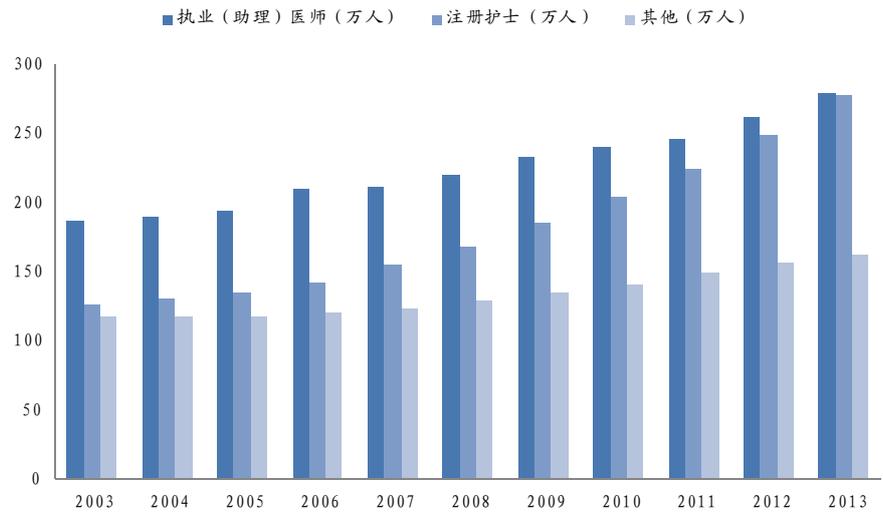
资料来源: 住建部, 国信证券经济研究所整理

### 医疗执业考试

由卫生部主管的医疗领域的执业认证考试主要包括: 1、执业(助理)医师; 2、执业药师; 3、执业护士; 4、注册营养师

从国家卫生计生委的注册数据来看, 近年来执业医师及注册护士人数都有较快增长。我们反向推测, 参与这两项考试的学员人数也会有大幅度的提升。而中国现在依然面临执业医师不足的现状, 因此我们预测未来执业医师考试的人数仍将进一步提升。

图 10: 全国执业医师存量数据



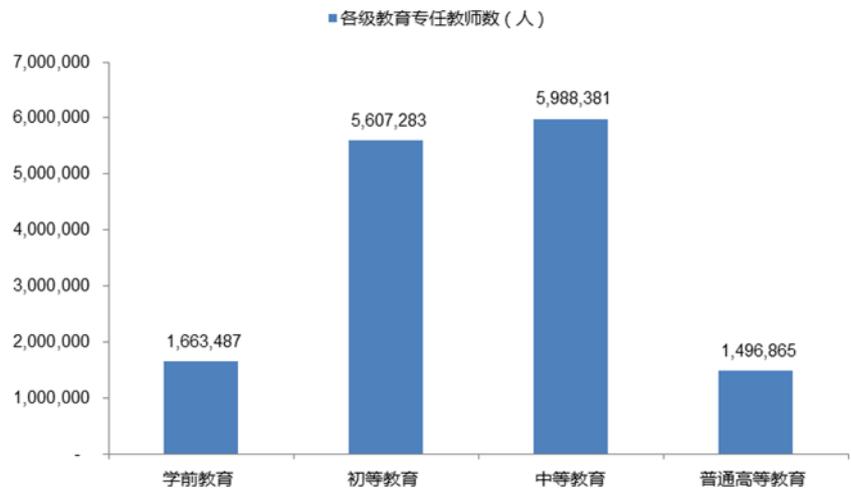
资料来源: 国家卫生计生委, 国信证券经济研究所整理

### 教师资格考试

教师资格是国家对专门从事教育教学工作人员的基本要求, 是公民获得教师职位、从事教师工作的前提条件。教师资格制度是国家实行的教师职业许可制度。《中华人民共和国教育法》和《教师法》明确规定, 凡在各级各类学校和其他教育机构中从事教育教学工作的教师, 必须具备相应教师资格, 没有相应教师资格的人员不能聘为教师。教师资格法定凭证为《教师资格认定申请表》和教师资格证书, 在全国范围内适用。

教师资格证是教育行业从业人员教师的许可证, 2015年1月1日起教师资格考试将不再区分师范生和非师范生, 一律参加全国统考。截至2014年12月15日, 全国共有全职教师1475万人, 其中学前教育166万人、初等教育56万人、中等教育59.8万人、普通高等教育14.9万人。

图 11: 全国全职教师数量



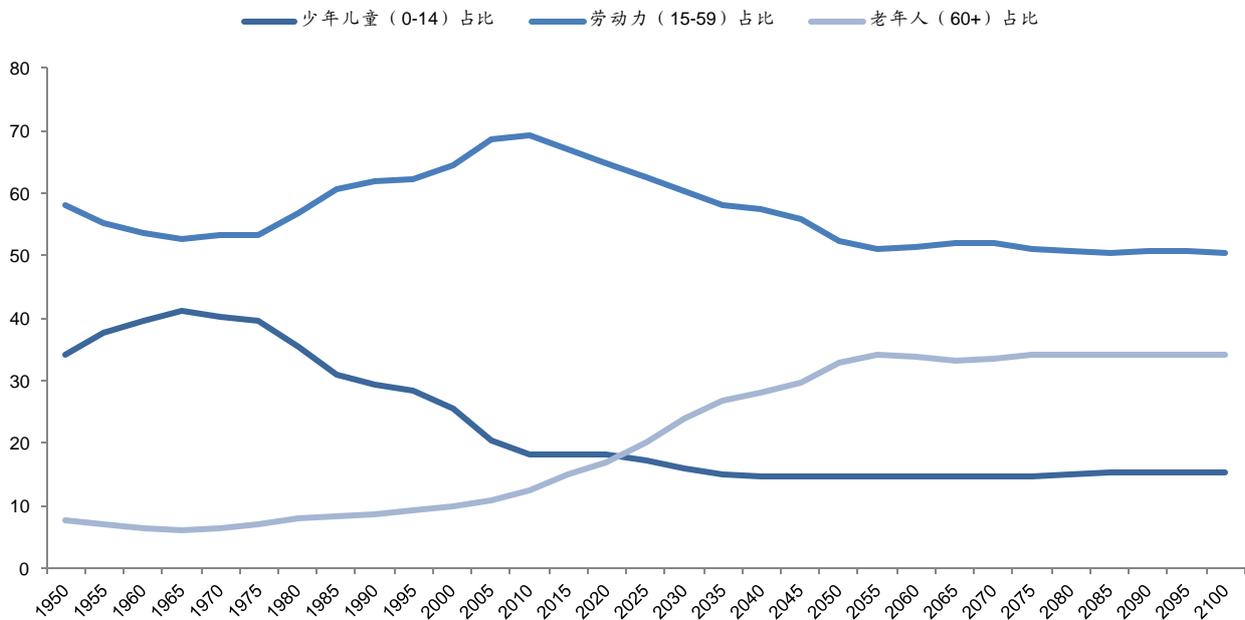
资料来源: 教育部, 国信证券经济研究所整理

## 职业教育之未来：终生职业教育

### 人口老龄化带来适龄劳动力的减少

适龄劳动力呈逐年减少趋势。主要原因是由于出生率下降、人均寿命延长等原因造成，老龄人口的不断提升带来社会中适龄劳动力比例的降低。

图 12：中国人口老龄化趋势明显



资料来源：国信证券研究所整理

### 利用老龄化劳动力及进行终生职业教育是行业发展的方向

工作年限的延长将成老龄化社会劳动力供应不足的主要解决方式，由此才能带来总的劳动力生产成本下降。我国实行性别、职业差异的退休年龄制，与那些预期寿命与我国同水准的国家相比，我国的退休年龄普遍较低。由此带来两种结果：一是退休人口大量隐性就业；二是退休时工龄越长养老待遇往往也就越优。后一现象也就意味着求学时间越长退休时比同龄人的养老金会更低，这既不公平也不合理。因此，实行在职的学习、岗位培训、弹性的退休年龄制度，能有效合理使用人力资源，鼓励和引导老年人从事教育传授、社会公益、社区服务和老年服务等活动。变隐性就业为显性就业，既不新增就业压力，又能客观反映我国从业人员结构及就业状况，实现提高劳动年龄人口就业率目标向提高总人口就业率目标的过渡。有利于完善劳动力市场，开拓新的就业渠道。

## 总书记大力推动教育信息化

### 总书记发贺信祝贺国际教育信息化大会开幕

总书记发贺信祝贺国际教育信息大会，说明中央政府对教育信息化重视程度之高。2015年5月23日，国际教育信息化大会在山东青岛开幕。国家主席习近平发来贺信，强调因应信息技术的发展，推动教育变革和创新，构建网络化、数字化、个性化、终身化的教育体系，建设“人人皆学、处处能学、时时可学”的学习型社会，培养大批创新人才，是人类共同面临的重大课题。

当今世界，科技进步日新月异，互联网、云计算、大数据等现代信息技术深刻改变

着人类的思维、生产、生活、学习方式，深刻展示了世界发展的前景。

中国坚持不懈推进教育信息化，努力以信息化为手段扩大优质教育资源覆盖面。我们将通过教育信息化，逐步缩小区域、城乡数字差距，大力促进教育公平，让亿万孩子同在蓝天下共享优质教育、通过知识改变命运。

习近平强调，人才决定未来，教育成就梦想。中国愿同世界各国一道，开拓更加广阔的国际交流合作平台，积极推动信息技术与教育融合创新发展，共同探索教育可持续发展之路，共同开创人类更加美好的未来。

### **副总理倡议利用信息技术深度融合共享教育资源**

另外，国务院副总理刘延东也在开幕式上倡议要更加重视教育信息化在突破时空限制、促进教育公平方面的作用和地位，加强信息技术与教育教学深度融合，促进优质数字教育资源开发和共建共享，推动不同文明交流互鉴。

### **以公需教育推动未来教育变革**

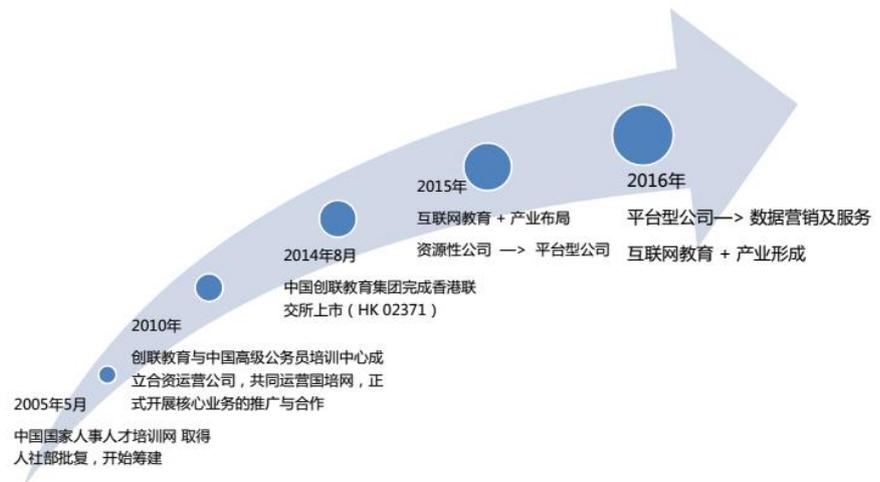
本次大会主题是“信息技术与未来教育变革”，从国家领导人对教育信息化的重视，我们认为国家已经把教育信息化也就是在线教育提高到了国家战略高度。由于历史原因，过去几十年，国家行政系统的人员接受的继续教育没有系统外的社会人员接受的充分。这也给行政系统的良好运行带来一定障碍，我们认为国家高层已经认识到行政系统继续教育的薄弱，往后会大力推动行政系统的继续教育。我们认为有两点理由：

- 一是提高行政系统人员的文化水平，提升各给行政、事业单位的个体办事效率；
- 二是还可以以行政系统的在线教育为榜样，推动非公需教育的融合和共享，让全国人民先从受教育开始享受公平。

## 创联教育：垄断资源与网络双轮驱动的在线教育平台 最大的党政、事业单位人员、专业技术人员的在线教育培训服务商

中国创联教育集团有限公司（2371.HK）成立于2005年，并取得了人力资源与社会保障部批复，筹备了中国国家人事人才培训网。随后经历多年，逐步建立起具有自主知识产权的互动式网络教育管理平台，将网络教育和云计算有效结合，为政府机构、事业单位、企业和个人用户提供线上教育与培训服务，是中国目前公务员培训和专业技术人员继续教育领域最大的互联网平台服务供应商，也是目前中国最大的线上教育综合服务供应商之一。

图 13：创联教育发展历程



资料来源：国信证券经济研究所整理

作为线上教育行业的领先企业，公司一贯秉持技术的自主创新和课程的卓越品质是核心竞争力的理念。公司采用先进的互联网技术和 SAAS 分享服务模式，倾力打造了“谦学”网路培训管理平台，将课程资源、学习管理、自主培训等结合起来形成完整的教育与培训体系，具备跨地域、跨行业、跨人群，可支援千万人级同时线上学习的网路承载能力；公司汇聚国内各领域的知名专家学者，共同设计制作累计高达 7500 学时的高水准视频课件，为学员提供更高品质的学习内容；公司并推出了手机移动课堂、24 小时 400 线上客服等多项满足学员需求的服务产品，全方位的为使用者提供学习服务。

公司目前通过中国国家人事人才培训网、国家专业技术人才知识更新工程、中国继续教育公共服务平台、全国电子商务应用从业人员在线学习网、全国职业经理人知识更新工程培训平台等，为不同领域、不同行业、不同阶层的人士提供公务员培训、专业技术人员继续教育、职业能力资格培训和考前培训等方面的在线教育服务，2014 年服务区域覆盖中国境内 9 个省、16 个地市，6 个国家部委等，培训规模超过 300 万人。

通过互联网服务提升中国职业教育的整体水准和品质是公司的使命；成为最受尊敬的互联网教育品牌是其远景目标。

### 拥有法律支持和资源垄断绝对优势

**国家强制性学习：**根据中国法律和相关规定要求，中国大陆公务员和与业技术人员每年必须保证参加一定时间的与继续教育相关的在线学习服务。

《中华人民共和国公务员法》规定每个公务员每年必须培训满 12 天。《全国专业技术人员继续教育暂行规定》专业技术人员每年不少于 15 天或 5 年不少于 3 个月培训。

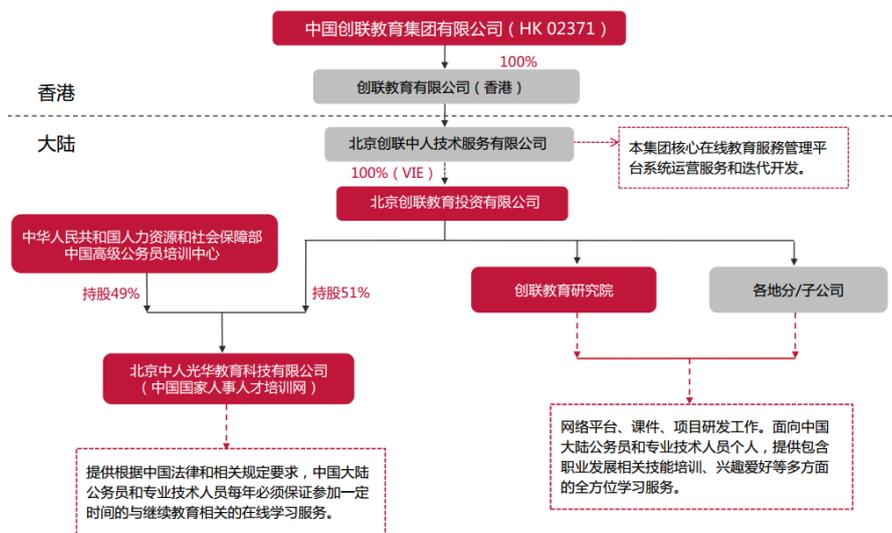
图 14：在线培训的法律依据、政策支持及许可



资料来源：国信证券经济研究所整理

**中国国家人事人才培训网独家垄断提供培训服务：**创联教育和中华人民共和国人力资源和社会保障部中国高级公务员培训中心联合成立的“中国国家人事人才培训网”。该网站具有相对的垄断优势。

图 15：创联教育股权架构



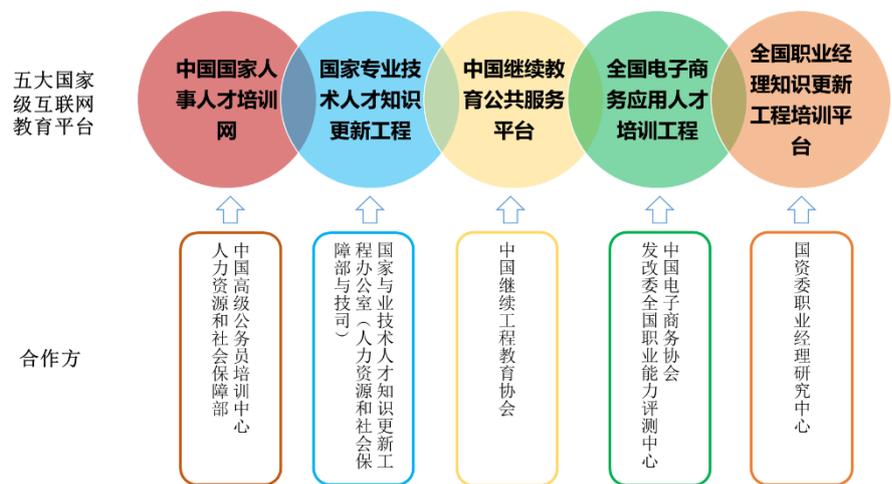
资料来源：国信证券经济研究所整理

依托人社部等国家级管理部门

创联教育现状有五大国家级互联网教育平台，每个平台依托国家级的管理部门作为合作方，创联教育和这些合作方共同办学，收益共享。合作方提供培训内容、制定培训要求、目标，创联教育提供培训渠道、帮助合作方完成培训用户的任务。平台背后有国家级管理部门的支持、共同的价值创造等，使得创联教育的业务开展顺利，随着业务顺利开展，行业进入壁垒逐步提高。

中国国家人事人才培训网（[www.chinanet.gov.cn](http://www.chinanet.gov.cn)，[www.chinahrt.com](http://www.chinahrt.com)）合作方是人力资源和社会保障部和中国高级公务员培训中心。网站已覆盖 10 个省，16 个地市，6 个国家部委，共 69 个专项培训平台，2014 年度付费参训学员超过 350 万。国家专业技术人员知识更新工程是由国家与业技术人员知识更新工程办公室（人力资源和社会保障部与技司）合作运营。中国继续教育公共服务平台是由中国继续教育教育协会合作运营。全国电子商务应用人才培养工程是由中国电子商务协会和发改委全国职业能力评测中心共同合作运营。全国职业经理知识更新工程培训平台是由国资委职业经理研究中心合作运营。

图 16: 五大国家级互联网平台形成创联核心线上培训业务

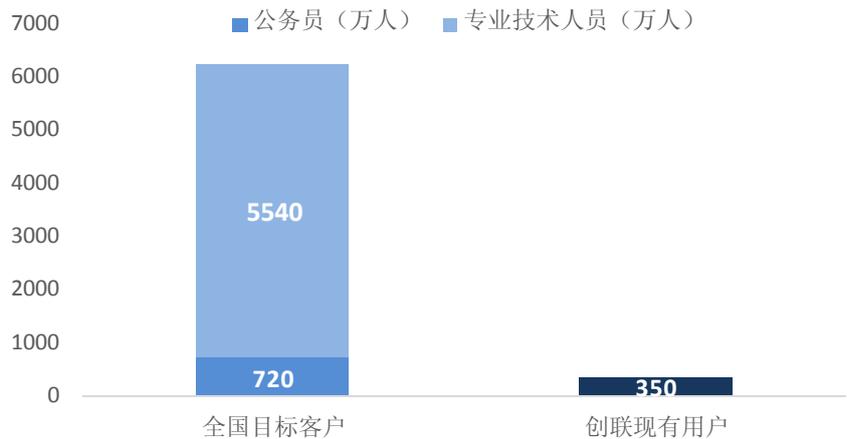


资料来源：国信证券经济研究所整理

### 用户数量还有 17.8 倍成长空间

创联教育现状有 350 万实名注册、在线学习的活跃用户。潜在用户是全国 720 万公务员、5540 万与业技术人员，为这些用户提供政府要求的公需课程在线培训。公司现在的用户数只占目标客户的 5.6%，还有 94.4% 的客户待开发。因为创联相对垄断了这些目标客户的公需在线培训，所以公司目前业务只是开始，还有巨大的开发潜力，从用户角度看还有 17.8 倍成长空间。

图 17: 目标客户渗透率



资料来源: 国信证券经济研究所整理

### 借助融学 APP 获取流量转型互联网教育平台

为了适应移动互联网的大潮, 公司开发了“融学”移动客户平台。目标是将未来的 PC 用户, 基本转化成 APP 用户, 同时通过丰富融学平台的资讯、内容、课件等, 提升用户的粘性。

以用户的角度, 由于政府规定的学习内容学时较长, 且培训过程中实时性互动环节较多, 例如每隔一段时间就要在线小测试。为此, 学员经常被绑定在电脑前面, 无法利用其碎片时间。融学的推出, 从 PC 端解放了学员, 上下班路上或者其他时间都可以用来完成规定的学习考核任务。

融学刚刚开始在天津市推广, 转化率就达到了 50% 以上, 目前已经有 20 万人下载安装, 因此未来, 我们可以期望, 公司的融学平台可以迅速牵引学员至移动端, 成为公司潜力最大、增速最快的新流量入口之一。

图 18: 创联融学 B2C 业务



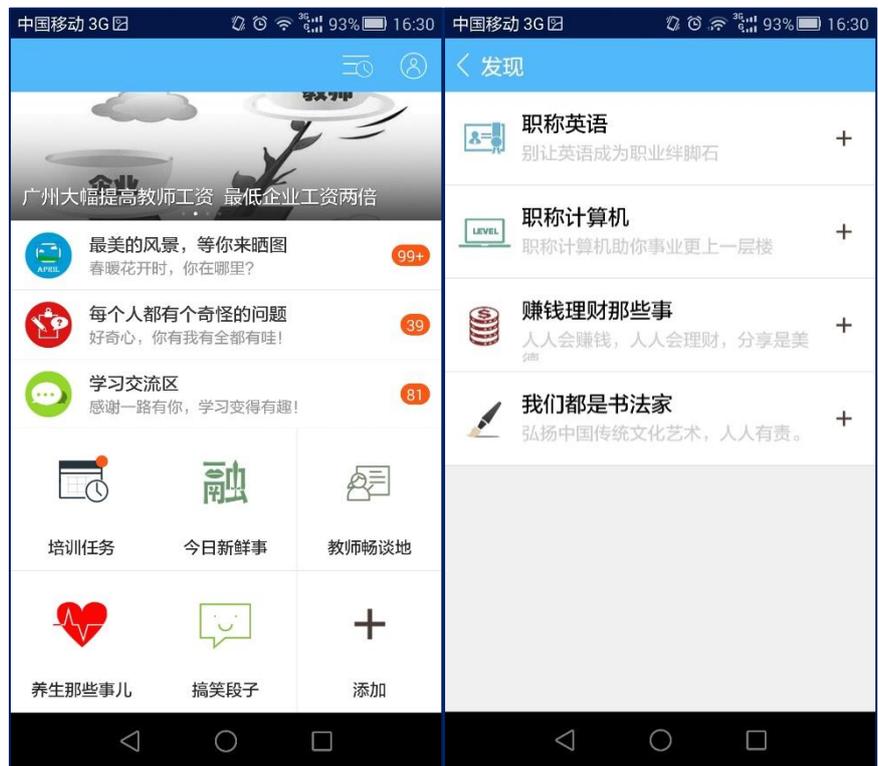
资料来源: 国信证券经济研究所整理

融学的品牌含义, 具体含义有如下三个层次:

- 融合政府资源与市场资源，以创联独特的与政府主管部门的良好合作关系，形成政府政策资源与社会化市场教育培训资源的有机整合，把政策导向与产品紧密融合，形成有行政壁垒的顺畅的融合式发展战略。
- 融合的各种经过市场考验的学习内容及产品，为广大职业人群提供一站式的学习培训服务。
- 融合的学习体验，为用户提供课件学习、直播、学习工具、多屏互动、讨论组、社交等融合式学习体验。

2014年11月，创联教育宣布，附属国培网与新华网（www.xinhuanet.com）签署框架合作协议，双方将为中国公务员及专业技术人员设计及开发网络培训课程进行合作。因此，未来可以期待的是，新华网的大量资讯内容以及课件内容，将不断的登陆融学，丰富其内容，同时融学的实名能力又可成为新华网大数据分析、人力资源竞争力指数构建分析的重要基础。因此，随着创联教育与新华网在战略合作展开，以及新华网可能今年在A股的登陆（A14599.SH，引用wind），都会为融学注入新的资源与活力。

图 19: 融学移动端界面



资料来源：国信证券经济研究所整理

融学的基本功能是移动端的培训入口，用户可以在碎片化时间中完成培训任务。融学作为一个 APP，还为用户提供行业内的新闻，例如为公务员、教师提供有关最近事业单位加薪消息，党政、事业单位的新鲜事等。因为培训内容，党政、事业单位的用户流量积聚在融学上，融学再提供增值服务转化这些客户流量，提升已有客户的 ARPU。

由于公司 2013 年底完成借壳，14 年主要努力在公需培训的省级拓展，我们认为今年是公司移动端布局全面开展的一年：

- 一是公司凭借自身优势在快速地跑马圈地，大力拓展覆盖省份，提升融学流量。

- 二是与合作伙伴的对接可以直接提升融学做的流量；

图 20: 从外部流量到创联教育移动平台的流量转变



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 21: 融学移动端界面



资料来源：融学，国信证券经济研究所整理

图 22: 融学移动端界面



资料来源：融学，国信证券经济研究所整理

### 联手线下培训机构打造 O2O 闭环

全国有众多规模大小各异的线下培训机构，每个线下培训机构承接当地全省的培训项目。此类线下培训机构在一定的区域范围内有资源优势，规模尚可，营业收入能达到数千万元级别，有的接近 1 亿元，净利润在 2000-4000 万元之间。

这些散布在全国的线下机构总体市场份额很大，但是业务局限在当地。创联教育与线下培训机构合作或者直接收购，将会起到“1+1 大于 2”的效果。创联教育为线下培训机构导流、提升品牌影响力；线下培训机构为创联教育提供培训内容、承接地面培训能力，并为创联教育贡献利润。

### 扩充增值服务品类提升用户 ARPU 值

创联教育现阶段的培训内容还集中于公需服务，人均 ARPU 不高，但未来可通过多种方式在这些人群上开发高附加值的增值服务。例如，进一步拓展到职业英语培训、计算机培训、司法考试培训、执业医师等。当这些增值服务品类拓展后，直接提升的是学员的 ARPU 值。

2014 年 12 月，公司与新东方签定策略性合作协议，就创联教育旗下国培网用户的英语培训业务展开合作。

2015 年 2 月，公司与学尔森国际教育集团签定战略合作协议。双方运用各自优势，强强合作，开展建筑建造师、会计师等专业领域的资格证书考前培训。

新东方、学尔森的各类培训课程收费远远超过创联教育的收费。我们以新东方职业教育在线课程收费为例，职业教育中的职称英语在线课程收费 1280 元，司法考试收费更多达到 3880 元。

相对于现在 20-30 元/人/年的公需培训收费, 用户的 ARPU 值有 100 倍左右的提升空间。而且对于公司而言, 销售新东方等合作伙伴的专业技术培训课程, 打造开放服务平台, 其收入约等于利润, 对公司的盈利能力贡献很大。

图 23: 新东方职业教育在线课程收费标准

职业教育 公务员 职称英语 职称日语 司法考试

职称英语首页 | 考试动态 | 备考辅导 | 综合类真题 | 理工类真题 | 卫生类真题



¥1280  
试听 12941次试听



¥1280  
试听 12805次试听

资料来源: 新东方网站, 国信证券经济研究所整理

图 24: 新东方职业教育在线课程收费标准

职业教育 公务员 职称英语 职称日语 司法考试

司法考试首页 | 报考信息 | 备考经验 | 卷一备考 | 卷二备考 | 卷三备考 | 卷四



¥3880  
试听 12558次试听



¥2880  
试听 12527次试听

资料来源: 新东方网站, 国信证券经济研究所整理

图 25: 学尔森一级建造师班型设置与学费

课程名称	七步通关班	60分万岁班	神冲题班	协议取证班 (含七步通关/60分万岁/神冲题)	教材	副院长包过班 (含七步通关/60分万岁/神冲题/刷题库/刷题/系统直播)	报名
建设工程经济	599	99	299	999	60	4999	报名
建设工程项目管理	599	99	299	999	65	4999	
建设工程法规及相关知识	599	99	299	999	65	4999	
专业工程管理与实务	599 - 单科	99 - 单科	299 - 单科	999 - 单科	65 - 单科	4999 - 单科	
	2299 - 全科	299 - 全科	1099 - 全科	3799 - 全科	290 - 全科	19996 - 全科	

资料来源: 国信证券经济研究所整理

### 收费只有同行的 10%, 适应国家反腐倡廉的政策导向

现阶段的面向国家公务员、事业单位员工的公需课培训, 有三个来源:

- 一是购买创联这样全国性的品牌培训服务。
- 二是地方政府购买当地小型培训公司的服务
- 三是地方政府自建小型学习平台和课程自主经营

从成本角度看, 相对于自建和购买当地小型培训机构服务, 政府和事业单位使用创联教育能够节省 90% 左右的成本。创联教育的对每个学员收费平均只有 20-30 元/年/人, 而地方性的小型培训机构, 因为没有规模效应和网络边际零成本优势, 价格难以下降, 平均能到 300 元/人/年。

**图 26: 继续教育培训市场主要参与者**

	公需课	专业课	知识更新工程、高级研修班
目标客户	5500万人	5500万人	5500万人
规定课时	30学时/人/年	60学时/人/年	培训100万人/年 (国家十年规划)
主管部门	人社部	人社部	人社部
实施部门	人社部 相关部委 地方人社厅局	人社部 相关部委 地方人社厅局 各行业协会	人社部 相关部委 地方人社厅局 各行业协会
行业状态	地方政府购买服务、自建小型学习平台和课程自主经营	奥鹏、正保教育、东奥、超星等	举办一些相关与业的线下培训班，班型多，碎片化布散
收入规模	十万~千万	百万~千万	万~百万

资料来源：国信证券经济研究所整理

### 有助于国家反腐倡廉

“培训腐败是”继 2013 年出现“会所腐败”之后，2014 年发生在政府部门各种培训中心内的腐败现象被中纪委重视。在 2014 年中央巡视组对北京市的反馈中，出现“一些培训中心成为不良作风的滋生地”的表述，培训中心内的腐败问题随即被舆论聚焦。2014 年 7 月，中央纪委监察部网站开设专题邀请网友“起底隐藏在培训中心里的享乐和奢靡”。包括培训暗藏桑拿美容，巨额费用公款买单，政企不分利益输送，发文办班借机敛财等等，数百网友列举吐槽发生在培训中心的腐败现象。2015 年 1 月 27 日，中纪委在其官方网站刊出《关于在干部教育培训中进一步加强学员管理的规定》，提醒参加学习培训的党员干部，以及干部教育培训管理部门和培训机构在干部教育培训中要注意的事项，展示了干部在学业、外出活动、用车、往来、关系等八方面的“禁令”，并将之细化成多条，形成 25 个“不”，为杜绝“培训腐败”划定了清晰的制度“红线”。

2014 年 6 月 9 日，人民网报道《深圳国税局坐拥海滨 16 栋别墅 四星标准可虚开发票》，6 月 10 日，深圳国税局回应坐拥 16 栋海滨别墅：用于干部培训。根据记者调查发现：“度假村主要用于干部教育培训，金水湾度假村按四星级酒店标准设置，占地面积 5.6 万平方米，总建筑面积 2.5 万平方米，拥有各类别墅 16 栋以及一栋集住宿、餐饮、康乐等综合性服务项目于一体的综合楼。山景双人房价格最低，为 660 元，海景房则从 700 多元到别墅 12800 元不等。金水湾度假村的生意特别的火爆，散客一般很难订到房，原因是‘接待系统内的领导，以及各种会议’”。

2015 年 5 月 9 日，《中国纪检监察报》报道培训腐败案例——“江苏丰县培训系统腐败窝案”。该腐败事件具体操作手段：现代安全培训中心与负责人社局就业处培训工作的人员采取多种手段伪造培训资料，搞虚假培训，或单独或共同疯狂套取国家培训补贴资金的线索。随着调查的深入，培训监管部门一些领导干部和工作人员

违纪违法的事实越来越清晰：一些培训机构以行贿手段从县人社局等培训监管部门获取培训名额并编制虚假培训资料，利用“黄牛”虚假招生，以数额不等的报酬诱导群众提供身份证、户口簿、涉农补贴一卡通。经过 80 多天的调查，该县纪委一举查获包括 5 名正科级干部、4 名副科级干部在内的 24 名培训系统“蛀虫”，共涉及 4 家监管部门。2014 年 8 月，两人被移送司法机关；22 人被给予党纪政纪处分；5 名培训机构负责人被追究刑事责任。挽回经济损失 1000 万余元，追缴涉案资金 500 万余元。

通过以上报道的培训腐败事件可以看出，现有的培训方式给不法分子留下腐败机会。要是改变传统的下线培训方式，将培训都转到线上，一定程度上能遏制培训腐败。

我们认为原因如下：

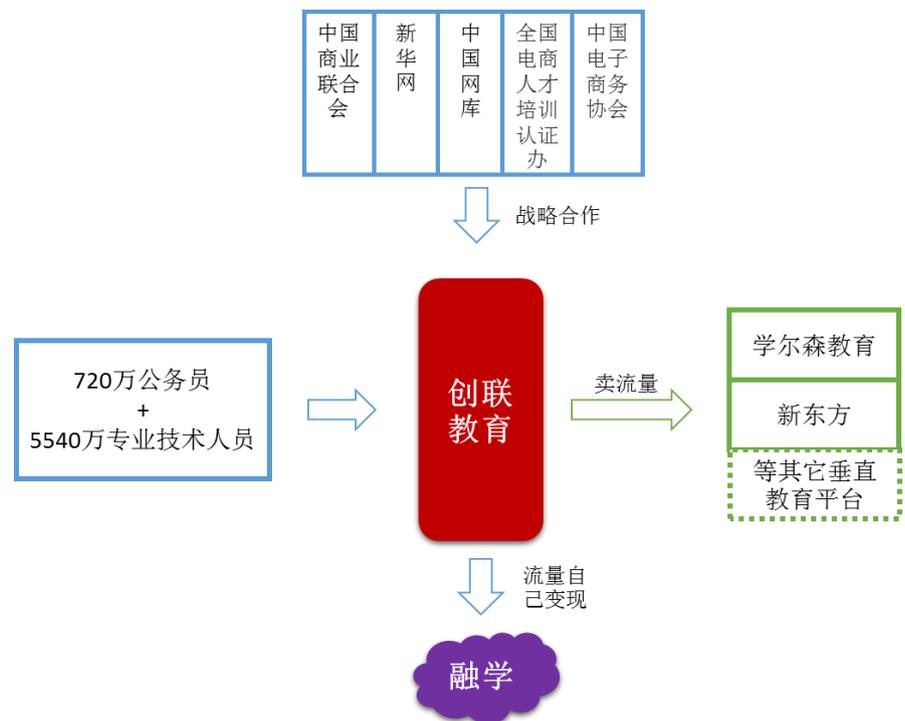
- 一是线上培训可以由中央或省级单位统一管控、收费；
- 一是线上培训成本低，边际成本也很低；
- 三是线上培训内容可以全国共享，传达速度快。

## 未来布局展望：流量、平台、增值服务与 O2O

### 互联网教育云平台正在成型

我们认为背靠党政、事业单位系统，拥有 6260 万潜在用户（720 万+5540 万），创联教育非常有潜力成为大型互联网教育平台，随着用户数增多，创联还可以与继续教育领域的垂直行业培训公司合作，也可以自己通过“融学”APP 直接做 B2C 的服务，例如提供行业内的新闻资讯等。

图 27：创联教育未来模式展望



资料来源：国信证券经济研究所整理

## 大力推动与资源方、内容方的合作扩大平台规模

从 2014 年至今，创联教育的互联网教育平台正在成型的发展过程中，公司还致力于推动基于平台的合作。例如与中国商业联合会、新华网、中国网库、全国电商人才培训认证办公室、中国电子商务协会等资源方合作，实现资源共享、业务融合等。公司还与学尔森、新东方等其他垂直教育内容提供机构合作，相互导流。

2014 年 11 月 4 日新华网董事长、总裁田舒斌与中国高级公务员培训中心主任余志捷分别代表新华网和国培网签订了战略合作协议。双方将依托中国国家人事人才培训网海量的学习培训资源和网络学习平台以及新华网大数据、移动化、个性化的在线教育业务平台，共建全国领先的职业能力提升培训平台，提升双方在中国在线教育事业中的影响力。

2014 年 12 月 9 日，北京创联教育投资有限公司（国培网）与北京新东方迅程网络科技有限公司在北京创联教育投资有限公司总部会议室签署《战略合作协议》。创联教育（国培网）与新东方将强强联合、优势互补，充分依托中国国家人事人才培训网的平台资源，以及新东方在线的教学内容和服务资源，共同为全国公务员、专业技术人员、企事业单位管理人员等参加培训和继续教育活动提供公平、公正、可持续的公共服务，使其更好适应岗位需要和职业发展而开展“国培网新东方线上培训项目”和“语言类培训”。从而以进一步满足公务员培训及专业人员的继续教育活动需求，提高业务工作能力，转变思路，进一步推进改革发展，增强国家自主创新能力。

2015 年 2 月 9 日，创联教育(国培网)与学尔森国际教育集团签定战略合作协议。双方运用各自优势、强强合作，开展建筑建造师、会计师等专业领域的资格证书考前培训。创联研究院院长贾忠杰教授与由中信集团控股的中信董事、学尔森教育集团董事、董事长代表罗得军先生代表合作双方签字。住建部原副部长、中国建筑协会会长姚兵总工程师、学尔森教育集团 CEO 邱四豪先生和有关方面领导和学尔森教育集团所属北京、天津校区 200 多教职员工见证了这一喜庆的日子。

2015 年 5 月 8 日，网库电商学院与创联教育和全国电商人才培训认证办公室合作，依托中国网库在全国各地建立的电商谷，为全国 3000 多万家中小实体企业，尤其是生产制造型企业提供电子商务应用人才培训服务，切实解决制约实体中小企业升级转型过程中的人才匮乏问题，致力于打造国内实体企业电商人才培训航母。预计未来两年内，网库电商学院，依托分布全国各地的 75 个电商基地，将为广大中小企业提供 15 万人次的电商应用人才培训，按每人每年平均推动 200 万元的 B2B 电商交易额计算，在未来两年内网库电商学院将为广大中小企业推动 3000 亿元的在线交易额。

## 从互联网教育平台到生态系统

公司的生态系统主要由用户、平台、内容和拓展四个方面构成：

**用户层面：**公司拥有 720 万公务员与 5540 万专业技术高级技能人员构成的基础用户，且用户粘度高，需要定期通过公司的平台进行培训与继续教育，由此能产生庞大的流量，在此基础上，公司还在进一步拓展新的用户群体。

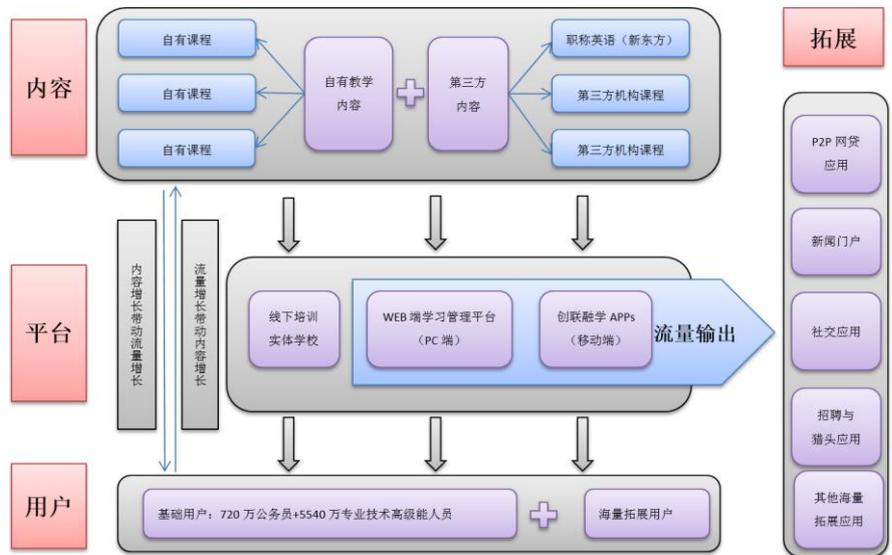
**平台层面：**公司在线下、PC 端与移动端都搭建了教学培训平台。线下有实体学校与线下培训；PC 端设有 Web 端学习管理平台；移动端有创联融学（APPs）。公司的教学培训平台服务提供国标认证与权威证书，具有很强的竞争优势。

**内容层面：**公司的教学培训内容来源有两个方面：一方面是公司自己开发的积累多年的公务员、事业单位与专业技术技能培训课程内容，此为为基础的核心内容。在此

基础上，公司积极引入第三方内容提供商（如引入新东方作为“职称英语”课程的内容提供商），扩充了大量的培训资源。教学培训内容的充实将进一步带动用户量的增长与用户粘性的增强，而更大的用户量与更强的用户粘性将进一步吸引第三方内容提供商入驻公司平台，从而带动生态系统良性循环。

**增值（拓展）层面：**生态系统的有效运转将带来巨大的流量，公司将有效利用这一资源，在 PC 端学习平台与移动端应用“融学 APPs”中搭建拓展应用服务（如：社交应用、招聘与猎头、新闻门户、P2P 网贷等等），有效输出流量，从而进一步增强用户互动与用户粘性，能通过更多的方式实现流量变现。

图 28: 创联未来的互联网教育 + 生态



资料来源：国信证券经济研究所整理

### 3 年营收、利润 5-10 倍的爆发力

1) 仅考虑现有刚需培训业务，我们预计到 2015 年底，公司收费用户达到 500 万人，营业收入 1.3-1.5 亿元。

就刚需教育而言，公司有两种发展思路，第一种是通过涨价略提升自身 ARPU 值至 30 元，如下表，公司可在 3 年内完成 4-5 亿元营业收入以及接近 1.5-2 亿元净利润。

表 2: 创联教育刚需服务业绩预测（高 ARPU 值模式）

	2014	2015	2016	2017
收费用户（万户）	350	500	1000	1500
ARPU	25	30	30	30
营业收入（万元）	7000	15000	30000	45000
净利润（万元）	2450	6000	12000	18000

资料来源：国信证券经济研究所整理

还有一种思路是互联网思维，刚需教育采用低 ARPU 模式快速抢夺市场。靠长尾经济获得更大的收益。

表 3: 创联教育公共服务业绩预测 (低 ARPU 值模式)

	2014	2015	2016	2017
收费用户 (万户)	350	500	1500	2500
ARPU	25	25	18	15
营业收入 (万元)	7000	12500	27000	37500
净利润 (万元)	2450	3000	8000	13000

资料来源: 国信证券经济研究所整理

我们认为, 基于“互联网+”的创新思维模式更能够快速整合市场份额, 迅速获得海量用户数据, 因此, 我们倾向认为, 公司在对市场做预判之后, 或许会选择低 ARPU 值模式迅速做大规模。

### 2) 增值业务/长尾业务的可观性

当公司拥有 2000 万用户以后, 假定新东方一个英语培训 1280 元的综合推广率为 2%, 公司分成 50%, 则产生的净收入为  $2000 \text{万} * 2% * 1280 * 50% = 25600$  万元, 扣除少量的费用, 将会直接成为净利润。

这里我们尚未考虑其他科目如计算机、其他服务如个人理财服务、其他需求如企业招聘寻求等产生的大量增值服务的机会。

### 3) 开启外延之路, 强化 O2O 能力

由于历史上公司上市时间较短, 长期低位徘徊, 并没有激活资本能力, 因此并未展开外延之路, 若再考虑有机会参股、控制某些地面培训机构, 倘若在 5-10 个省选择合适的落地企业, 将会为公司贡献 3-5 亿元收入, 1-2 亿元净利润。

随着互联网教育平台的形成, 与资源方和内容方的合作展开, 融学等增值服务的提升, 以及与下线培训机构的合作或收购打造的 O2O 闭环。公司的用户和 ARPU 将会显著提升, 再加上融学的增值服务、未来可能的省级地面培训机构的资本合作, 我们保守估计 3 年后公司营收、利润都有望是 2014 年的 5-10 倍。

因此, 我们在 2015 年主要的几个观察点:

- A) 用户是否能够快速上量, 至 500 万以上, 同时融学 APP 高速增长; 营收较大幅度增长;
- B) 在全国职业教育资源的部署上 (如歌华、新东方等), 是否不断形成高竞争壁垒;
- C) 是否吸引更多的互联网人才、技术团队加入公司;

## 投资建议

尽管公司若采用低 ARPU 值扩张方案 (先以市场份额而非利润为导向), 2015-2016 年可能的用户高速增长但盈利暂时无法到最好水平, 但我们认为, 公司具有在国内职业教育的独特性与稀缺性, 以及纯粹线上教育的规模扩张性, 正处处在一个待爆发的前夜, 且后端增值服务的空间巨大, 目前市值尚处在 26 亿港币, 我们这比较 A 股的几百亿市值的教育标的具有明显的投资价值。

且公司在 2015 年 5 月份首次发售全员期权 2 亿股, 行权价格 0.41 元, 彰显对未来主营业务的信心, 我们首次覆盖, 给予买入评级, 6 个月合理估值 1 元。

## 风险提示

短期人才引入、期权激励或带来的管理费用的提升；

在业务快速扩张过程中带来的管理压力的挑战；

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

## 风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174				
李智能	0755-22940456				
<b>固定收益</b>		<b>纺织/日化零售</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
邓周宇	0755-82133263	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164		
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
梁铮	010-88005381	成尚汶	010-88005315	黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>		<b>银行</b>	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	李关政	010-88005326
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备/新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	邱波	0755-82133390
		苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
<b>金融工程</b>		<b>轻工造纸</b>			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
李忠谦	010-88005325				
邹璐	0755-82130833-701418				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lpei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				