



2011.01.04

纺织服装：非周期、防御与进攻

——对话行业研究员系列之五

**王成**

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

S0880209110653

本报告导读：

与行业研究员对话纺织服装行业，提炼其周期特征和投资逻辑。

摘要：

- **关于《对话行业研究员》系列报告：**我们希望通过本系列报告，采用对话的形式，站在策略角度，和行业研究员进行深入交流，挖掘行业运行本质特征，建立行业及公司的投资策略基本框架和投资逻辑。我们希望国泰君安行业研究与投资策略小组通过《对话》与您共同求索行业投资真规则。本期我们关注——纺织服装行业。
- **行业介绍：**关于纺织业的内涵，可以从狭义和广义两个层次进行理解。狭义的纺织业是指天然纤维或化学纤维加工而成各种纱、丝、绳、织物机器色染织品的工业。按原料性质的不同，可分为棉纺织工业、毛纺织工业、丝纺织工业、麻纺织工业、化学纤维工业等。按生产工艺的不同，可分为纺纱工业、织布工业，针织工业、非织造工印染工业等。广义的纺织业，除包括狭义的纺织业的内容外，还包括服装工业。
- **纺织服装板块的性质研究：**从股价表现来看，消费者信心指数的提升并不能为纺织服装带来明显超越大盘的收益。然而论绝对走势来看，消费者信心指数与当期纺织服装还是有一定的同步性的，背后的原因就是消费者信心指数反映了经济景气指标，因此可以影响大盘走势，进而纺织服装板块也有所表现。但是并不能作为纺织服装板块获得超额收益的领先指标。
- **纺织服装这十年：**虽然纺织行业的业绩和股价相关，且有一定的领先性，但由于业绩本身的滞后性导致“择时”变得非常困难。因此 06 年之前，政策预期对股价影响很大（人民币升值，加息等等）。而 06 年之后，随着出口的下降，劳动力成本上升后，消费升级，国内消费才是主要方向。
- **选股策略：**坚定看好国内的品牌服装消费的发展前景，快速的城市化进程以及中西部地区的高速发展将成为服装消费增长的重要推动力，未来十年国内的服装消费将迎来黄金增长期。A 股市场现有的品牌服装及家纺企业均将从行业的高成长中显著受益。就 11 年来看，品牌渠道企业将受益于通胀迎来收入与利润的加速增长。给予品牌服装及家纺行业增持评级，重点推荐定位于三四线市场，市场空间大、成长迅速的搜于特。

纺织服装行业研究员：

张威

010-59312817

zhangwei@gtjas.com

策略研究员：

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

江亚琴

021-38674622

jiangyaqin008083@gtjas.com

相关报告

《策略快评——风格分化的分化》

2010.10.20

《策略快评——一年的策略总结和感悟》

2010.10.18

《策略快评——反弹已临近尾声》

2010.08.12

《策略快评——市场走势超出预期，下半年周期股的较大反弹出现》

2010.07.21

《触底、复苏和繁荣的经济回升趋势》

2010.05.11

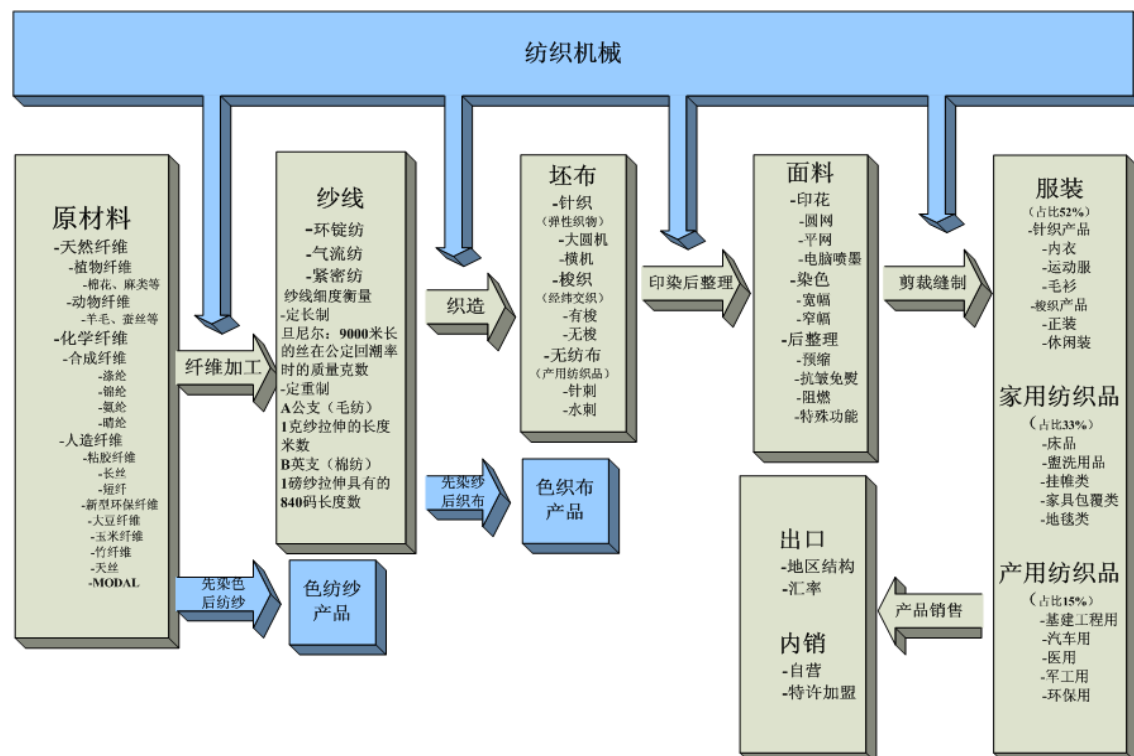
1. 纺织行业的基本介绍

1.1. 纺织行业的内涵及发展阶段

关于纺织业的内涵，可以从狭义和广义两个层次进行理解。狭义的纺织业是指天然纤维或化学纤维加工而成各种纱、丝、绳、织物机器色染织品的工业。按原料性质的不同，可分为棉纺织工业、毛纺织工业、丝纺织工业、麻纺织工业、化学纤维工业等。按生产工艺的不同，可分为纺纱工业、织布工业，针织工业、非织造工印染工业等。广义的纺织业，除包括狭义的纺织业的内容外，还包括服装工业。我们习惯上所说的纺织服装业是指广义的纺织业。

纺织业是我国传统的行业，曾在我国工业化进程中起到先导作用，英国的工业革命从纺织业发端，日本的产业发展和经济进步也是以纺织业为先导。但正如我们的宏观分析师杨建龙博士所讲，我国已结束了由纺织等轻工业带动经济的阶段转而进入住行消费先导时期。纺织行业作为一个夕阳行业和小市值板块，逐渐被部分投资者忽视。这样是有失偏颇的，现代纺织业早已突破传统的范畴，伴随着机电一体化、化学纤维的应用、信息化等科学技术的发展，现代纺织产品正广泛应用于工业、农业、军事、医药、建筑和航天等领域。例如在美国，仅有 28% 的纤维货运量用于生产服装，而 72% 用于基础产品、家用和产业用纺织。可以说，服用纺织品、家用纺织品与产业用纺织品共同构成纺织业的三大类支柱产品。而我国目前服用类纺织品仍站半数以上，近年来家用纺织品和产业用纺织品的发展迅速，构成纺织行业中的新增长点。

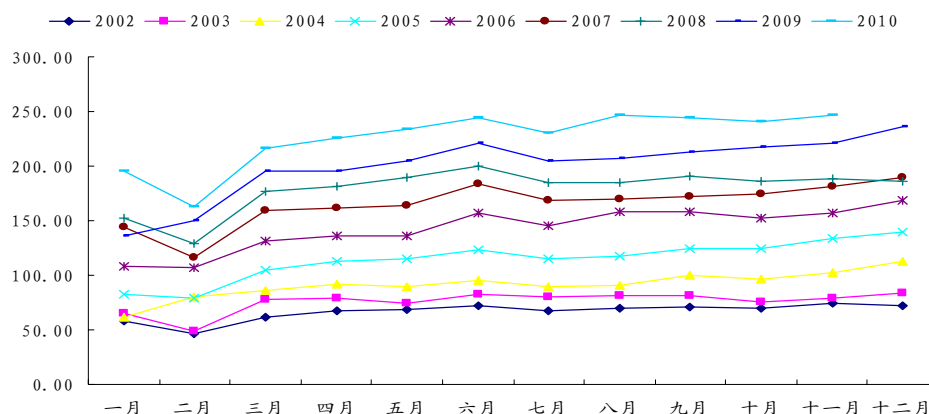
1.2. 纺织服装产业链



数据来源：国泰君安证券销售交易部

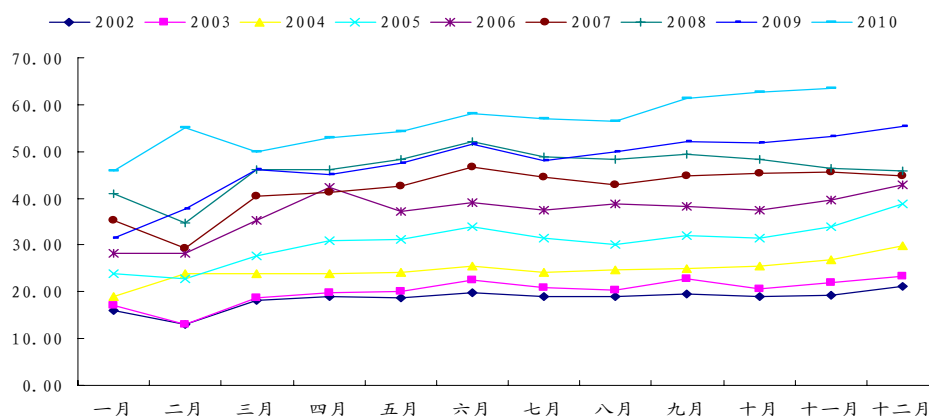
1.3. 四季度是纺织服装行业的旺季

图 1: 从 02-10 年的纱产量数据来看, 基本是呈逐月上涨的趋势的。万吨



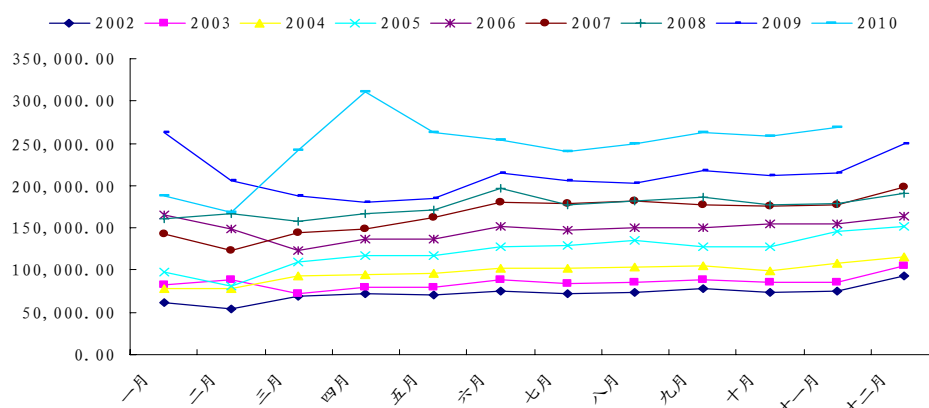
数据来源: 国泰君安证券销售交易部

图 2: 从 02 年-10 年的数据来看, 布的产量也表现出产量逐月增加的特征。亿米



数据来源: 国泰君安证券销售交易部

图 3: 服装产量也具有四季度是旺季的特征。万件



数据来源: 国泰君安证券销售交易部

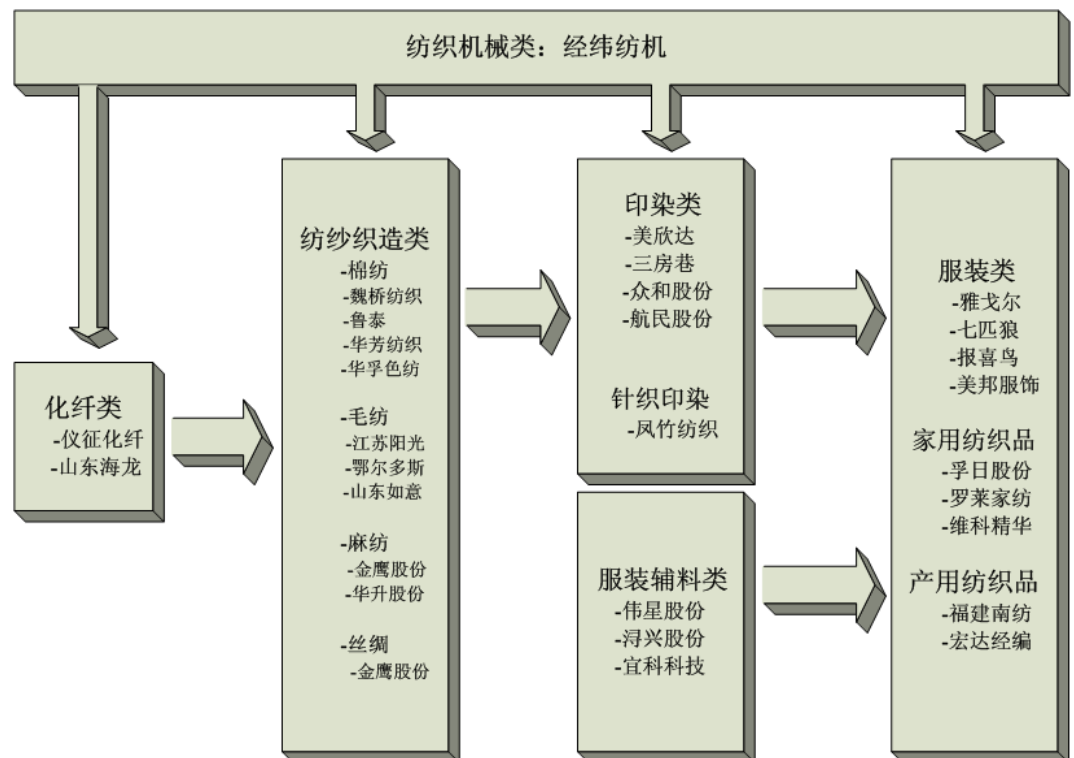
表: 各国纺织工人工资情况, 2008 年已呈现工资收入快速增长 美元/小时/人

	2002 年	2008 年	增减幅度
日本	22.76	30.81	35.37%
意大利	15.60	22.31	43.01%
台湾地区	7.15	7.89	10.35%

韩国	5.73	6.31	10.12%
墨西哥	2.30	2.17	-5.65%
土耳其	2.13	4.27	100.47%
中国沿海	0.69	1.88	172.46%
印度	0.57	0.85	49.12%
中国内陆	0.41	1.44	251.22%
巴基斯坦	0.34	0.56	64.71%
越南	-	0.57	-

数据来源：纺织工业协会、国泰君安证券

1.4. 相关上市公司

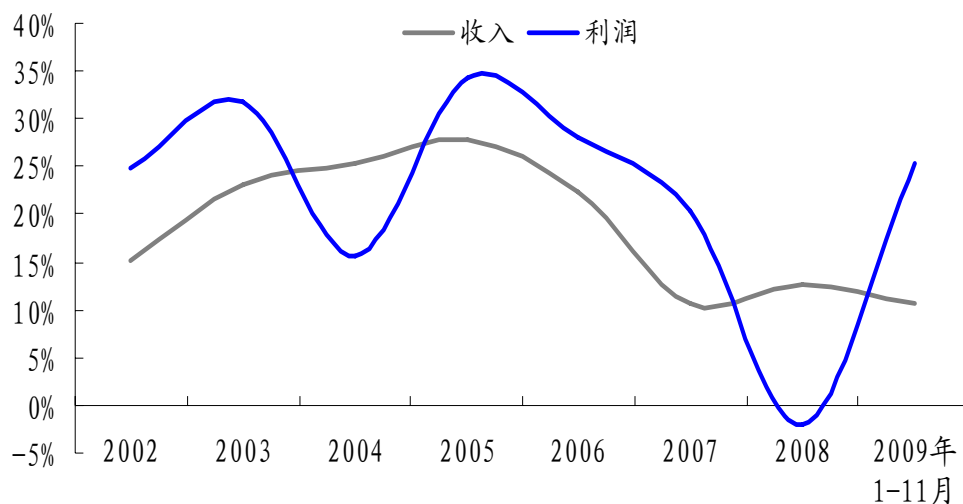


数据来源：国泰君安证券销售交易部

2. 纺织服装板块的性质研究

策略：不同于我们之前讨论的强周期板块化纤、水泥和钢铁，纺织行业是我们第一个讨论的消费类行业。本着从业绩入手一贯思路，我们观察了从02年到去年前11个月的纺织服装行业的营业利润增速，发现其仍然呈现了两轮明显的周期，分别是02年到04年，04年到08年。这是否意味着我们依然可以从周期的角度来把握纺织服装行业的投资策略呢？

图 4：纺织服装行业的营业利润



数据来源：国泰君安证券销售交易部

行业：纺织行业是一个产业链很长的行业，从上游的棉花种植，化纤生产到纺纱、织布、印染、后整理到成衣制造，子行业之间是上下游的关系。跟钢铁，有色等不同。上游的周期性很强，特别是化纤行业，而越向下游，周期性表现的越弱。因为上面这幅图包括了全行业的统计数据，而且更早的数据也无从获得，因此很难讲有什么明显的周期性。

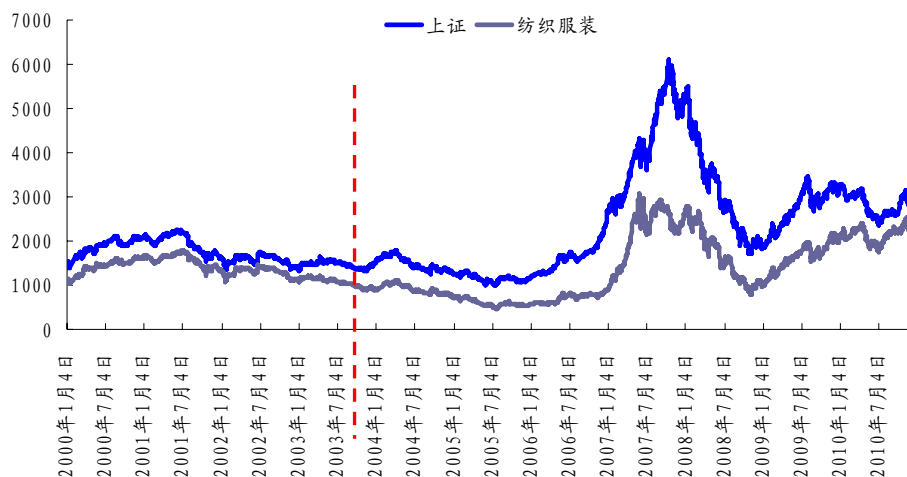
策略：但是，我认为纺织行业没有明显的周期性并不意味着该板块是一个防御类板块，例如，和大盘走势对比图上看，医药作为防御性行业与大盘走势明显负相关，而纺织服装行业却与大盘走势有明显正相关性，只是03年之前纺织服装板块略微跑赢大盘，而03年之后则较显著跑输大盘。所以我们认为纺织服装行业是一个非周期且非防御的特殊板块。

图 5：医药作为防御性行业与大盘走势明显负相关



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 6：99 年至今纺织服装行业和大盘走势比较——正向，且同步



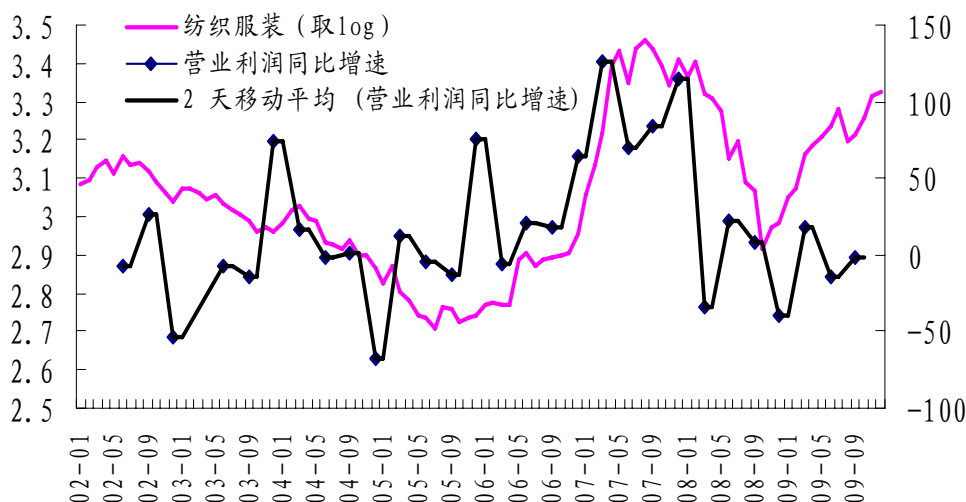
数据来源：国泰君安证券销售交易部

3. 纺织服装板块股价是否有预判指标？

策略：关于纺织服装行业并不具有周期性的判定，使得我们通过寻找领先指标把握行业周期进而预判股价走势变得似乎没有意义。但没有周期性不代表没有波动，只要有波动就有背后的驱动力，尤其纺织服装板块也不是一个防御性板块，因此我对寻找驱动纺织服装板块股价波动的因素仍然非常感兴趣。首先我的问题就是，业绩，是否可以解释股价的波动？在做水泥行业对话的时候，我发现，行业研究员致力研究预测的业绩，其实有时和股价波动相关性不是那么强，那么纺织行业是否也存在这个问题呢？

行业：从纺织服装板块的上市公司营业利润增速和板块指数走势来看，05 年以后，营业利润增速和板块走势有较高正向相关性，且盈利增速略微领先纺织服装板块的走势。背后的原因是盈利高点带来的估值提升。

图 7：05 年后纺织服装板块营业利润同比增速可以较好的解释板块股价走势



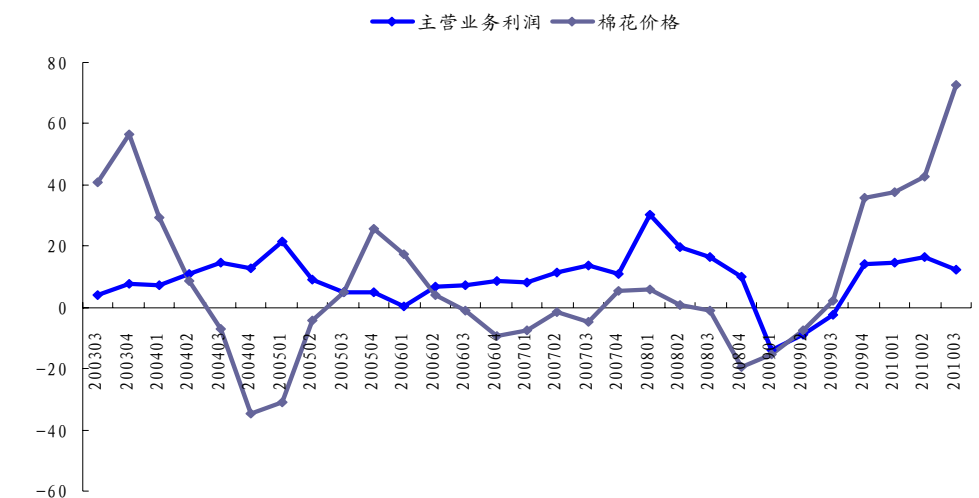
数据来源：国泰君安证券销售交易部

策略：既然 05 年以后业绩可以解释股价，那么驱动纺织服装行业业绩的因素又有哪些呢？从上文纺织服装行业的营业利润和营业收入，我注意到，营业利润波动很大，而营业收入相对稳定，除了 05 年-07 年之间有明显下降，甚至在 08 年行业

利润负增长的时候，营业收入只是有小幅波动。这是不是说明纺织行业利润变动的驱动力和影响因素主要来自成本端的变动呢？

行业：可以这么说吧，所以我觉得找业绩的先行指标，棉花价格是个不错的选择。一般生产型企业的棉花库存都在 3 个月左右。但目前国内的企业还很少在期货市场上购买棉花，做套期保值的也比较少。大企业一般会提前储备棉花，但价格是在市场价格基础上双方商定的，小企业一般购买现货。当然这并不意味着需求端就完全不应该考虑。纺织服装的下游分内销和出口，内销的话，欧美以及国内消费者信心指数。出口数据。

图 8：棉花价格（国内 328 棉）和纺织服装板块的营业利润同比增速，在棉花价格涨、跌幅突破一定区间时，两者之间的负相关极其明显



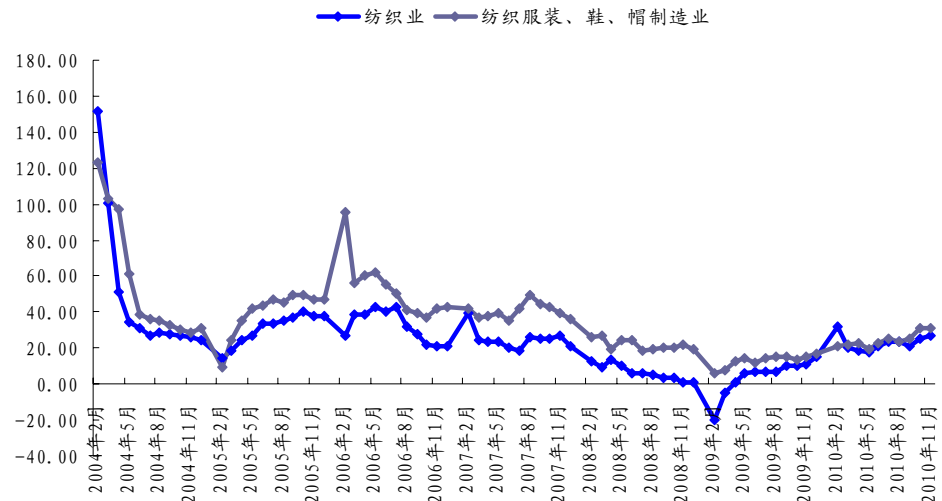
数据来源：国泰君安证券销售交易部

策略：来自供给端的其他变量，如固定资产投资增速和产能情况对行业盈利的影响呢？

行业：产能过剩的问题对于行业来说是一直存在的。纺织行业因投入少进入门槛低又能大量吸纳就业一些地方政纷纷扶持其发展加之入世后外商看好该行业的国际比较优势导致社会资本迅速向该行业集中。但 05 和 06 年之后，纺织服装行业的固定资产投资增速就明显慢下来，从 09 年开始一直在不到 20% 的增速徘徊。同时从新增产能的数据来看，棉纺锭的新增产能的增速从 06 年开始速度明显放慢，08 年甚至还出现了下降。因此，目前产能过剩的焦点更多的应该是一种结构性的，即低端产能过剩严重，而中高档产能还有欠缺，未来还有继续投资改善的空间。

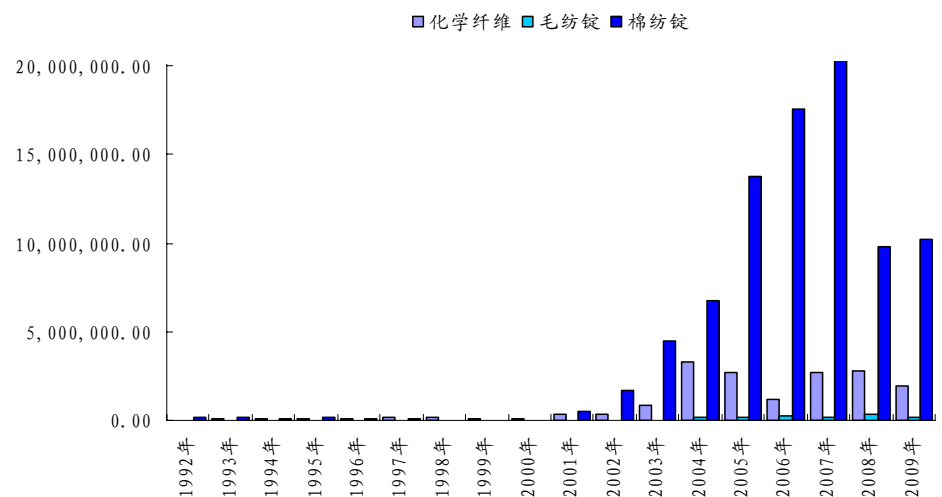
策略：也就是说，用产能和固定资产投资增速为线索来考察纺织服装行业的盈利是意义不大的。由于行业的长产业链特征，以及结构化问题，我们无法笼统的预测固定资产投资增速带来的供给端变动。

图 9：纺织和服装的固定资产投资增速近年连续下滑



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 10：新增产能尤其是棉纺锭的新增产能增速逐年下降。

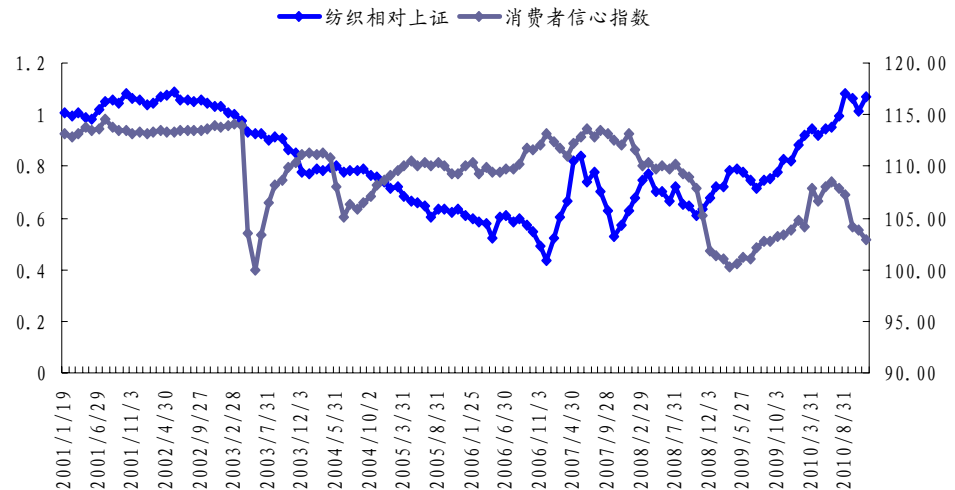


数据来源：国泰君安证券销售交易部

行业：当然，我们强调成本变动对企业盈利冲击的同时，需求端的影响仍然是不可忽视的。消费者信心指数就是一个衡量内需的很好的指标，而外需就是出口的因素啦。

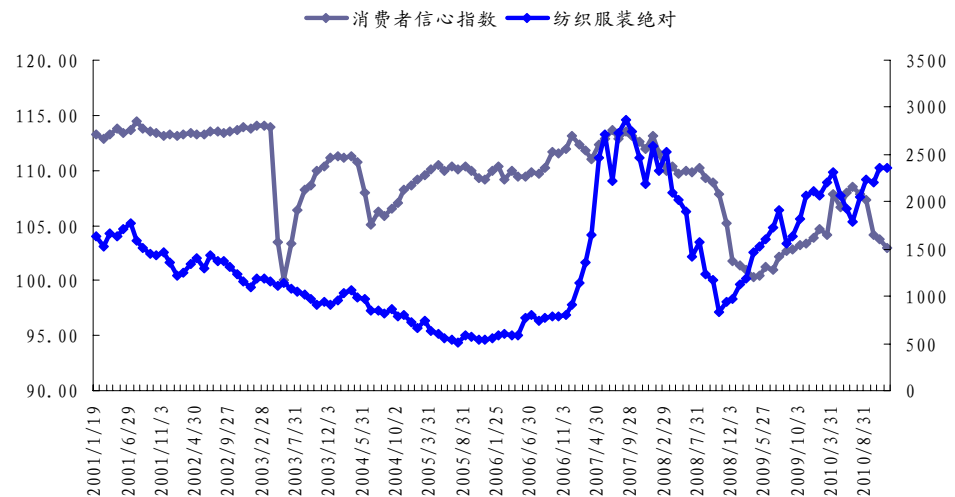
策略：从股价表现来看，消费者信心指数的提升并不能为纺织服装带来明显超越大盘的收益。我也试着做了滞后 1 个月、2 个月、以及 3 个月的图，发现表现只能说基本相关，没有明显结论。然而论绝对走势来看，消费者信心指数与当期纺织服装还是有一定的同步性的，背后的原因就是消费者信心指数反映了经济景气指标，因此可以影响大盘走势，进而纺织服装板块也有所表现。但是并不能作为纺织服装板块获得超额收益的领先指标。

图 11: 消费者信心指数的提升并不能为纺织服装板块带来明显超越大盘的收益



数据来源: 国泰君安证券销售交易部

图 12: 从绝对走势来看, 消费者信心指数与纺织服装板块有一定相关性



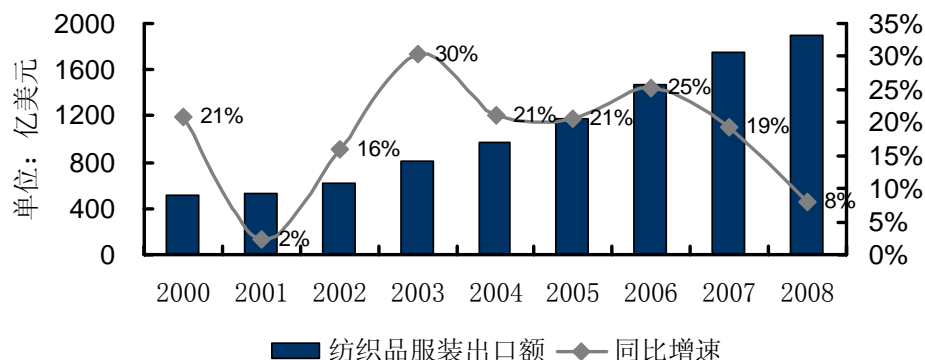
数据来源: 国泰君安证券销售交易部

策略: 我们查阅了从 01 年到 09 年 1700 多篇纺织服装的报告, 其中行业报告 450 篇左右, 单从题目上看, 02-03 年行业研究员比较关心的是棉花价格, 涤纶价格, 而 04-05 年非常显著的研究员把目光聚焦在出口环境, 因为那时是出口的政策密集期, 而从 05 年下半年之后, 开始有行业报告讨论品牌啊, 模式啊, 意味着由单纯关注出口转向关注行业的经营模式的改变。这一现象同时和我们前文讨论业绩能否解释股价的结论相呼应。因为股价与业绩相关是在 05 年之后才比较明确, 而之前并没有得到很好的解释。我觉得从出口的角度可以较好解释这个问题, 即 05 年之前, 尤其是 03 年下半年之前, 纺织服装板块对出口环境比较敏感, 因此股价的走势很多是由政策预期决定的。

行业: 是的, 那时候, 纺织服装行业就好像今天的房地产行业, 投资者对政策非常敏感。06 年以后, 中国纺织服装出口增速有了明显下降。正好, 我最近也在做一个关于出口增速到底能不能影响股价的深度研究, 发现, 从 01 年到 09 年的我国出口增速与当年纺织服装板块相对涨跌幅完全没有正向关系, 同时从月度数据来看, 我们分别研究了 06 年-09 年四年间每月的出口同比增速和滞后一期的纺织服装板块相对大盘涨跌幅以及滞后一期的鲁泰 A (产品 85% 出口) 的表现, 发现, 上个月的出口数据好转, 并不能给下个月纺织服装板块带来超越大盘的正收益,

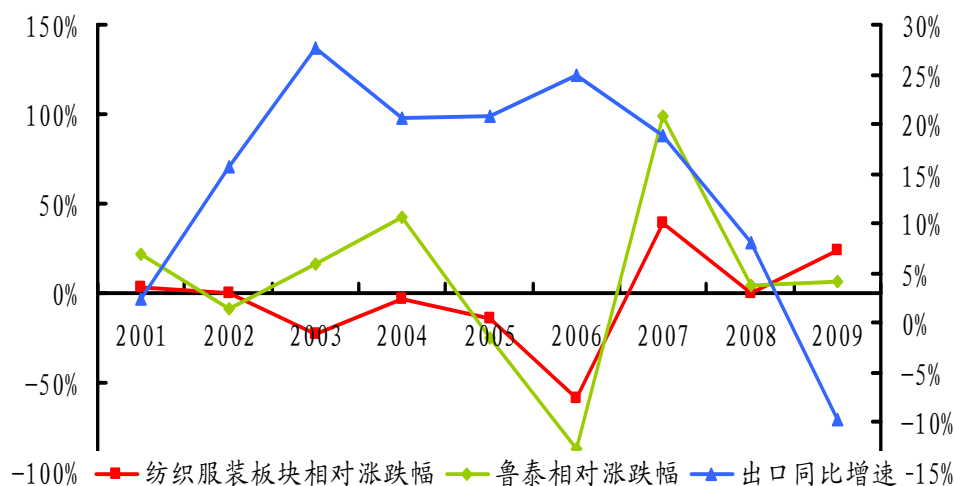
三者并不相关。

图 13 中国纺织品服装出口额及增速变化（2000-2008）



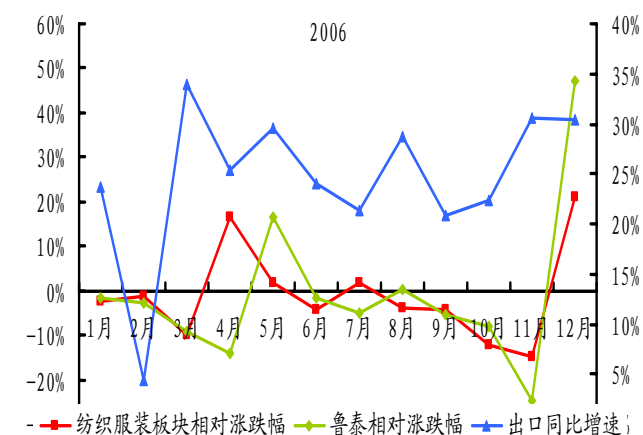
数据来源：纺织工业协会、国泰君安证券

图 14: 01-09 年的我国出口增速与当年纺织服装板块相对涨跌幅没有正向关系



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 15: 2006 年单月出口增速与滞后一期的股价表现



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 16: 2007 年单月出口增速与滞后一期的股价表现

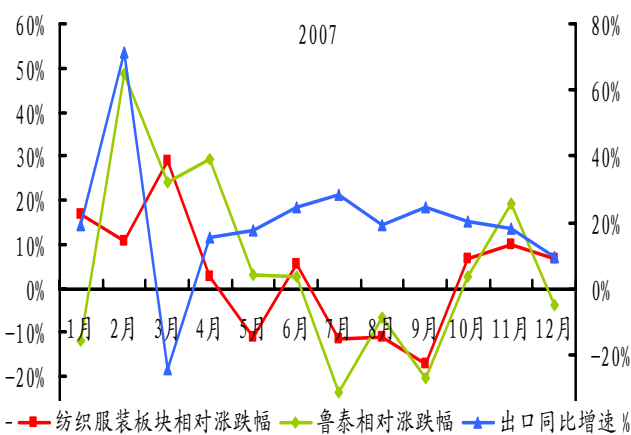
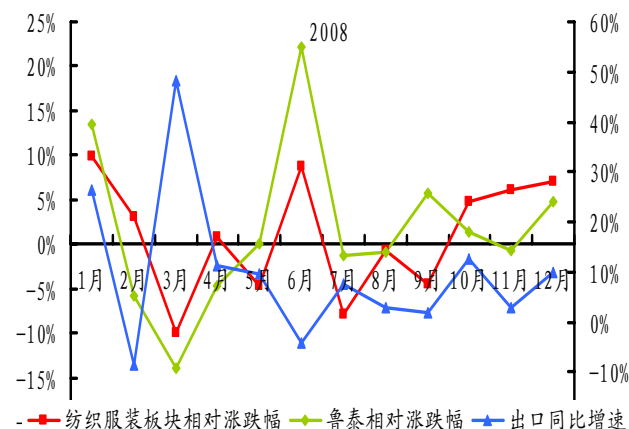
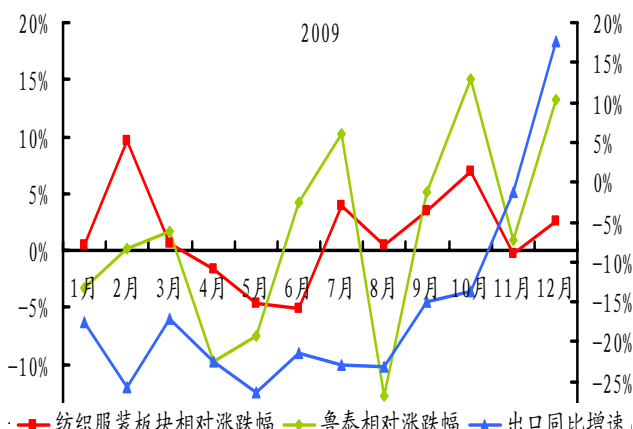


图 17: 2008 年单月出口增速与滞后一期的股价表现



数据来源：国泰君安证券销售交易部

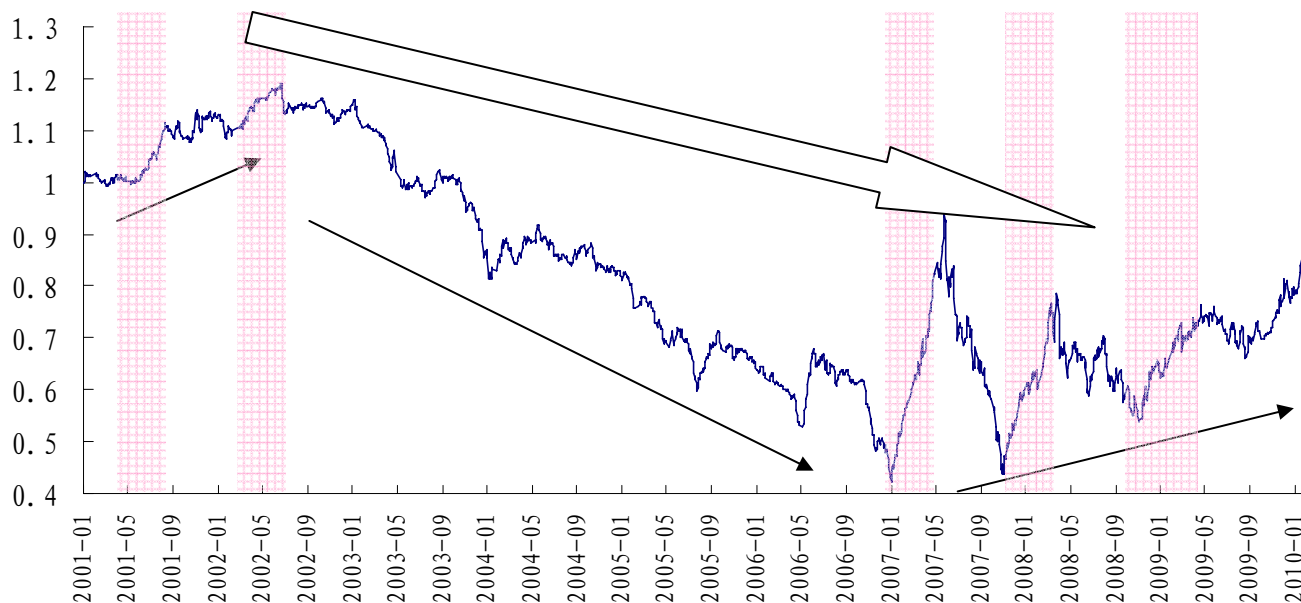
图 18: 2009 年单月出口增速与滞后一期的股价表现



4. 纺织服装这十年的股价表现三阶段

接下来，研究纺织板块几次跑赢市场的原因。结论的方向是：虽然纺织行业的业绩和股价相关，且有一定的领先性，但由于业绩本身的滞后性导致“择时”变得非常困难。因此 06 年之前，政策预期对股价影响很大（人民币升值，加息等等）。而 06 年之后，随着出口的下降，劳动力成本上升后，消费升级，国内消费才是主要方向，很难自上而下的预判系统性投资机会。更多的是精选个股策略

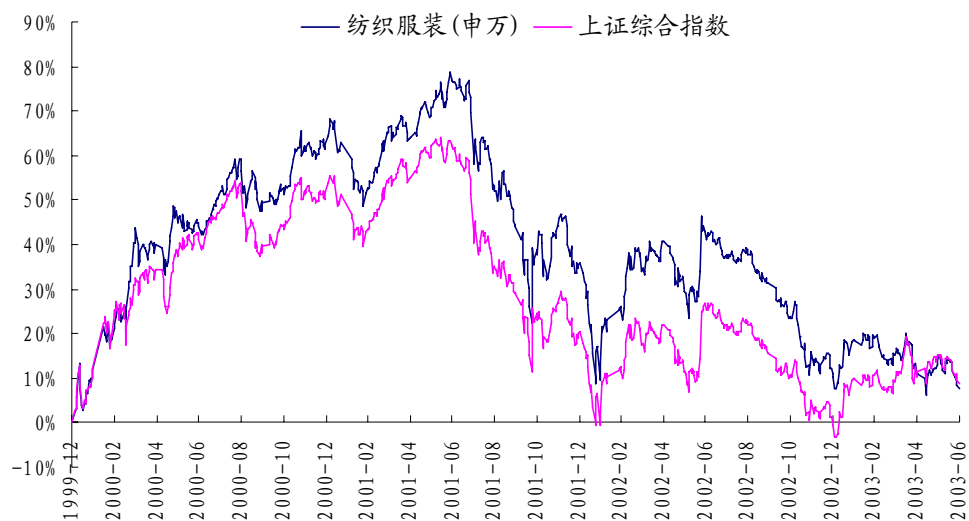
图 19: 纺织板块相对大盘走势



注：纺织行业指数/可上证综合指数；其中，可上证综合指数是指以 2001 年 1 月 1 日纺织服装行业指数为基点，计量上证综指的相对走势。斜率向上，即表明这段时间纺织服装板块跑赢市场。

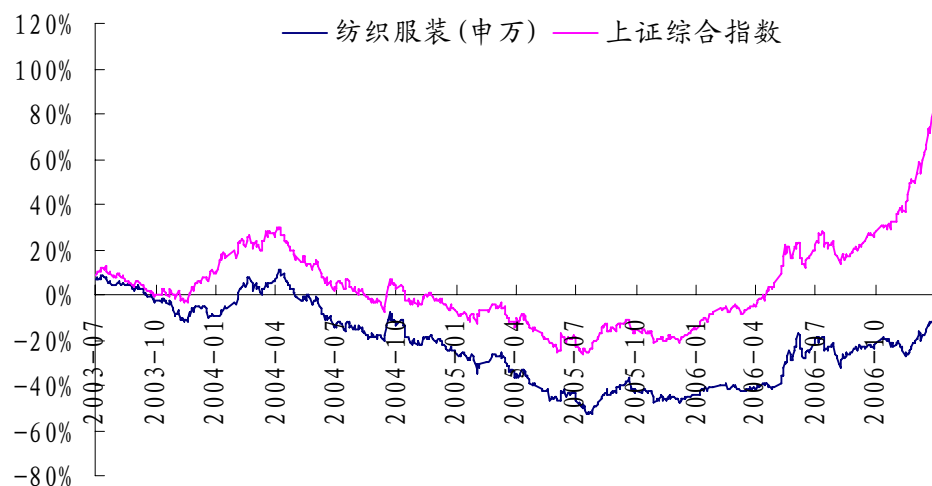
数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 20: 99 年到 03 年上半年的纺织服装板块和大盘走势基本同步, 且跑赢大盘, 究其原因应该在于, 纺织服装行业的出口状况虽然受到美国科技股网络泡沫破灭有所影响, 但是整体出口增速除了 2001 年依然维持在高位, 而棉花价格相对于目前来说在 2003 年之前也是处在相对低位



数据来源: 国泰君安证券销售交易部

图 21: 03 年下半年到 06 年纺织服装板块走势显著落后大盘, 两者在 2004 年之后差距明显拉大, 核心因素在于棉花价格在 2003 年触底开始逐步向上, 而行业整体出口增速在 2003 年见到高点之后逐步回落, 另一方面, 2005 年之后的人民币升值也加重了纺织服装行业的成本压力



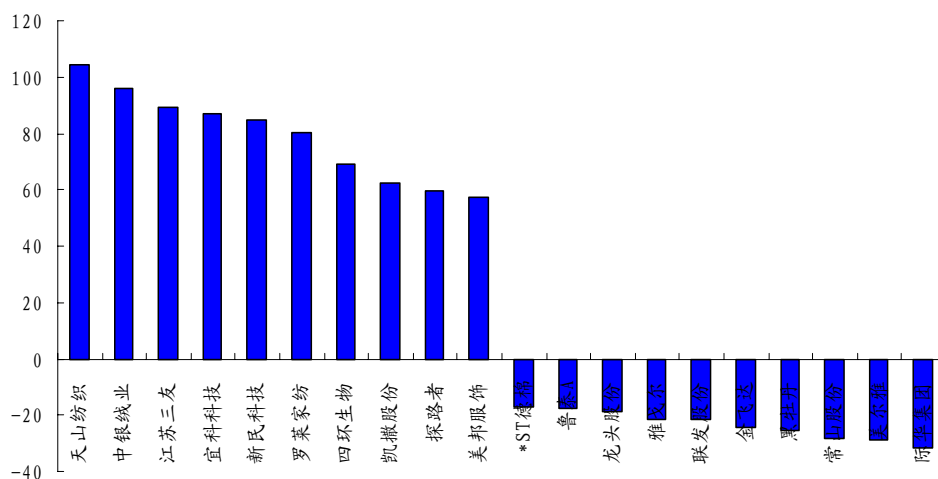
数据来源: 国泰君安证券销售交易部

图 22: 07 年到目前纺织服装板块走势有阶段性跑赢大盘, 行业调整的压力在前两年有所释放, 而从 2010 年涨幅榜排名前十与后十的纺织服装类个股来看, 新兴的品牌消费类服装如罗莱、探路者、美邦明显好于传统的雅戈尔、鲁泰, 前三者近几年均呈现内销市场的快速扩张以及所属行业自身的良性发展, 这也为未来的纺织服装类个股选择提供了一个基本方向



数据来源：国泰君安证券销售交易部

图 23：纺织服装个股 2010 年涨幅前十与后十



数据来源：国泰君安证券销售交易部

5. 纺织服装板块的个股投资策略

策略：从这十年纺织服装整体板块表现与大盘之间的差别，我们已经体会到其从出口依赖程度较高到出口增速逐步见顶时对于行业所带来的调整压力，当然期间也不乏棉花价格、劳动力成本、人民币升值所引致的调整压力放大化，从 2010 年的股价表现来看，行业传统趋势的个股股价明显受到抑制，而代表新兴内需消费方向的个股则明显受到追捧，那么，我们又该如何选择 2011 年纺织服装类板块的个股投资价值呢？

行业：我们认为 2011 年行业出口增速会回落至 10% 左右，而国内消费仍能保持 20% 以上的高速增长。受原材料、劳动力价格上涨、加息、升值等多因素共同作用，制造型企业的利润率会较 10 年有明显下降，给予纺织与服装制造业中性评级，建议短期回避以棉花为原材料的制造型企业，推荐辅料行业龙头伟星股份、浔兴股份。

坚定看好国内的品牌服装消费的发展前景，快速的城市化进程以及中西部地区的高速发展将成为服装消费增长的重要推动力，未来十年国内的服装消费将迎来黄

金增长期。A 股市场现有的品牌服装及家纺企业均将从行业的高成长中显著受益。就 11 年来看，品牌渠道企业将受益于通胀迎来收入与利润的加速增长。给予品牌服装及家纺行业增持评级，重点推荐定位于三四线市场，市场空间大、成长迅速的搜于特。

表：重点公司盈利预测及投资评级

类别	股票简称	11/29 日价格	净资产	PB	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	投资建议
制造型企业	华孚色纺	27.02	5.99	4.51	0.69	1.48	1.68	39.16	18.26	16.08	增持
	伟星股份	29.97	4.92	6.09	0.84	1.17	1.52	35.68	25.62	19.72	增持
	浔兴股份	13.40	3.57	3.75	0.20	0.38	0.55	67.00	35.26	24.36	增持
	鲁泰 A	10.06	4.05	2.48	0.57	0.76	0.85	17.65	13.24	11.84	增持
	雅戈尔	11.90	5.20	2.29	1.47	0.72	0.95	8.10	16.53	12.53	增持
	联发股份	50.45	16.38	3.08	1.49	1.72	2.12	33.86	29.33	23.80	谨慎增持
	华斯股份	32.45			0.33	0.48	0.64	98.33	67.60	50.70	谨慎增持
	嘉麟杰	15.08	4.27	3.53	0.21	0.30	0.34	71.81	50.27	44.35	谨慎增持
	山东如意	17.39	4.04	4.30	0.31	0.33	0.64	56.10	52.70	27.17	谨慎增持
品牌型企业	中银绒业	15.05	1.55	9.71	0.23	0.56	0.73	65.43	26.88	20.62	谨慎增持
	搜于特	88.68			0.67	1.10	1.80	132.36	80.62	49.27	增持
	报喜鸟	33.00	5.65	5.84	0.64	0.88	1.14	51.56	37.50	28.95	增持
	七匹狼	37.11	5.18	7.16	0.72	0.95	1.18	51.54	39.06	31.45	增持
	美邦服饰	37.54	2.60	14.44	0.60	0.75	1.15	62.57	50.05	32.64	增持
	探路者	37.36	3.54	10.55	0.33	0.40	0.67	113.21	93.40	55.76	谨慎增持
	罗莱家纺	77.00	9.31	8.27	1.03	1.48	1.92	74.76	52.03	40.10	谨慎增持
	富安娜	41.96	8.14	5.15	0.64	0.85	1.11	65.56	49.36	37.80	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		