

华泰联合证券有限责任公司

关于

深圳证券交易所《关于对天津长荣科技集团股份

有限公司的重组问询函》相关问题

之

核查意见

独立财务顾问



二〇一九年二月

华泰联合证券有限责任公司

关于深圳证券交易所《关于对天津长荣科技集团股份有限公司的重组问询函》相关问题之核查意见

深圳证券交易所：

2019年2月1日，天津长荣科技集团股份有限公司（以下简称“长荣股份”或“公司”）收到了深圳证券交易所《关于对天津长荣科技集团股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函【2019】第1号）（以下简称“《信息披露问询函》”），作为长荣股份本次重大资产重组的独立财务顾问及估值机构，就《信息披露问询函》中提出的意见，华泰联合证券有限责任公司进行了认真调查和核实，形成了本核查意见（如无特别说明，本回复内容出现的简称均与《重大资产购买预案》（以下简称“《预案》”）中的释义内容相同）：

1、预案显示，交易价格为每股 2.68 欧元，同时，根据《投资协议》，在标的公司股票价格超过每股 2.82 欧元的情况下，预计每股 2.68 欧元的发行价格将被界定为显著低于股票市场价格，标的公司董事会将不得排除现有股东的优先认购权，交易双方将重新协商认购价款。（1）请结合收购目的、可比收购案例、市盈率等说明本次交易作价的合理性；（2）请结合公司的财务状况说明本次交易的资金来源、交易完成后对公司资产负债率、现金流的影响，并说明本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条第一款规定；（3）请补充披露《投资协议》约定的交易价格不显著低于股票市场价格的标准及依据，说明标的公司股票价格波动对本次交易推进及交易作价的影响，并充分提示风险。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

（1）请结合收购目的、可比收购案例、市盈率等说明本次交易作价的合理性

从收购目的来看，本次收购是契合上市公司战略发展的重要举措，因而本次交易的作价充分考虑了双方达成持股和战略合作关系后业务领域的长期合作和协同的因素，该因素有利于实现上市公司作为股东的财务回报。除此之外，海德堡在全球市场拥有技术、产品、市场和渠道的多重优势，拥有丰富的运营经验和强大的品牌影响力，本次交易完成后长荣股份将与海德堡形成显著的业务协同效应，在产品和技术、市场和渠道、生产和运营管理经验等方面形成优势互补，能够进一步巩固长荣股份市场地位，提升公司整体的市场竞争力和品牌影响力，进一步在全球范围内扩大公司的市场份额，有效提升经营业绩，给上市公司股东带来更好的回报。同时，海德堡的国际领先地位和品牌优势将进一步推动长荣股份走向国际化。

从可比收购案例来看，估值机构根据海德堡的经营范围与区域，选择近年印刷设备制造领域的少数股权收购交易作为可比案例，包括“Heliograph 控股公司收购古龙彦 0.087% 股权”（可比交易 1）、“余文芳收购东方精工 6.74% 股权”

（可比交易 2）、“Bencis 资本等收购赛康公司 14.2% 股权”（可比交易 3）及“小森收购朝日印刷 0.81% 股权”（可比交易 4）。

可比交易 1：2018 年 4 月德国公司 Heliograph Holding GmbH 宣布成功收购古龙彦（Glunz & Jensen Holding A/S，简称“GJH”）0.087% 股权，收购完成后共计持股 30.71%。标的公司 GJH 成立于 1973 年，总部位于丹麦尼堡。GJH 主要面向全球开发和生产印前设备并提供配套服务。该公司提供胶印产品，如处理器、iCtP 印版编写器、胶印印前产品和平板产品；柔版印刷产品，如一体化系统、曝光装置、处理器、修整器、干燥器、修剪器和安装台，凸版印刷机和其他柔印产品；以及其他配件和售后服务。

可比交易 2：2017 年 10 月，余文芳作为自然人成功收购东方精工约 6.74% 股权。标的公司东方精工是一家致力于数字化智能高端装备制造的高科技上市企业，东方精工的主营业务划分为“智能包装设备”和“高端核心零部件”两大板块。“智能包装设备”板块以“智能瓦楞纸箱包装自动化设备”的设计、研发、生产、销售与服务为主营业务。

可比交易 3：2014 年 1 月，Bencis 资本联合 Gimv-XL 基金共同成功收购赛康公司（Xeikon N.V.）共计 14.2% 股权。赛康公司为全球图形行业设计、开发、制造和销售数字印刷和印前设备。该公司为标签和包装应用以及赛康品牌下的文档和商业印刷应用提供数字网络彩色印刷设备及其他周边设备如堆垛机、复卷机及内联设备等。

可比交易 4：2016 年 1 月，小森（Komori Corporation）完成对朝日印刷（Asahi Printing Co.,Ltd.）0.81% 股权的收购。标的公司朝日印刷主要为印刷行业提供印刷耗材（包装材料）及印后包装机械设备等。

市盈率从每股收益，即企业净利润的角度出发反映企业价值，而企业每股收益的变动往往取决于宏观经济和企业的生存周期所决定的波动周期，所以市盈率估值法有一定的适用范围，并不适合所有公司，它适用于盈利相对稳定、周期性较弱的企业。标的企业处于工业制造行业，属于典型的周期性行业，故不适用此法。针对以上可比交易案例，本次估值主要采用 EV/EBITDA 倍数作为估值指标，

从企业盈利的角度反映企业价值，也是国际上惯常使用的估值指标。可比交易的 EV/EBITDA 倍数如下¹：

交易案例	EV/EBITDA 倍数
可比交易 1	6.6x
可比交易 2	22.9x
可比交易 3	7.8x
可比交易 4	6.9x
本次交易（海德堡）	7.3x

本次交易作价的隐含 EV/EBITDA 倍数 7.3x 落在可比交易 6.6x-22.9x 的 EV/EBITDA 估值范围内，从可比交易的角度来看具有一定公允性。

（2）请结合公司的财务状况说明本次交易的资金来源、交易完成后对公司资产负债率、现金流的影响，并说明本次交易是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条第一款规定

（一）本次交易的资金来源、交易完成后对公司资产负债率、现金流的影响

本次交易中，长荣股份境外全资子公司卢森堡 SPV 拟以每股 2.68 欧元的价格现金认购德交所上市公司海德堡增发的股票 25,743,777 股，价款合计为 6,899.33 万欧元，约合人民币 5.30 亿元（按 2019 年 2 月 1 日汇率中间价 1 欧元兑换 7.6775 元人民币折算）。本次交易资金来源于公司自有资金。

目前公司货币资金约 14.6 亿元，并已获得银行授信额度 10 亿元，其中未使用额度 5 亿元；同时，2019 年一季度将新增授信额度 5 亿元，该额度已与银行达成意向。因此，公司资金充足，本次收购后有充足资金用于日常经营。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司总资产 54.42 亿元，归属于母公司所有者权益

¹ 数据来源：CapitalIQ, MergerMarket 及其他公开资料

35.89 亿元，资产负债率 30.49%。本次交易完成后，长荣股份将对所持有的海德堡股权按权益法进行核算。因此，本次交易完成后，上市公司资产负债率将不会出现大幅上升的情况。

报告期内，公司主营业务经营良好，2018 年 1-9 月、2017 年度及 2016 年度归属母公司股东的净利润分别为 1.21 亿元、1.48 亿元和 1.36 亿元。同时考虑到公司自有资金充裕、外部融资渠道顺畅，预计本次交易对上市公司现金流不会造成较大影响。

综上，本次收购完成后，公司具备合理的资金头寸和较好的外部融资渠道满足本次交易金需求以及公司日常生产经营和战略发展的需要，本次交易不会对上市公司资产负债率、现金流造成重大不利影响。

（二）本次交易符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条第一款规定

1、本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续盈利能力

海德堡是全球印刷设备制造行业的领导者，在技术、产品、渠道等方面拥有显著优势，具有丰富的运营经验和强大的品牌影响力。本次交易完成后，上市公司将成为海德堡第一大股东，双方将展开密切的战略合作，包括将签署双向分销协议、双向供应协议等。双方将形成显著的业务协同效应，在产品和技术、市场和渠道、生产和运营管理经验等方面形成优势互补，提升上市公司的整体的市场竞争力和品牌影响力。本次交易将有助于上市公司持续转型成为印刷行业领先的综合解决方案的服务供应商，增强对国内外印刷市场的服务能力，巩固公司在印后市场的龙头地位，扩大产品市场占有率，为公司业绩持续增长奠定基础，有利于提升上市公司的经营规模和持续盈利能力。

根据海德堡公告的五年战略计划，其目标是在 2022 年实现 30 亿欧元销售收入，EBITDA 达到 2.5-3 亿欧元，税后净利润达到 1 亿欧元。

本次交易完成后，上市公司的资产质量将得到提高，财务状况将得到改善，持续盈利能力将增强。

2、本次交易有利于上市公司规范关联交易和避免同业竞争，增强独立性

(1) 关于同业竞争

本次交易系上市公司全资子公司卢森堡 SPV 以现金认购海德堡增发的股票，不会对上市公司股权结构造成影响，也不会导致上市公司控股股东及实际控制人发生变化，因此本次交易不会使上市公司产生新的同业竞争关系。

为避免本次交易完成后可能产生的同业竞争，上市公司控股股东、实际控制人李莉出具了《关于避免同业竞争的声明与承诺》，承诺：

“1、本人及本人控制（包括直接控制和间接控制）的企业目前没有，将来也不会直接或间接从事与长荣股份及其控股子公司相同或相似的业务；本人承诺促使本人下属全资企业、直接或间接控股的企业履行本承诺函中与本人相同的义务，不与上市公司发生同业竞争。

2、如长荣股份进一步拓展其业务范围，本人及本人拥有控制权的企业将不与长荣股份拓展后的业务相竞争；如可能与长荣股份拓展后的业务产生竞争的，本人及本人拥有控制权的企业将按照如下方式退出与长荣股份的竞争：

- (1) 停止与长荣股份构成竞争或可能构成竞争的业务；
- (2) 将相竞争的业务纳入到长荣股份经营；
- (3) 将相竞争的业务转让给无关联的第三方；
- (4) 其他有利于维护长荣股份权益的方式。

3、如本人及本人拥有控制权的企业有任何商业机会可从事、参与任何可能与长荣股份经营构成竞争的活动，则立即将上述商业机会通知长荣股份，在通知中所指定的合理期间内，长荣股份作出愿意利用该商业机会的肯定答复的，则尽力将该商业机会给予长荣股份。

4、本人确认本承诺函所载的每一项承诺均为可独立执行之承诺，任何一项承诺若被视为无效或终止将不影响其他各项承诺的有效性；如违反上述任何一项承诺，本人愿意承担由此给长荣股份造成的经济损失、索赔责任及与此相关的费

用支出。

5、承诺函在本人作为持有长荣股份 5% 以上股份的主要股东期间内持续有效且不可变更或撤销。”

(2) 关于关联交易

本次交易中，交易对方海德堡在本次交易前不属于长荣股份的关联方，本次交易不构成关联交易。本次交易不会增加上市公司与控股股东、实际控制人及其关联方之间的关联交易。

海德堡为上市公司主要客户之一。本次交易完成后，若长荣股份的关联自然人获得海德堡的监事会席位，则海德堡将被认定为上市公司的关联方。

本次交易完成后，对于未来可能发生的关联交易，上市公司将在保证关联交易价格合理、公允的基础上，严格执行《上市规则》《公司章程》及公司有关关联交易决策制度等有关规定，履行相应决策程序并订立协议或合同，及时进行信息披露。

为规范未来可能发生的关联交易行为，上市公司控股股东、实际控制人李莉出具了《关于规范及减少关联交易的声明与承诺》，承诺：

“1、本次交易完成后，本人及控制的企业将尽可能减少与长荣股份及其下属企业的关联交易。若发生必要且不可避免的关联交易，本人及控制的企业将与长荣股份及其下属企业按照公平、公正、公开的原则依法签订协议，履行合法程序，维护关联交易价格的公允性。

2、本人保证将依照相关法律法规及《天津长荣科技集团股份有限公司章程》等内控制度的规定行使相关股东权利，承担相应义务。不利用股东地位谋取不正当利益，不利用关联交易非法转移长荣股份及其下属企业的资金、利润，不利用关联交易恶意损害长荣股份其他股东的合法权益。”

(3) 关于独立性

本次交易完成后上市公司将继续在业务、资产、财务、人员、机构等方面与控股股东及其关联方保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规

定。此外，公司实际控制人已出具相关承诺，保证在本次交易完成后与长荣股份继续保持人员独立、资产独立、业务独立、财务独立和机构独立。

3、公司最近一年财务报告被注册会计师出具无保留意见审计报告

上市公司最近一年财务报告经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留意见的审计报告（XYZH/2018TJA20039号《审计报告》）。

4、上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形

上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形。

5、本次重大资产购买的资产，为权属清晰的经营性资产，并能在约定期限内办理完毕权属转移手续

本次交易标的为海德堡增发的股票，权属清晰，根据《投资协议》中的约定，能在约定期限内办理完毕权属转移手续。

(3) 请补充披露《投资协议》约定的交易价格不显著低于股票市场价格的标准及依据，说明标的公司股票价格波动对本次交易推进及交易作价的影响，并充分提示风险。

本次交易的标的资产为德交所上市公司海德堡拟增发的股票，根据《德国股份公司法》（Aktengesetz）第9条相关规定，德国上市公司发行新股价格不得低于股票面值或者可归于无面值股票的每股股本。海德堡成立时间较早，历史上经历过多次增资，股本亦发生过多变化。根据海德堡最新公司章程，海德堡“总股本为713,562,818.56欧元，分为278,735,476股”，因此海德堡无面值股票的每股股本约为2.56欧元。基于《德国股份公司法》的上述规定，本次海德堡拟增发股票的发行底价为2.56欧元/股，同时考虑发行费用、战略合作等因素，交易双方通过友好协商，确定本次交易价格为2.68欧元/股。

另外，按照《德国股份公司法》第186条相关规定：“德国股份公司增发股票时，现有股东享有优先认购权。若投资者以现金方式认购德国股份公司增发的

股票，规模不超过初始股本的 10%且发行价格不显著低于股票市场价格，则现有股东优先认购权可以被排除”。另外，按照德国律师出具的法律声明，对于“不显著低于股票市场价格”，德国市场惯例是不得较股票市场价格折价超过 3%至 5%。

本次交易中，当实际认购时股票市场价格超过 2.82 欧元时，每股 2.68 欧元的交易价格较市场价格折价超过 5%，则会被认定为显著低于市场价格，需要重新协商认购价格以排除现有股东优先认购权。海德堡近 6 个月股票价格最高值为 2.50 欧元，平均值为 2.01 欧元，近期海德堡股票价格超过 2.82 欧元的可能性较低，但若实际认购时因海德堡股票价格波动导致股票市场价格超过 2.82 欧元，则交易双方将继续友好谈判推进本次交易，并按照届时股票市场价格重新谈判确定交易价格。因此，本次交易最终支付价款可能会进行调整，也可能会因价格调整而导致重新谈判，不排除最终支付对价调整的风险，以及因对价调整导致的交易终止或取消的风险。

上述内容已在《预案》“重大风险提示/一、与本次交易相关的风险/（三）本次交易最终支付价款调整的风险”和“第八节 风险因素/一、与本次交易相关的风险/（三）本次交易最终支付价款调整的风险”中进行了补充披露。

（4）独立财务顾问、估值机构核查意见

独立财务顾问及估值机构认为：

本次交易作价的隐含 EV/EBITDA 倍数与可比收购案例的相应估值倍数基本一致，从市场法的角度本次交易作价具备合理性。

本次交易资金来源为上市公司自有资金，本次交易不会对上市公司资产负债率、现金流造成重大不利影响。本次交易符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条第一款规定，有利于提高上市公司资产质量、改善公司财务状况和增强持续盈利能力；有利于上市公司规范关联交易和避免同业竞争，增强独立性；注册会计师对上市公司最近一年的财务会计报告出具了标准无保留意见审计报告；上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案

侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形；上市公司重大资产购买的资产，为权属清晰的经营性资产，并能在约定期限内办理完毕权属转移手续。

《投资协议》中关于交易价格不显著低于股票市场价格的约定，是根据《德国股份公司法》第 186 条相关规定，为排除原有股东优先认购权而做出的安排，符合法律法规要求；另外，对于“不显著低于股票市场价格”，德国市场惯例是不得较股票市场价格折价超过 3%至 5%，因此当实际认购时海德堡股票市场价格高于 2.82 欧元/股时，2.68 欧元/股的交易价格较市价折价将超过 5%，从而被认定为显著低于市场价格，需要重新谈判确定价格以排除现有股东优先认购权；若海德堡股票价格波动导致实际认购时约定的交易价格显著低于届时股票市场价格，则交易双方将继续谈判推进本次交易，并按照届时股票市场价格重新谈判确定交易价格；因此，本次交易最终支付价款可能会进行调整，也可能会因价格调整而导致重新谈判，存在最终支付对价调整的风险，以及因对价调整导致的交易终止或取消的风险。公司已在预案中进行了充分风险揭示。

2、预案显示，双方应在增资完成后开展双向分销协议及双向供应协议的协商并以达成一致为目标，不得无故拖延，但上述协商不得早于 2019 年 4 月 1 日（谈判开始时点），双向分销协议和双向供应协议均不得早于 2019 年 10 月 1 日或其他双方一致同意的更晚时点生效。（1）请说明本次交易是否需经双方主管部门审批或备案，目前的审批或备案进展情况，以及对本次重组的影响；（2）请说明双向分销协议和双向供应协议均不得早于 2019 年 10 月 1 日或其他双方一致同意的更晚时点生效的原因，并说明未能签署上述协议对公司的影响及拟采取的应对措施；（3）请详细说明根据上述协议，公司与标的公司的具体合作经营模式。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

回复：

（1）请说明本次交易是否需经双方主管部门审批或备案，目前的审批或备案进展情况，以及对本次重组的影响；

（一）本次交易长荣股份需要履行的主管部门审批或备案程序

根据《企业境外投资管理办法》（国家发展和改革委员会令第11号 2017年）第4条和第14条的规定，为实施本次交易，长荣股份需要向天津市发展和改革委员会履行境外投资项目备案手续。

根据《境外投资管理办法》（2014年商务部令第3号）第5条、第6条规定，为实施本次交易，长荣股份需要向天津市商务局履行境外投资项目备案手续。

根据《外汇管理条例》（国务院令第 532号）及《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》（汇发[2015]13号）规定，取消境外直接投资项下外汇登记核准行政审批事项，改由银行按照本通知及所附《直接投资外汇业务操作指引》直接审核境外直接投资项下外汇登记，国家外汇管理局及其分支机构通过银行对直接投资外汇登记实施间接监管。为实施本次交易，长荣股份需要于银行办理境外直接投资项下外汇登记手续。

（二）长荣股份已经履行的主管部门审批或备案程序

2019年1月15日，长荣股份于中国银行天津分行完成境外直接投资外汇登记手续。

2019年1月9日，长荣股份获得天津市商务局的备案。

2019年1月7日，长荣股份获得天津市发展和改革委员会的备案。

（三）本次交易海德堡需要履行的程序

根据德国律师出具的法律声明，根据德国涉外交易与支付法（Außenwirtschaftsgesetz）及德国涉外交易与支付条例（Außenwirtschaftsverordnung）、德国银行法（Kreditwesengesetz）、德国反竞争限制法（Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen）以及欧洲兼并条例（Fusionskontrollverordnung），鉴于本次交易长荣股份认购海德堡无面值股票的比例仅为8.46%，长荣股份实施本次交易不需要主管外国投资控制的德国联邦经济事务与能源部（Bundesministerium für Wirtschaft und Energie）、主管金融监管的德国联邦银行（Bundesbank）和德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）、主管反垄断事务的德国联邦卡特尔办公室

(Bundeskartellamt) 及欧洲竞争委员会 (EU-Wettbewerbskommission) 以及其他德国主管部门的批准。

综上, 本次交易需要获得的双方主管部门批准和备案已经完成, 不影响本次重大资产重组的进一步实施。

(2) 请说明双向分销协议和双向供应协议均不得早于 2019 年 10 月 1 日或其他双方一致同意的更晚时点生效的原因, 并说明未能签署上述协议对公司的影响及拟采取的应对措施;

为了避免长荣股份在本次交易中对海德堡的增资被德国商业登记处或者有管辖权的法院认定为非真实有效的出资, 根据《德国股份公司法》, 本次交易与双向分销协议和双向供应协议签署必须间隔6个月。但交易双方亦希望尽快开展战略合作, 考虑到长荣股份不晚于2019年3月31日完成本次交易的交割, 如以2019年3月31日的后一日为基准日起算, 6个月后的第一日为2019年10月1日, 可以符合德国法律要求。因此, 双方同意, 双向分销协议和双向供应协议于2019年10月1日生效, 该生效日期经双方同意可向后延长。

长荣股份与海德堡已于2014年11月26日签署了分销协议, 该协议有效期为5年, 如上述提及的双向分销协议和双向供应协议无法签署, 双方将在2014年版分销协议基础上继续协商延期, 以实现战略合作目的。

(3) 请详细说明根据上述协议, 公司与标的公司的具体合作经营模式;

结合上述战略合作协议及分项协议, 公司与海德堡的具体合作经营模式为跨国合作, 共建新的业务模式, 共同提升双方产品的市场占有率, 降低运营成本, 提升智能制造水平。其中:

(一) 推动双向分销

2014 年双方签署的单向销售协议将于 2019 年 10 月到期, 双方将在原有协议基础上, 展开双向分销, 即从原模式中海德堡作为公司海外除中国、日本市场外的唯一代理销售商的基础上, 公司亦可作为海德堡产品的销售代理, 共同拓展双方市场份额。在此基础上, 双方将在现有海外市场逐年拓展的基础上, 进一步

加大海外销售力度。据统计，2017 年度，公司通过海德堡的海外销售渠道，实现了 2.27 亿元的海外销售收入。而根据麦肯锡的报告显示，全球印后包装市场的总规模在 100 亿元以上，双方双向分销协议的落实，将有效增强公司与海德堡的海外市场份额，实现海外市场的大拓展。

（二）推动双向供应

根据双方签署的双向供应协议，公司将通过与海德堡共享零部件供应商等措施有效提升公司的供应链管理水平和降低运营成本。海德堡也将通过公司的零部件供应与售后网络，实现其运营成本的有效降低。合作后，将进一步提升双方客户的满意度，售后相应速度，品牌美誉度等，实现双方供应链管理水平的同步提升。同时，根据双方的协议约定，将进一步提高非标零配件等的供应链管理，对国内和国际客户强化售后支撑。在进一步降低运营成本的基础上，实现公司和海德堡的利润进一步提升。

根据 Kepler Cheuvreux 的研究报告，海德堡产品在全球市场份额不低于 40%，而其中欧美高端客户群体占有很高比重。双方通过合作协议的具体落实，将为公司进一步迈向印刷装备制造的高端品牌这一战略目标提供动能，为公司向全球“高端客户俱乐部”提供服务奠定坚实基础。

（三）提升智能制造水平

根据协议约定，海德堡将协助公司建设工业 4.0 人才培养培育基地等，将符合工业 4.0 标准的高端人才培育培训体系全面推行至国内，进一步提升智能制造的水平，推进公司的智能化转型和海德堡的数字化转型战略的有效落实。

综上所述，公司与海德堡是基于双方战略的高度契合而建立了坚实的合作基础，通过上述战略合作协议与分项协议的落实，将有效提升公司的国际化和高品质发展的素质和水平，将我国的成本优势与海德堡所在德国的技术人才优势进行复合叠加，进而提升公司的全球竞争综合实力，为中国制造向世界“智”造转型升级贡献力量，特别是将对我国印刷高端装备制造业的发展奠定坚实基础。

（4）独立财务顾问、律师核查意见

独立财务顾问认为：

根据我国相关法律法规，本次交易长荣股份需要履行的主管部门审批或备案程序包括：向天津市发展和改革委员会履行境外投资项目备案手续，向天津市商务局履行境外投资项目备案手续，以及通过银行办理境外直接投资项下外汇登记手续；截至2019年1月15日，长荣股份已履行完毕上述主管部门审批或备案程序；根据德国律师法律声明，依照德国相关法律法规，本次交易海德堡无需履行主管部门审批或备案程序；综上，本次交易需要获得的双方主管部门批准和备案已经完成，不影响本次重大资产重组的进一步实施。

根据《德国股份公司法》，本次交易与双向分销协议和双向供应协议签署必须间隔6个月，方可避免长荣股份在本次交易中对海德堡的增资被德国商业登记处或者有管辖权的法院认定为非真实有效的出资；考虑到长荣股份不晚于2019年3月31日完成本次交易的交割，双向分销协议和双向供应协议于2019年10月1日生效可满足德国法律要求的6个月间隔，经双方同意该日期可向后延长；另外，长荣股份与海德堡已于2014年11月26日签署了分销协议，有效期为5年，如上述提及的双向分销协议和双向供应协议未能签署，双方将在2014年版分销协议基础上继续协商延期，以实现战略合作目的。

公司与海德堡的具体合作经营模式为跨国合作，共建新的业务模式，共同提升双方产品的市场占有率，降低运营成本，提升智能制造水平。具体合作领域涉及推动双向分销、推动双向供应以及提升智能制造水平等。综上所述，公司与海德堡是基于双方战略的高度契合而建立了坚实的合作基础，通过上述战略合作协议与分项协议的落实，在提升公司技术实力和市场的同时，为我国印刷高端装备制造产业的发展奠定坚实基础。

3、预案显示，2016 财年末、2017 财年末、2018 年 9 月 30 日标的公司资产负债率分别为 84.67%、84.89%和 82.98%，养老金及类似债务准备金分别为 4.88 亿欧元、5.23 亿欧元和 4.9 亿欧元；2017 财年标的公司税后净利润为 1,356.5 万欧元，主要是受美国税法改革对递延税科目的负面影响，递延所得税费用达到

2,512 万欧元；标的公司最近一期净利润下降主要受财务费用和重组费用的影响。

(1) 请结合标的公司的经营模式、同行业可比公司情况说明其资产负债率较高的原因及其合理性，并说明标的公司是否存在财务风险；(2) 请补充披露标的公司养老金准备金相关政策，并结合计提时间的持续性说明养老金准备金对标的公司利润的影响；(3) 请结合美国税法改革的相关政策、标的公司在美国市场的业务情况、销售占比等，说明 2017 财年递延所得税费用较大的原因及合理性，以及美国税法改革对标的公司利润的影响是否具有持续性；(4) 请结合标的公司经营、负债、费用等说明其持续经营能力是否存在重大不确定性，如是，请充分提示风险。请独立财务顾问、会计师核查并发表明确意见。

回复：

(1) 结合标的公司的经营模式、同行业可比公司情况说明其资产负债率较高的原因及其合理性，并说明标的公司是否存在财务风险

(一) 标的公司运营模式导致其资产负债率较高

海德堡的运营模式与竞争对手存在一定差异，其产品需要满足大量客户的定制化需求，具备较高的附加值、专业性和复杂程度。其运营模式的特点主要包括：

(1) 自主生产复杂的零部件，这是海德堡生产先进印刷设备的前提，因为外部零部件供应商较难满足海德堡客户对于产品质量和性能的要求；(2) 海德堡设备中有大量定制化的功能以满足客户需求，其生产流程复杂程度很高，且产品的装配、测试都需要由海德堡总装完成；(3) 为最大程度地满足不同客户的需求，海德堡生产的印刷机械及其配套设备有大量的产品变体。这种以客户为中心的生产模式导致海德堡必须拥有足够多的零部件库存（尤其是复杂部件和系统），以缩短交付周期；上述运营模式的特点均需海德堡保持较高的资本投入。

海德堡的同业可比公司包括高宝（KBA），博斯特（Bobst）和小森（Komori）等。其中，(1) 博斯特主要生产印后设备，其设备的定制化和复杂程度不及海德堡，其最近一期（2018 年 6 月 30 日）资产负债率约 65.9%；(2) 高宝业务主要采取项目式生产，采用完工百分比法进行会计核算，由于直接确认合同和订单为合同资产，因此其资产较高，相应降低了资产负债率，其最近一期（2018 年 9

月 30 日) 资产负债率约 62.6%；(3) 小森的历史利润主要留存在公司内部，因此对外部融资需求较低，此外，由于历史上日元汇率较高，因此小森的所有者权益较高，上述原因导致小森资产负债率较低，其最近一期(2018 年 9 月 30 日) 资产负债率约 27.9%。在印刷设备领域，海德堡全球市场占有率超过 40%，是高宝和小森的两倍之多，因此，与海德堡印刷设备的高产量对应，其资本投入也相应较同业可比公司更高。

综上，为满足复杂定制化的生产运营模式，并维持其领先的行业地位，海德堡需要保持较高的资本投入，从而导致其资产负债率较高。

(二) 标的公司财务风险可控

1、报告期内标的公司资本结构和偿债指标基本保持稳定，短期净运营资本需求逐步降低且短期偿债压力不大

(1) 资本结构稳定，偿债指标未发生明显变化

首先，海德堡负债结构中有较大比重为无息负债(如养老金负债等)，而含息部分占比较小。截至 2017 财年末，标的公司负债总额约为 19.15 亿欧元，其中金融性负债合计约 4.38 亿欧元，占负债比例约为 22.87%；其余部分主要为养老金准备金及其他准备金，金额约 7.35 亿欧元。

从海德堡偿债比例主要指标来看，海德堡近三个财年的主要短期及长期偿债指标未发生明显变化，基本保持稳定。

项目	2018 年 4-9 月/2018 年 9 月 30 日	2017 财年/2018 年 3 月 31 日	2016 财年/2017 年 3 月 31 日
流动比率	1.70	1.63	1.63
速动比率	0.71	0.86	0.91
资产负债率	82.98%	84.89%	84.67%

(2) 运营资本得到有效控制，且新增 3.2 亿欧元周转贷款为公司短期资金需求提供有力支持

近两年，海德堡继续在优化净营运资金方面取得进展，并将其减少至年销售额的不到 30%。由于库存及信用政策优化等原因，管理层预计海德堡营运资本

将进一步减少。

	2016 财年	2017 财年
净营运资本（亿欧元）	6.67	6.10
占收入比例	26.4%	25.2%

一方面，海德堡营运资本得到有效控制并呈现降低趋势，另一方面，2018年3月经与银团谈判，海德堡取得了条件更优的周转贷款（revolving credit facility），总授信额度为3.20亿欧元，期限为5年，可有效满足海德堡短期资金需求。

2、标的公司经营性现金流充足，为标的公司发展提供有力保障

标的公司拥有超过160年的经营经验、品牌积淀和技术积累，在印刷设备的重要细分领域单张纸胶印机领域占据全球超过40%的市场份额，是绝对的行业龙头企业和标志性品牌。标的公司运营保持稳健发展态势，凭借卓越的产品服务、领先的技术水平及优异的渠道覆盖，近年来年销售收入均保持在24亿欧元以上规模，且经营活动现金流量充裕，2017财年和2016财年，标的公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.88亿欧元和1.39亿欧元，可覆盖日常经营和财务融资成本费用。

3、作为德交所上市公司，拥有丰富的融资渠道

标的公司作为行业龙头及标杆性企业，于1997年在德交所上市，拥有较强的品牌影响力与较高的市场认可度。海德堡可利用资本市场优势，灵活运用股权、债权、可转债等融资工具，在保障财务状况稳健和安全的同时为海德堡后续扩张及投资活动提供有力支持，确保海德堡良性发展。

通过本次交易，海德堡可获得超过6,500万欧元（考虑发行成本）资金。海德堡目前的金融负债主要包括可转债（2022年3月到期）、公司债（2022年5月到期）、财团信用工具、发展贷款和其他融资工具（如欧洲投资银行的授信）等。海德堡近几年有多笔再融资，具体如下：（1）2023年3月到期，总额3.2亿欧元的循环信用工具；（2）2022年3月到期，总额5,900万欧元的可转债；

(3) 2022 年 5 月到期，总额 1.5 亿欧元的公司债；(4) 2024 年到期，总额 1 亿欧元的欧洲投资银行贷款；(5) 总额 6,500 万欧元的不动产贷款；(6) 总额 3,600 万欧元的其他融资工具等。

综上，海德堡的偿债风险可控。

(2) 请补充披露标的公司养老金准备金相关政策，并结合计提时间的持续性说明养老金准备金对标的公司利润的影响

海德堡为大部分员工提供退休后的养老金计划，养老金计划由海德堡直接运营或委托私人保险机构运营。养老金金额取决于各个国家具体的情况、员工雇佣期限以及薪酬等因素。养老金负债包括当期需支付义务、以及未来应付的养老金。集团养老金计划包括固定收益计划（Defined Benefit Plans）以及固定缴费计划（Defined Contribution Plans）两部分。

对于固定收益计划，养老金负债使用预计单位福利法计算（IAS 19）。在该种方法下，每年都由精算师出具精算报告。计算固定收益计划负债现值使用的折现率基于自彭博选取的、期限和币种相匹配的 AA 级公司债券的收益率。死亡率和退休率依据 2005 年 G Heubeck 的寿命表（德国地区）以及其他国家类似的寿命表计算。养老金的服务成本在当期确认为人工成本，利息成本在当期确认为财务成本，而由于寿命预期、加薪、折现率变化引起的损益则确认为其他综合收益。按照海德堡主要精算假设，截至 2018 年 3 月 31 日、2017 年 3 月 31 日，固定收益计划产生的净负债分别为 5.22 亿欧元和 4.86 亿欧元，同比新增净负债 0.36 亿欧元。

对于固定缴费计划，强制缴纳部分直接被抵消确认为费用，海德堡不存在除此以外的应支付保险费义务。2017 财年和 2016 财年，固定缴费计划所产生的费用分别为 0.50 亿欧元和 0.48 亿欧元。

固定收益养老金负债期限受未来缴费情况影响，若精算基础假设不变，则固定收益养老金负债的期限基本固定。以 2017 财年为例，对海德堡利润的影响主要包括：（1）服务成本约 954.90 万欧元，（2）利息成本约 1,067.50 万欧元。

根据海德堡披露的年报，固定收益计划养老金负债的金额取决于未来养老金

支出的贴现利率。由于该利率是以高信用等级公司债券的收益率为基础的，因此这些债券的市场波动会影响养老金负债的金额。其他参数的变化，如通货膨胀率上升和预期寿命提高，也会影响养老金负债的金额。这些参数的变化会对养老金负债产生有利或不利的影 响。在有利的资本市场环境中，未来养老金支出的贴现利率提高以及养老金资产的增值将降低养老金和相关负债，从而增加所有者权益。

上述内容已在预案“第四节 交易标的基本情况/四、主要资产、负债和担保情况/（二）主要负债情况/1、养老金准备金情况”中进行了补充披露。

（3）请结合美国税法改革的相关政策、标的公司在美国市场的业务情况、销售占比等，说明 2017 财年递延所得税费用较大的原因及合理性，以及美国税法改革对标的公司利润的影响是否具有持续性

标的公司递延所得税费用较大的原因主要是受美国税务改革影响。标的公司的销售订单主要来自于 EMEA（欧洲、中东、非洲三地区的合称）、亚太、东欧、北美、南美等地区，根据标的公司披露的年报，其按区域销售情况如下：

单位：亿欧元，%

	2017 财年		2016 财年	
	金额	占比	金额	占比
EMEA	10.85	44.83%	10.88	43.11%
亚太	6.10	25.21%	6.46	25.59%
东欧	2.65	10.95%	2.54	10.06%
北美	3.99	16.49%	4.53	17.95%
南美	0.62	2.56%	0.83	3.29%
合计	24.20	100.00%	25.24	100.00%

以美国为主的北美市场是海德堡的第三大市场，根据海德堡年报披露，其 2016 财年美国地区产生收入约 3.51 亿欧元，2017 财年美国地区收入约 3.06 亿欧

元。由于美国税务改革议案通过了众议院和参议院投票，美国联邦税法（企业所得税）税率由 35% 削减为 21%。海德堡的美国子公司由于此前年度的亏损产生了递延所得税资产，由于此次税改需进行一次性的、非现金的重估调整。在 2017-2018 财年的合并报表中该递延所得税资产调整金额为 2,500 万欧元，相应需要计入税务费用（非现金支出）。

美国税务改革对海德堡未来的业绩影响主要有两方面：一是目前许多公司在美国的投资意愿受阻于税务政策的不确定性，随着税改方案的通过和不确定性的消除，预计海德堡的客户在美国将有显著的投资意愿及行动，从而提升海德堡收入。另一方面，从中长期考虑，在弥补完此前年度的累积亏损后，海德堡将受益于美国企业所得税率的降低，节约在美国的税务现金支出。

公司已在预案“重大风险提示”及“风险因素”中披露了标的公司税务风险。

（4）请结合标的公司经营、负债、费用等说明其持续经营能力是否存在重大不确定性，如是，请充分提示风险

1. 经营方面不存在重大不确定性

海德堡经营中面临的主要风险是由贸易保护主义政策以及全球经济失衡引致的宏观风险。若海德堡的主要销售市场（包括以德国为主的欧洲市场、美国市场和中国市场）的经济发展不及预期，将对海德堡的经营产生负面影响。此外，海德堡也面临技术风险引致的新产品和新运营模式的研发和实施受阻。总体而言，上述风险和不确定性可控：

首先，预计未来使用单张纸胶印机械生产的印刷产品在全球印刷市场的份额将维持稳定。此外，由于单张纸胶印机械行业的进入壁垒较高，因此预计不会因新的竞争者进入而造成市场竞争加剧。其次，海德堡的设备可以精准高速地运行纸张，海德堡仍将维持这一核心竞争力，因此，新的印刷技术供应商视海德堡为理想合作伙伴，通过结合合作方以及自身的技术创新优势，海德堡可更加迅捷地应对市场行情的变化。再次，海德堡遍布全球的强大销售和服务网络也是其重要优势之一。

此外，除单张纸胶印技术领先外，海德堡顺应全球数码印刷日益增长的潮流

进行战略转型，从技术导向的企业发展成为客户导向，并集中在数字化、包装、服务和软件等成长性细分领域发展。结合海德堡新型数码印刷机以及订购模式的发展，以及其研发投入，预计海德堡可在工业数字化印刷领域建立有利的市场地位，结合海德堡的全球化服务和物流网络，海德堡在订购模式等弱周期性领域将有较大发展潜力。

2. 负债方面不存在重大不确定性

海德堡的运营模式导致其资本需求较大，资产负债率较高。为适应较高的资本投入需求，海德堡的融资策略是在保证偿债能力和优化融资成本的前提下，多元化金融工具、最大化资本优势。海德堡目前的金融负债主要包括可转债（2022年3月到期）、公司债（2022年5月到期）、财团信用工具、发展贷款和其他融资工具（如欧洲投资银行的授信）等。海德堡近几年有多笔再融资，具体如下：

（1）2023年3月到期，总额3.2亿欧元的循环信用工具；（2）2022年3月到期，总额5,900万欧元的可转债；（3）2022年5月到期，总额1.5亿欧元的公司债；（4）2024年到期，总额1亿欧元的欧洲投资银行贷款；（5）总额6,500万欧元的不动产贷款；（6）总额3,600万欧元的其他融资工具等等。因此，考虑到海德堡多元化的融资工具、充足的授信额度以及未来展期的空间，其偿债风险可控。

3. 费用方面不存在重大不确定性

近年来海德堡的期间费用和运营利润率相对稳定。2017财年、2016财年和2015财年期间费用（SG&A）占销售收入比重分别为37.3%、35.1%和34.8%，2017财年、2016财年和2015财年息税折旧摊销前利润率（EBITDA Margin）分别为5.8%、5.6%和5.6%²。按照海德堡披露的中期发展计划，目前其着眼于优化运营以提高盈利能力，包括采用敏捷制造（Agile Production）、平台化生产、降低流程复杂性、优化场地运用、流水线优化以及组织结构优化等。综合以上措施预计5年内可以降低流程相关和结构性费用约5,000万欧元。根据海德堡的公开资料，结合上述的新的数字化业务模式发展和产量提升，海德堡预计其息税折旧摊销前利润（EBITDA）在2022年达到1亿欧元，相应的息税折旧摊销前利润

² 数据来源：Capital IQ

率将提升至 10%。

(5) 独立财务顾问、会计师核查意见

独立财务顾问认为：

为满足复杂定制化的生产运营模式，并维持其领先的行业地位，海德堡需要保持较高的资本投入，从而导致其资产负债率较高。同时，考虑到标的公司多元化的融资工具、经营性现金流为正值，充足的授信额度其偿债风险可控。

海德堡为大部分员工提供退休后养老准计划，分为固定收益计划和固定缴费计划两类。固定收益计划负债由精算师根据基础假设计算确定，其服务成本计入人工成本，利息成本计入财务成本，而精算假设变化导致的损益则计入其他综合收益。固定缴费计划的强制缴纳部分直接计入费用。

由于美国税法改革，海德堡需重新计算其美国子公司由于以前年度的亏损产生的递延所得税资产，并针对递延所得税资产进行一次性的、非现金支出的账务调整。一方面，由于美国是海德堡的重要市场之一，因此税改对其影响显著；另一方面，税改因素预计未来可为海德堡减少税务现金支出，带来潜在收益。

海德堡市场地位牢固、技术领先，且在积极发展新的数字化技术和业务模式，经营风险可控，不存在重大不确定性。海德堡具备多元化的融资工具、充足的授信额度，其偿债风险可控，债务方面不存在重大不确定性。海德堡近年来费用率和运营利润率相对稳定，且正在实施运营优化改革，费用方面不存在重大不确定性。

4、预案显示，标的公司考虑在你公司建立不超过公司21%股权的交叉持股，以加强两家公司之间的战略伙伴关系。请说明交叉持股的可行性，是否符合证券监管相关法律法规的规定，是否构成本次交易的法律障碍，对本次交易及交易完成后公司治理的影响。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

回复：

(1) 交叉持股的可行性，是否符合证券监管相关法律法规的规定，是否构

成本次交易的法律障碍，对本次交易及交易完成后公司治理的影响

首先，本次交易双方并非证券公司及期货公司，不适用《证券公司设立子公司试行规定》及《期货公司管理办法》禁止交叉持股的规定。现行《公司法》和《证券法》等相关法律法规并没明确禁止或限制公司（非证券公司及/或期货公司）的交叉持股。交叉持股不违反《公司法》等法律法规规定。

其次，海德堡提出拟持有长荣股份 21% 的股权，并非本次交易的先决条件，仅为双方拟加强战略合作伙伴关系的意向性表达，双方并无在本次交易或本次交易之后就交叉持股具体事宜进一步协商的计划和安排，未就交叉持股的具体股份数量、股份价格及任何有关交叉持股的具体事项达成合意。

鉴此，海德堡提出的交叉持股提议不违反证券监管相关法律法规的规定，不构成本次交易的法律障碍。另外，长荣股份具备健全的股东大会、董事会、监事会制度，本次交易完成后，长荣股份的公司治理结构不会因海德堡交叉持股的提议产生任何变化。

如果本次交易完成后海德堡提出交叉持股的具体方案，长荣股份将按照届时有效的证券相关法律、法规及行业规范要求具体分析交叉持股方案的合法合规性。

(2) 独立财务顾问、律师核查意见

独立财务顾问认为：

根据相关法律法规，交叉持股不违反《公司法》等法律法规规定；长荣股份具备健全的股东大会、董事会、监事会制度，本次交易完成后，长荣股份的公司治理结构不会因海德堡交叉持股的提议产生任何变化；本次交易中海德堡提出拟持有长荣股份 21% 的股权，并非本次交易的先决条件，仅为双方拟加强战略合作伙伴关系的意向性表达；鉴此，海德堡提出的交叉持股提议不违反证券监管相关法律法规的规定，不构成本次交易的法律障碍；如果本次交易完成后海德堡提出交叉持股的具体方案，长荣股份将按照届时有效的证券相关法律、法规及行业规范要求具体分析交叉持股方案的合法合规性。

(以下无正文)

（此页无正文，系《华泰联合证券有限责任公司关于深圳证券交易所<关于对天津长荣科技集团股份有限公司的重组问询函>相关问题之核查意见》之盖章页）

华泰联合证券有限责任公司（盖章）

2019年2月15日