

以下財務狀況及經營業績的討論應與本招股章程附錄一A所載本集團於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日及截至該等日期止年度以及於二零一二年及二零一三年六月三十日及截至該等日期止六個月的經審核綜合財務報表及相關附註、附錄一B所載瑞信達甘南於二零一零年十二月三十一日及截至該日止年度以及於二零一一年九月三十日及截至該日止九個月的經審核綜合財務報表及相關附註，以及附錄一C所載原生態和平於二零一零年十二月三十一日及截至該日止年度以及於二零一一年九月三十日及截至該日止九個月的經審核綜合財務報表及相關附註一併閱讀。載於附錄一A、一B及一C的綜合財務報表已根據國際財務報告準則編製。

於二零一一年九月二十九日，我們完成對於瑞信達甘南及原生態和平的全部股本權益的收購，並接管於甘南歐美牧場及克東歐美牧場的現有原料奶生產業務。自二零一一年十月起，有關該業務營運的財務資料已包含在我們的綜合財務報表中。因此，我們於往績記錄期的業績及業務擴充未必能反映我們日後的業績及增長。

以下討論及分析包含若干前瞻性陳述，反映我們現時對日後事件及財務表現的看法。有關陳述乃以我們根據經驗及所知過往趨勢、現時狀況及預期未來發展，以及我們認為於若干情況下屬恰當的其他因素所作假設與分析為依據。然而，實際結果及發展會否符合我們的預期與預測則受多項非我們所能控制的風險及不明朗因素影響。請參閱「風險因素」及「前瞻性陳述」。

### 財務及其他資料概要

下文所載有關我們截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月的經審核綜合全面收益表及現金流量表，以及於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日的經審核綜合財務狀況表的財務資料概要乃摘錄自本招股章程附錄一A所載的會計師報告，並應與會計師報告及「一有關財務狀況及經營業績的管理層討論及分析」一併閱讀。

## 財務資料

### 綜合全面收益表概要

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止 六個月	
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
				(未經審核)	
收益	337	148,785	689,113	327,382	385,129
銷售成本	(224)	(97,404)	(428,630)	(200,129)	(234,667)
毛利	113	51,381	260,483	127,253	150,462
其他收入	6,461	2,585	17,513	1,505	10,018
議價收購收益	—	164,417	—	—	—
來自免息財務安排的收益	—	—	—	—	49,195
銷售及分銷開支	—	(3,294)	(17,383)	(8,052)	(9,248)
行政開支	(3,548)	(10,969)	(22,843)	(10,363)	(26,191)
融資成本	(525)	(24,170)	(45,742)	(19,635)	(58,180)
生物資產公平值變動減銷售成本	5,608	9,903	17,713	15,400	(16,462)
除稅前溢利	8,109	189,853	209,741	106,108	99,594
所得稅開支	—	—	—	—	—
年／期內溢利	<u>8,109</u>	<u>189,853</u>	<u>209,741</u>	<u>106,108</u>	<u>99,594</u>
將於隨後期間重新分類至損益的其他 全面開支：					
換算海外業務所產生的匯兌 差額	—	—	—	—	(2,440)
年／期內全面收益總額	<u>8,109</u>	<u>189,853</u>	<u>209,741</u>	<u>106,108</u>	<u>97,154</u>

### 經節選綜合財務狀況表

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
非流動資產	701,114	2,156,516	2,360,248	2,453,251
流動資產	125,264	229,910	233,007	594,118
流動負債	507,582	1,402,214	1,704,308	1,312,248
流動負債淨額	(382,318)	(1,172,304)	(1,471,301)	(718,130)
資產淨額	<u>190,876</u>	<u>380,729</u>	<u>590,470</u>	<u>1,143,130</u>

### 經節選綜合現金流量表

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止 六個月	
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
				(未經審核)	
年初現金及現金等價物	38,604	73,882	17,419	17,419	7,748
經營活動所得現金流量淨額	213,146	74,706	128,837	21,267	23,044
投資活動所用現金流量淨額	(299,188)	(563,735)	(219,320)	(43,853)	(162,161)
融資活動所得現金流量淨額	121,320	432,566	80,812	28,205	539,088
現金及現金等價物增加／(減少)淨額	35,278	(56,463)	(9,671)	5,619	399,971
外匯匯率變動影響，淨額	—	—	—	—	250
年末現金及現金等價物	<u>73,882</u>	<u>17,419</u>	<u>7,748</u>	<u>23,038</u>	<u>407,969</u>

## 非國際財務報告準則財務衡量指標

我們已於本招股章程載入年／期內經調整溢利及經調整純利率，並已提供年／期內溢利與年／期內經調整溢利的對賬。年／期內經調整溢利指不包括下列者的年／期內溢利：(i)生物資產公平值變動減銷售成本，(ii)議價收購收益，及(iii)來自免息財務安排的收益。經調整純利率乃透過得出年／期內經調整溢利佔同年／期收益的百分比計算。

年／期內經調整溢利及經調整純利率並非國際財務報告準則項下的標準衡量指標。我們已將年／期內經調整溢利及經調整純利率包括在內，以作為評估我們的營運表現的補充財務衡量指標。年／期內經調整溢利及經調整純利率不應個別考慮，亦不應詮釋為年／期內溢利的替代指標或我們的營運表現或盈利能力的指標。

## 有關財務狀況及經營業績的管理層討論及分析

### 概覽

按二零一二年的畜群規模及產量計，我們是一家領先的中國乳牛畜牧公司，致力於生產超優質原料奶。截至二零一二年十二月三十一日，我們的四個牧場共飼養37,000頭乳牛，每日生產約460噸原料奶。於二零一二年，我們所有牧場上的乳牛每頭平均每年產奶量達8.9噸，較行業平均數高出約62%。於二零一二年，我們原料奶的平均售價達到每噸約人民幣4,100元，較中國主要生產地區的原料奶平均售價高出約25%，主要歸因於我們的原料奶質量超卓。於二零一三年六月三十日，我們共有38,788頭乳牛。截至二零一三年六月三十日止六個月，我們原料奶的平均售價達到每噸約人民幣4,527元，較截至二零一二年六月三十日止六個月上升10.9%。

截至二零一三年六月三十日，我們擁有及經營的所有牧場均位於由中國東北部邊陲的兩個省份黑龍江省和吉林省的部分地區組成的松嫩平原。我們各個牧場的實際設計規模為可容納介乎6,000至18,000頭乳牛，躋身中國最大型牧場之列，並按現代化的佈局設計和建設及裝有自動化設備，以確保高產奶量和成本效益兼備。據歐睿國際表明，我們的原料奶質量超卓。我們的原料奶的平均微生物數目和體細胞數目分別低至4,000個／毫升及162,000個／毫升，而平均蛋白質和脂肪比例則分別高達3.4%和4.2%。按該等參數計算，我們的原料奶被視為中國最安全和最有營養的原料奶，因此國內領先乳品製造商對其需求殷切。於往績記錄期，我們的五大客戶為伊利集團、蒙牛集團、飛鶴乳業集團、光明乳業集團及艾倍特，當中大部分為中國領先的乳品製造商。在該等客戶之中，中國的兩大乳品品牌蒙牛集團及飛鶴乳業集團向我們採購優質原料奶，以主要供生產彼等的高端乳品之用。截至二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一三年六月三十日止六個月，我們就售出168,070噸及85,079噸原料奶分別錄得銷售額人民幣689.1百萬元及人民幣385.1百萬元。

我們的收益於往績記錄期大幅增長。我們的總銷量由二零一零年的95噸上升至二零一一年年的35,722噸，並再升至二零一二年的168,070噸。我們的總銷量由截至二零一二年六月三十日止六個月的80,209噸上升至截至二零一三年六月三十日止六個月的85,079噸。我們的總收益由二零一零年的人民幣0.3百萬元增加至二零一一年年的人民幣148.8百萬元，並再增至二零一二年的人民幣689.1百萬元。我們的總收益由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣327.4百萬元增加至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣385.1百萬元。我們的毛利由二零一零年的人民幣113,000元增加至二零一一年年的人民幣51.4百萬元，並再增至二零一二年的人民幣260.5百萬元。我們的毛利由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣127.3百萬元增加至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣150.5百萬元。

### 呈列基準

於二零一一年九月，我們根據日期為二零一一年八月一日的歐美轉讓協議完成向飛鶴乳業黑龍江及馬錦延先生收購瑞信達甘南及原生態和平的全部股權，並於二零一一年九月二十九日完成收購。其後我們接管甘南歐美牧場及克東歐美牧場的現有原料奶生產業務。由於我們截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月的財務資料因「歷史、發展及重組」所述的交易而未能單獨全面反映我們營運中業務的業績及財務狀況，故我們已於本招股章程收錄本集團、瑞信達甘南及原生態和平的會計師報告（分別為附錄一A、附錄一B及附錄一C）。

根據本招股章程「歷史、發展及重組—重組」內詳述的重組，本公司於二零一二年十月二十六日成為現時組成本集團的公司的控股公司。重組前，現時組成本集團的公司由控股股東共同控制。因此，就會計師報告而言，財務資料已採用合併會計原則編製，猶如重組已於往績記錄期初完成。

本集團於往績記錄期的綜合全面收益表、財務狀況表、權益變動表及現金流量表包括現時組成本集團的所有公司自最早呈報日期或自附屬公司及／或業務首次由控股股東共同控制當日（以較短期間為準）起的業績及現金流量。本集團已從控股股東的角度使用現有賬面值編製於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日的綜合財務狀況表，以呈報附屬公司及／或業務的資產及負債。概無作出調整以反映公平值或確認任何因重組而產生的新資產或負債。

所有集團內部交易及結餘已於合併賬目時抵銷。

財務報表乃根據國際財務報告準則而編製，其包括國際會計準則理事會批准的所有準則及詮釋。於編製整段往績記錄期的財務資料時，申報實體已提早採納所有自二零一二年一月一日開始的會計期間生效的國際財務報告準則，連同相關過渡條文。除生物資

## 財務資料

產按公平值計量外，該等資料乃根據歷史成本慣例編製。除非另有指明外，該等財務報表以人民幣列值，且所有價值均已調整至最接近千位數。

由於我們已收取李淑霞女士向我們其中一家附屬公司注資約人民幣459百萬元並根據我們與飛鶴乳業黑龍江於二零一三年四月訂立的補充協議重新分類應付飛鶴乳業集團的款項，因此，儘管本集團於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日分別錄得流動負債淨額人民幣382.3百萬元、人民幣1,172.3百萬元、人民幣1,471.3百萬元及人民幣718.1百萬元，財務報表乃根據持續經營概念而編製。我們預期透過：(i)收取全球發售的所得款項；(ii)於上市後將首次公開發售前投資由負債重新分類至股本；及(iii)在我們的牧場進入成熟階段後動用經營活動產生的現金流量，我們的淨流動負債狀況將會改善。

### 影響我們的經營業績及財務狀況的因素

我們的經營業績及各期間財務業績的可比較性受多種外在因素影響。我們的綜合財務報表可能由於多項原因而未必為我們的未來盈利、現金流量或財務狀況的指標，當中包括下文所述的因素：

#### 畜群的規模及擴充

我們的經營業績極受到我們的畜群擴充所影響。於往績記錄期，我們經營四個牧場，乳牛數目由二零一零年十二月三十一日的7,893頭及二零一一年十二月三十一日的32,219頭增加至二零一二年十二月三十一日的37,000頭，並進一步增加至二零一三年六月三十日的38,788頭。我們畜群中的成母牛數量上升讓我們能銷售更多原料奶。有關產奶量的更多資料，請參閱下文「一產奶量」。然而，由於質量超卓，故對我們原料奶的需求於整個往績記錄期均超過我們的供應量。下表載列我們於所示期間的原料奶銷量以及原料奶銷售額：

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止 六個月	
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一二年	二零一三年
原料奶銷量(噸) . . . . .	95	35,722	168,070	80,209	85,079
原料奶銷售額(人民幣千元) . . . . .	337	148,785	689,113	327,382	385,129

下表載列我們於所示日期的乳牛總數：

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
成母牛 . . . . .	97	14,950	20,643	20,885
青年牛及犏牛 . . . . .	7,796	17,269	16,357	17,903
乳牛總數 . . . . .	<u>7,893</u>	<u>32,219</u>	<u>37,000</u>	<u>38,788</u>

由於我們處於業務擴充的初期，且以畜群的泌奶周期而言我們仍未達到成熟階段，於往績記錄期，我們的業務規模大幅擴張。我們的畜群規模由二零一零年十二月三十一日的7,893頭快速增長至二零一一年十二月三十一日的32,219頭，乃由於(i)收購牧場，(ii)採購進口青年牛，及(iii)於我們自有的牧場繁育犏牛及青年牛。於我們的首個牧場克東

原生態牧場於二零零九年開始營運時，我們採購從烏拉圭、新西蘭及澳洲進口的荷斯坦種青年牛。我們自此繼續採購優質進口荷斯坦種青年牛以擴大我們的畜群規模。於往績記錄期，由於採購進口青年牛，我們的畜群新增了9,539頭青年牛。自二零一一年三月起至最後實際可行日期，我們並無採購任何進口青年牛，乃由於我們於本期內能透過使用自行繁育的青年牛維持我們所有牧場的營運。

我們的畜牧規模的增長亦是由於我們自行繁育的犏牛及青年牛數目大幅增加。我們的畜群規模由二零一一年十二月三十一日的32,219頭及二零一二年十二月三十一日的37,000頭增加至二零一三年六月三十日的38,788頭，乃由於我們於自有牧場繁育犏牛及青年牛。雌性犏牛自出生起計六個月後成為青年牛，並於誕下首頭犏牛後成為成母牛。一般而言，我們每頭成母牛每隔400日便會誕下一頭犏牛，並可在被淘汰前誕下最多六頭犏牛。因此，待我們自行繁育的犏牛及青年牛成熟後，我們預期我們的畜群規模將較以往增長得更快速。此畜群規模的增長乃歸因於我們通過利用現代化繁殖技術令自行繁育的犏牛數目增加，惟部分被定期淘汰產奶量低的泌乳牛所抵銷。

我們計劃於未來三年內在松嫩平原增建五個牧場，包括一個供教育旅遊用的牧場、一個專供飼養後備牛用的牧場及三個供商業生產用的牧場，並計劃於二零一七年達到約100,000頭乳牛的總畜群規模。我們擬於日後興建的牧場複製我們營運超大型牧場的業務模式。我們相信，擴充業務規模除令產奶量及銷量上升外，亦讓我們提升營運效率、優化我們的系統化牧場管理以及控制營運成本，從而進一步達到規模經濟效益。

### 產奶量

我們的牛隻的產奶量受多項因素所影響，包括乳牛的泌奶階段、品種、遺傳及飼料。

我們已採取以下措施以提升我們每頭乳牛的產奶量：

- 我們從國際供應商進口經挑選的荷斯坦種公牛的精液，以改良我們畜群的基因組合及未來各代畜群的產奶能力；
- 我們定期淘汰或出售低產乳牛以改善成本效益；
- 優化我們乳牛的飼料類別及組合；及
- 遵循嚴格的疾病控制措施以確保我們的牛隻健康。

母牛的產奶量於第一個泌奶周期一般較最高峰的第三至第四個泌奶周期為低。截至二零一三年六月三十日，我們29.3%、43.7%、18.6%、7.0%及1.4%的成母牛分別處於第一、第二、第三、第四及第五個(或其後的)泌奶周期。我們預期，於未來數年當我們更大比例母牛到達其第三至第四個泌奶周期時，我們的平均產奶量將受到正面影響。

我們的原料奶銷售額於往績記錄期有所增長主要由於成母牛數目增加，惟部分被每頭母牛的平均產奶量下降所抵銷。於往績記錄期，我們的所有牧場的每頭牛的平均產奶量極受我們的畜群結構影響。由於我們的乾奶牛不生產原料奶，因此，於任何一段期間的乾奶牛佔成母牛總數的百分比增加會令我們的牧場的每頭牛的平均產奶量下降。我們的每頭牛平均年度產奶量由二零一零年的10.7噸減少至二零一一年的9.2噸，及於二零一二年減少至8.9噸。截至二零一三年六月三十日止六個月，我們每頭牛的平均產奶量為8.6噸。由於我們的畜群的結構，我們的乾奶牛佔我們的成母牛的百分比於二零一二年較二零一一年為高。由於我們為發展中的乳牛畜牧業公司，我們於二零一一年購入大量進口青年牛，牠們大部分差不多同時懷孕，並於二零一一年開始生產原料奶時成為成母牛。該等成母牛於二零一二年誕下犢牛前60天同期成為乾奶牛。我們於二零一零年每頭牛的平均年度產奶量較二零一一年為高，原因為我們於二零一零年僅有97頭成母牛，其中只有極少數處於乾奶期。於二零一三年上半年，我們每頭牛的平均產奶量減少，乃由於二零一三年初冬天的天氣情況惡劣，導致我們牛隻的產奶量下跌。隨著我們的牧場轉趨成熟及我們牛隻的年齡組合變得平衡，我們預期我們的每頭牛的平均產奶量將會改善及逐步更趨穩定。

### 原料奶價格

我們的銷售及溢利受到原料奶價格影響。我們過往的平均銷售價格乃將各年的收益除以同年的銷量計算得出。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度，我們的原料奶平均售價分別為每噸人民幣3,547.4元、每噸人民幣4,165.1元及每噸人民幣4,100.2元。我們原料奶的平均售價由截至二零一二年六月三十日止六個月的每噸人民幣4,081.6元增加至截至二零一三年六月三十日止六個月的每噸人民幣4,526.7元。我們的原料奶一般以高於市場平均售價的價格出售，主要是由於我們原料奶的品質較高。我們的原料奶售價受多種因素綜合影響，包括季節性因素、牛奶的質量、客戶多樣性及組合、市價及飼料成本。於往績記錄期，我們主要透過一年期合約向客戶就出售原料奶。一般而言，我們的客戶會向我們支付底價，並在符合若干質量標準的情況下上調價格。質量標準乃按(其中包括)原料奶的微生物數目、脂肪及蛋白質含量水平以及冰點釐定。由於我們出售予每個客戶的原料奶售價會因與客戶的個別磋商而有所不同，故售予客戶的數量比例的任何變動將會影響我們的整體平均售價，並最終影響我們的經營業績。我們相信，隨著我們因原料奶產量的增加及於行內聲譽的提升而拓闊客戶基礎，我們將具備更大的議價能力。

原料奶的平均售價在某程度上受季節所影響。一般而言，原料奶的產量於冬季(即一個曆年的第一及第四季)較低，而此時對原料奶的需求則通常較高，因此原料奶於冬季的價格一般較高。我們於二零一一年九月收購兩個牧場，此令我們的產量於該年度第四季大幅增加，由於該季度的售價較其他季度的平均售價為高，故我們的平均售價於二零一零年至二零一一年間大幅上升。我們的原料奶平均售價由截至二零一二年六月三十日止六個月的每噸人民幣4,081.6元增加至截至二零一三年六月三十日止六個月的每噸人民幣4,526.7元，乃由於：(i)優質原料奶的本地供應由於個體及小型牧場因低成本效益而增加牛隻淘汰而減少；及(ii)中國政府於二零一三年實施一系列政策以推廣中國持續供

應優質原料奶。我們的原料奶平均售價分別由七月的每噸人民幣4,790.4元及八月的每噸人民幣4,807.9元上升至九月的每噸人民幣5,044.3元，主要是由於中國優質原料奶的供應於二零一三年下半年持續下跌。

此外，我們過往會透過與客戶磋商價格升幅而調整我們的原料奶價格以反映飼料成本的增幅，並且我們能夠將部分該等成本增幅轉嫁予客戶。我們預期我們的經營業績將繼續受我們的原料奶價格的影響。倘我們成功維持我們原料奶的優越品質並繼續藉提高價格將我們飼料成本的部分增幅轉嫁予客戶，我們的銷售額將持續上升。然而，倘我們未能實現上述目標，或倘原料奶的市價普遍下滑，則我們可能面對價格下調壓力，這可能對我們的經營業績造成不利影響。

### 飼料成本

我們的經營業績很大程度上受飼料成本所影響，其中包括精飼料(玉米、大豆粕及棉籽粕)及粗飼料(玉米青貯、牧草及苜蓿)成本。我們成母牛的飼料成本乃計入銷售成本，而青年牛及犢牛的飼料成本則被資本化。我們的成母牛飼料成本於截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度分別為人民幣0.2百萬元、人民幣76.8百萬元及人民幣339.3百萬元，分別佔我們截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度的銷售成本的75.9%、78.9%及79.2%。我們的成母牛的飼料成本於截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月分別為人民幣160.2百萬元及人民幣181.7百萬元，分別佔我們截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月的銷售成本的80.1%及77.4%。我們的飼料成本上升乃由於往績記錄期內的飼料消耗量因我們的乳牛變得成熟及畜群規模有所擴大而有所增加所致。我們預期飼料成本將繼續構成我們銷售成本的一大部分。

我們的飼料成本受季節性飼料產量、商品市場價格波動及飼料配方變動等因素所影響。為讓我們能靈活應付精飼料市價的波動，我們透過於市價較優惠時與國內供應商訂立短期協議以滿足我們的精飼料要求。就粗飼料供應而言，我們一般訂立為期五個月以下的短期採購協議以購買優質苜蓿，但每年根據玉米青貯及牧草的季節性生長模式採購有關飼料。我們亦與當地供應商訂立為期8至12個月的短期採購協議，據此，彼等按照我們的規格種植玉米青貯。

於二零一二年十月之前，我們按照將每月飼料成本除以每月成母牛平均數目計算每頭成母牛每日的飼料成本，而每月成母牛平均數目乃按照將月初及月底的成母牛簡單平均數乘以該月的日數計算得出。自二零一二年十月起，我們能夠按每日基準計算我們的每頭成母牛的飼料成本。我們的每頭成母牛每日飼料成本於二零一零年至二零一一年間輕微上升，主要是由於二零一一年的飼料採購價格較二零一零年有所上升。我們的每頭成母牛每日飼料成本於二零一一年至二零一二年下跌，主要由於：(i)我們改變飼料配方以在提升營養價值的同時降低飼料成本；及(ii)我們的畜群結構趨於成熟及我們的乾奶牛佔成母牛百分比上升，而此令精飼料的飼料成本得以下降。於二零一三年上半年，我們每頭成母牛的每日飼料成本較二零一二年同期增加，主要由於飼料價格於二零一三年上半年增加以及給予成母牛於其第一個泌奶周期的飼料數量增加(作為我們經改善飼料管理的一部分)。



## 財務資料

以下敏感度分析說明飼料成本的假設性變動對我們於往績記錄期內的純利造成的影響：

### 截至二零一零年

#### 十二月三十一日止年度

飼料成本變動%	10%	5%	2%	1%	-1%	-2%	-5%	-10%
相應純利(人民幣千元)	8,087	8,098	8,105	8,107	8,111	8,113	8,120	8,131
純利變動%	0.28%	0.14%	0.06%	0.03%	-0.03%	-0.06%	-0.14%	-0.28%

### 截至二零一一年

#### 十二月三十一日止年度

飼料成本變動%	10%	5%	2%	1%	-1%	-2%	-5%	-10%
相應純利(人民幣千元)	180,113	184,983	187,905	188,879	190,827	191,801	194,723	199,593
純利變動%	5.13%	2.57%	1.03%	0.51%	-0.51%	-1.03%	-2.57%	-5.13%

### 截至二零一二年

#### 十二月三十一日止年度

飼料成本變動%	10%	5%	2%	1%	-1%	-2%	-5%	-10%
相應純利(人民幣千元)	166,878	188,310	201,168	205,455	214,027	218,314	231,173	252,604
純利變動%	20.44%	10.22%	4.09%	2.04%	-2.04%	-4.09%	-10.22%	-20.44%

### 截至二零一三年

#### 六月三十日止六個月

飼料成本變動%	10%	5%	2%	1%	-1%	-2%	-5%	-10%
相應純利(人民幣千元)	76,127	87,861	94,901	97,247	101,941	104,287	111,327	123,061
純利變動%	23.56%	11.78%	4.71%	2.36%	-2.36%	-4.71%	-11.78%	-23.56%

有關與我們飼料成本波動有關的風險，請參閱「風險因素—與我們的業務有關的風險—我們的業務及經營業績或會因飼料價格波動或飼料供應中斷而受到不利影響」。

## 政府政策及稅項

自二零零六年起，中國政府實施多項政策以促進及改善畜牧業的工業化及專業化水平，加快培育及促進繁育良種家畜，及提升乳牛的產奶量。該等政策對中國乳牛畜牧業的增長及發展提供支持。自二零零八年發生三聚氰胺事件以來，中國政府加強了對乳牛畜牧業的監管，包括頒佈眾多新規例（如《國務院關於促進畜牧業持續健康發展的意見》、《國務院關於促進奶業持續健康發展的意見》、《國務院辦公廳關於統籌推進新一輪「菜籃子」工程建設的意見》及《農業部關於加快推進畜禽標準化規模養殖的意見》），宣傳及鼓勵大規模標準化養殖畜禽。有關規例要求相關政府部門及地方政府通過提供政府補貼、政府協助、銀行貸款利息回扣、保險金補貼及土地使用權等形式支持發展大規模畜牧養殖。

因此，我們於整個往績記錄期內得到各種形式的政府支持。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們分別收取政府補助人民幣5.0百萬元、人民幣0.9百萬元、人民幣14.4

百萬元、人民幣0.1百萬元及人民幣7.6百萬元。該等補助基於政府有利於乳牛畜牧業的政策而向我們發放，該等政策促進(其中包括)提高畜牧業的工業化及專業化水平、加快畜群繁育及推進繁育良種家畜。於最後實際可行日期，我們已滿足獲發有關政府補貼的所有條件。我們亦於截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度分別收取利息回扣人民幣7.3百萬元、人民幣3.8百萬元及人民幣10.9百萬元，有關款項已自融資成本扣除。我們於截至二零一三年六月三十日止六個月並無收取任何利息回扣。我們預期於可見未來將繼續取得類似支持。有關該等政府政策的其他資料，請參閱「監管—與行業有關的法律及法規—有關現代畜牧業及奶業的政策」。

於往績記錄期，我們的經營業績受到整體上有利於中國原料奶生產商的稅項政策的正面影響。根據中國相關稅法及法規，企業自飼養禽畜活動產生的收入可獲豁免繳納中國企業所得稅。此外，銷售自行生產的初級農產品亦可獲豁免繳納增值稅。由於該等政策，我們的原料奶銷售不受中國企業所得稅或增值稅規限。如我們的中國法律顧問所告知，根據現行中國稅法及法規，(i)只要我們的相關中國附屬公司完成向相關主管稅務機關進行必要的存檔或取得必要的批准，我們在享有有關中國企業所得稅及增值稅豁免方面並無法定時限，及(ii)我們在續新有關存檔或取得有關批准方面並無重大法律障礙。然而，倘中國政府改變有關法律及法規並開始對原料奶銷售徵收企業所得稅或增值稅，則我們的盈利能力將受到負面影響。

### 乳牛

乳牛(包括成母牛、青年牛及犢牛)於初步確認時及各報告期末按公平值減銷售成本計量，所得收益或虧損於產生期間於損益內確認。銷售成本為出售一項資產直接產生的增量成本(主要包括運輸成本，惟融資成本及所得稅除外)。乳牛的公平值由專業估值師按乳牛的現時位置及狀況獨立釐定。

成母牛(即泌乳牛及乾奶牛)的飼養成本乃分配至銷售成本，而包括青年牛及犢牛折舊及飼料成本在內的飼養成本則會被資本化，直至該等乳牛開始產奶為止。

### 生物資產的公平值變動

我們的業績已經且我們預期將繼續受生物資產的公平值變動所影響。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年六月三十日止六個月，我們的經營業績分別受金額為人民幣5.6百萬元、人民幣9.9百萬元、人民幣17.7百萬元及人民幣15.4百萬元的生物資產公平值變動減銷售成本所產生的收益所正面影響。截至二零一三年六月三十日止六個月，我們錄得乳牛公平值變動減銷售成本虧損人民幣16.5百萬元。生物資產公平值變動減銷售成本指因我們的生物資產的生物特徵及市價變動而導致的該等資產的公平值收益／虧損加上出售欠佳乳牛所得收益／虧損，減

去銷售成本。乳牛的公平值乃按以下基準釐定：(i)截至各報告期末的市價並參考年齡及成本而作出調整，以反映乳牛特性及／或生長階段的差異；或(ii)倘無市價，則為來自乳牛的預期現金流量淨額按現行市場利率貼現的現值。

青年牛及犢牛的公平值乃參考年齡、品種及基因優點相若的青年牛及犢牛的市價釐定，而成母牛的公平值則為根據有關成母牛的預期現金流量淨額按現行市場利率貼現的現值。於應用該等估值方法時，獨立估值師乃依賴有關(其中包括)原料奶價格、每頭乳牛的預期產奶量、淘汰率、成本及貼現率等多項假設。我們乳牛的公平值可能會受(其中包括)該等假設的準確度所影響。估計的任何變動均可能大幅影響乳牛的公平值。向上調整不會為我們的經營產生任何現金流入。獨立合資格專業估值師及我們的管理層定期審閱假設及估計，以識別乳牛公平值的任何重大變動。我們預期，我們的業績將繼續受畜群的公平值變動所影響。有關為我們的畜群進行估值時所應用的估值方法的更多資料，請參閱本招股章程附錄一A所載的會計師報告第II節附註15。

### **重大會計政策、判斷及估計**

我們的主要會計政策及估計載於本招股章程附錄一A所載的會計師報告第II節附註2.3及2.4。國際財務報告準則規定，本集團須就真實公平反映我們的業績及財務狀況而採納及作出公司董事認為當前最適合的會計政策及估計。重大會計政策、判斷及估計乃該等需要管理層作出判斷及估計的會計政策，倘若管理層應用不同的假設或作出不同的估計，結果將截然不同。我們相信最複雜及敏感的判斷(由於該等判斷對財務資料的重要性使然)乃主要因需對具有內在不確定性的事宜的影響作出估計而產生。該等範疇的實際結果可能有別於我們的估計。我們已確認以下會計政策及估計，我們相信這些會計政策及估計對我們的財務資料最為關鍵，亦涉及最重大的估計與判斷。

### **政府補貼**

當有合理把握可獲得政府補貼及將符合所有附帶條件，政府補貼將按公平值予以確認。倘補貼與一項開支項目有關，其乃按系統性基準確認為補貼所補償的成本支銷的期間的收入。

倘補貼與一項資產有關，公平值會計入遞延收入賬，並在有關資產的預計可使用年期內逐年按等額分期撥入收益表，或自資產的賬面值扣減並以扣減折舊開支的方式撥入收益表。

### 業務合併

業務合併乃採用收購法入賬。所轉讓的代價按公平值於收購日期計量，而公平值為我們於收購日期轉讓的資產的公平值、我們向被收購方原擁有人承擔的負債及我們為交換被收購方的控制權而發行的股本權益的總和。就各項業務合併而言，我們可選擇按公平值或被收購方可識別資產淨額所佔比例，計量現時為所有權權益並賦予其持有人於清算時按比例攤分資產淨額的被收購方非控股權益。非控股權益之所有其他組成部分按公平值計量。收購相關成本於產生支銷。

我們於收購一項業務時，我們會根據合約條款以及於收購日期的經濟環境和相關條件，評估將承接的金融資產及金融負債，以作出合適的分類及指定。此包括將被收購方主合約中的嵌入式衍生工具進行分離。

倘業務合併乃分段進行，則先前持有的股本權益乃按收購日期的公平值重新計量，而由此產生的任何損益則會於損益確認。

收購方將轉讓的任何或然代價於收購日期按公平值確認。分類為一項為金融工具並屬國際會計準則第39號範圍內資產或負債的或然代價乃按公平值計量，而公平值的變動則確認為損益或作為其他全面收益的變動。對於屬國際會計準則第39號範圍外的或然代價，其按照適用的國際財務報告準則計量。倘或然代價分類為權益，則不會重新計量，而其後結算會於權益入賬。

### 物業、廠房及設備及折舊

除在建工程外之物業、廠房及設備乃按成本或估值減累計折舊及任何減值虧損入賬。倘物業、廠房及設備項目歸類為持作出售或屬持作出售的待處置組別的一部分，則不作折舊處理並根據國際財務報告準則第5號入賬，有關「非流動資產及持作出售的待處置組別」的會計政策對此已作進一步闡述。物業、廠房及設備項目的成本包括其購買價及任何使資產達到可使用狀態和地點作擬定用途的直接應佔成本。

物業、廠房及設備項目投入運作後產生的開支（例如維修和保養開支）一般於產生期間自收益表扣除。於符合確認條件的情況下，重大檢修的開支於資產賬面值中資本化為一項重置。倘物業、廠房及設備的重要部分須分階段更換，則我們將該等部分確認為具有特定使用年期的個別資產並相應計提折舊。

## 財務資料

折舊乃按其估計可使用年期以直線法計算，將物業、廠房及設備各項目的成本或估值撇銷至其剩餘價值。就此所使用的主要年率如下：

樓宇	3%
租賃物業裝修	租期及18%之較短者
傢俱及裝置	18%
廠房及機械	6%至7%
汽車	11%至12%

倘物業、廠房及設備的某項目部分具有不同的可使用年期，則該項目的成本或估值會按合理基準分配至各部分中，而每一部分會個別進行折舊。剩餘價值、可使用年期及折舊方法最少須於各財政年度結算日進行審查，並在適當情況下作出調整。

一項包括任何經初始確認的重要部分的物業、廠房及設備乃於已售出或預期不會因使用或售出有關資產而產生任何未來經濟利益時終止確認。於終止確認資產當年的收益表中所確認因售出或報廢而產生的任何損益為有關資產的出售所得款項淨額與賬面值之間的差額。

在建工程主要指建造中的樓宇及租賃物業裝修，按成本減任何減值虧損列賬，且不予折舊。成本包括直接建造成本及建造期間的有關借入資金的資本化借貸成本。於完成及可供使用時，在建工程會重新分類至適當的物業、廠房及設備類別。

### 非金融資產減值

倘存在任何減值跡象，或須就資產(存貨、金融資產、生物資產及商譽除外)進行年度減值測試，則會估計資產的可收回數額。資產的可收回數額乃按資產或現金產生單位的使用價值及公平值減銷售成本兩者之間的較高者計算，且個別資產須分開計算，除非該資產不會產生明顯獨立於其他資產或資產組別的現金流入，於此情況下，則可收回數額乃按資產所屬現金產生單位釐定。

僅在資產的賬面值高於其可收回數額的情況下，方會確認減值虧損。於評估使用價值時，估計日後現金流量會按可反映貨幣時間值及資產特定風險的當前市場評估的稅前貼現率貼現至其現值。減值虧損在其產生期間自收益表內與減值資產功能一致的開支類別扣除。

評估乃於各報告期末進行，以釐定是否有跡象顯示早前確認的減值虧損可能不再存在或可能已減少。如存在有關跡象，則會估計可收回數額。早前確認的資產(商譽除外)減值虧損僅於用作釐定該資產的可回收數額的估計出現變動時撥回，惟有關數額不

## 財務資料

得高於倘過往年度並無就資產確認減值虧損而應釐定的賬面值(扣除任何折舊／攤銷)。該減值虧損撥回乃在產生期間計入收益表，惟倘該資產以重估金額入賬，則減值虧損撥回乃根據該重估資產的有關會計政策入賬。

### 經營業績組成部分的說明

#### 收益

我們的收益指已售原料奶的發票淨值。所生產原料奶的銷售額主要指所生產牛奶於出產時的公平值減銷售成本。於往績記錄期，我們的原料奶未曾被退貨或拒絕交付。我們於二零一零年開始進行原料奶商業生產。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們的收益分別為人民幣0.3百萬元、人民幣148.8百萬元、人民幣689.1百萬元、人民幣327.4百萬元及人民幣385.1百萬元。我們於二零一一年九月收購甘南歐美牧場及克東歐美牧場。我們於截至二零一一年十二月三十一日止三個月來自該兩個牧場的收入為人民幣102.8百萬元，佔我們於同期總收益的79.8%。截至二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一三年六月三十日止六個月，我們來自該兩個牧場的收入分別為人民幣432.7百萬元及人民幣176.6百萬元，分別佔我們於同期總收益的62.8%及45.8%。下表載列我們於所示期間來自各個牧場(包括甘南歐美牧場及克東歐美牧場)的收益及毛利：

	截至十二月三十一日止年度						截至六月三十日止六個月			
	二零一零年		二零一一年		二零一二年		二零一二年		二零一三年	
	收益	毛利	收益	毛利	收益	毛利	收益	毛利	收益	毛利
	人民幣千元		人民幣千元		人民幣千元		人民幣千元		人民幣千元	
克東歐美牧場 . . .	不適用	不適用	60,322 <sup>(1)</sup>	21,668 <sup>(1)</sup>	245,082 <sup>(2)</sup>	85,028	123,783 <sup>(2)</sup>	45,130	73,236	27,475
甘南歐美牧場 . . .	不適用	不適用	42,509 <sup>(1)</sup>	13,893 <sup>(1)</sup>	187,619	71,402	93,502	37,452	103,360	39,278
克東原生態牧場 . . .	337	113	28,400	10,517	127,028	52,173	43,559	17,608	139,404	54,561
鎮賚牧場一期 . . .	不適用	不適用	17,554	5,303	129,384	51,880	66,538	27,063	69,234	29,148
總計 . . . . .	337	113	148,785	51,381	689,113	260,483	327,382	127,253	385,234	150,462

## 財務資料

附註：

- (1) 我們於二零一一年九月收購克東歐美牧場及甘南歐美牧場。因此，我們於截至二零一一年十二月三十一日止三個月錄得來自該兩個牧場的收益及毛利。
- (2) 我們於截至二零一二年十二月三十一日止年度自克東歐美牧場產生的收益偏高，主要是由於克東歐美牧場於二零一二年一月至十一月擁有大量成母牛。於二零一二年十二月三十一日，克東歐美牧場的成母牛數目減少至3,924頭，主要是由於克東歐美牧場於二零一二年十二月向克東原生態牧場內部轉讓7,033頭乳牛(包括3,882頭成母牛)的所有權所致。此亦為克東歐美牧場於截至二零一二年六月三十日止六個月所產生的收益較另外三個牧場為高的主因。

截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們的原料奶銷量分別為95噸、35,722噸、168,070噸、80,209噸及85,079噸。同期，我們的原料奶平均售價分別為每噸人民幣3,547.4元、每噸人民幣4,165.1元、每噸人民幣4,100.2元、每噸人民幣4,081.6元及每噸人民幣4,526.7元。由於我們的原料奶品質超卓，故我們於往績記錄期能以高價出售我們的原料奶。更多詳情請參閱「一影響我們的經營業績及財務狀況的因素—原料奶價格」。

### 銷售成本

我們的銷售成本主要包括與我們的生產直接有關的飼料、折舊、員工成本、公用事業費及獸醫成本。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們的銷售成本分別為人民幣0.2百萬元、人民幣97.4百萬元、人民幣428.6百萬元、人民幣200.1百萬元及人民幣234.7百萬元。下表概述於往績記錄期我們按性質劃分的銷售成本組成部分：

	截至六月三十日止				
	截至十二月三十一日止年度			六個月	
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
飼料	170	76,846	339,341	160,232	181,680
折舊	8	6,055	23,386	9,888	16,332
薪金、福利及社會保險	1	3,672	17,640	7,920	10,310
公用事業費	5	4,173	19,360	9,385	10,855
獸醫成本	—	3,251	13,289	5,792	7,149
其他	40	3,407	15,614	6,912	8,341
<b>總計</b>	<b>224</b>	<b>97,404</b>	<b>428,630</b>	<b>200,129</b>	<b>234,667</b>

飼料成本指我們的成母牛所消耗的飼料。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們的成母牛飼料成本分別為人民幣0.2百萬元、人民幣76.8百萬元、人民幣339.3百萬元、人民幣160.2百萬元及人民幣181.7百萬元，分別佔我們截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月的銷售成本的75.9%、78.9%、79.2%、80.1%及77.4%。我們的飼料成本上升乃由於往

續記錄期內的飼料消耗量因我們的乳牛變得成熟及畜群規模有所增長而增加所致。有關影響我們飼料成本的因素的更多資料，請參閱「影響我們的經營業績及財務狀況的因素—飼料成本」。折舊成本與我們的物業、廠房及設備有關，例如我們的牛棚及擠奶及餵飼機器。獸醫成本包括用於我們的成母牛的藥物及疫苗。其他成本主要指我們的物業、廠房及設備的維護成本。

### 毛利

我們的毛利相等於我們於相關期間來自原料奶銷售的收益減同期產量的銷售成本。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們的毛利分別為人民幣0.1百萬元、人民幣51.4百萬元、人民幣260.5百萬元、人民幣127.3百萬元及人民幣150.5百萬元。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們的毛利率分別為33.5%、34.5%、37.8%、38.9%及39.1%。

### 其他收入

我們的其他收入主要指政府補貼、雄性犏牛銷售及租金收入。雄性犏牛乃按其歷史成本於資產負債表中入賬，並於出生當日出售。於往績記錄期，我們收取政府補貼（包括我們的物業、廠房及設備補貼）及於我們在二零一一年九月收購克東歐美牧場前就為原生態和平之牛隻提供居住地方及飼養服務向原生態和平收取租金收入。該等政府補貼乃由相關政府機關按個別基準批核，且大部分補貼屬一次性性質。

截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們分別錄得其他收入人民幣6.5百萬元、人民幣2.6百萬元、人民幣17.5百萬元、人民幣1.5百萬元及人民幣10.0百萬元。

### 議價收購收益

議價收購收益於已付代價（按歷史成本計算）低於所收購資產淨額的公平值時產生。於二零一一年九月，我們向飛鶴乳業黑龍江和馬錦延先生收購克東歐美牧場及甘南歐美牧場的全部股權。該收購的購買代價總額為人民幣849.0百萬元，其中人民幣114.5百萬元已以現金支付，該金額相當於原生態和平及瑞信達甘南於二零一一年六月三十日的註冊資本總和。購買價餘額人民幣734.5百萬元（即原生態和平及瑞信達甘南應付飛鶴乳業黑龍江的金額）已協定透過我們分六期每季向飛鶴乳業集團交付原料奶或以現金支付。我們並無就該項收購承擔任何交易成本。

二零一一年的議價收購收益包括就餘下收購代價而應付飛鶴乳業集團款項的估算收益人民幣43.3百萬元，此被視作免息財務安排。

議價收購收益人民幣164.4百萬元已於截至二零一一年十二月三十一日止年度的收益表內確認，主要指該等資產的公平值與賬面值加應付飛鶴乳業集團款項人民幣734.5百萬元及因會計處理方法有所不同而產生的若干生物資產公平值折舊撥回及確認的總和之間的差額。克東歐美牧場及甘南歐美牧場於二零一一年九月三十日的公平值及賬面值



分別為人民幣970.2百萬元及人民幣73.0百萬元；生物資產公平值折舊撥回及確認為人民幣162.6百萬元。賬面值乃按資產的歷史成本釐定及經雙方協定作為購買代價之基準。有關代價乃按一般商業條款及考慮因素磋商及協定，而交易雙方均相信此價格為該等牧場的價值。購買代價乃參考原生態和平及瑞信達甘南的資產賬面值釐定，而其生物資產乃根據中國公認會計準則項下的歷史成本基準按經攤銷歷史價值呈列。然而，於編製我們的綜合財務報表時，所收購的牧場乃根據國際財務報告準則項下的公平值基準按彼等於二零一一年九月三十日的公平值呈列，據此，生物資產乃按獨立估值師仲量聯行企業評估及諮詢有限公司（「仲量聯行」）所釐定的公平值呈列。因此，由於歷史成本基準與公平值基準之會計處理方法有所不同，故一項大額議價收購收益（即購買代價與所收購資產的公平值之間的差額）已在我們的財務報表內計入為其他收入。更多詳情請參閱本招股章程附錄一A所載的會計師報告第II節附註29。

誠如我們的中國法律顧問所告知，交易雙方並非必須就有關收購取得獨立估值。公司董事確認該項收購屬合法有效及按正常商業條款進行。經計及收購所涉及的整體情況及下游乳品市場的獨特性質，聯席保薦人（彼等並非法律事務方面的專家）並無注意到任何導致與本公司的中國法律顧問認為收購屬合法有效的意見或與公司董事認為收購乃按正常商業條款進行的意見出現分歧的原因。

### 來自免息財務安排的收益

截至二零一三年六月三十日止六個月，根據我們與飛鶴乳業集團於二零一三年四月訂立的補充協議，應付代價的到期日獲延長至二零一五年，期間並不計息。就該等免息財務安排確認的估算利息收益為人民幣49.2百萬元。

根據國際會計準則第39號，金融負債初步按公平值確認。應付飛鶴乳業集團餘款（將用於支付收購代價）的公平值乃被視為長期免息財務安排，及作為經具有類似信貸評級的類似工具的現行市場利率貼現的所有未來現金付款的現值計算。

來自此等長期免息財務安排的收益（即現值與賬面值的差異）已初步於損益確認。長期免息財務安排的估算利息乃透過損益攤銷，直至此等財務工具的到期日為止。

### 銷售及分銷開支

於往績記錄期，我們所有的銷售及分銷開支指我們原料奶的運輸開支。我們於截至二零一零年十二月三十一日止年度並無產生任何銷售及分銷開支，原因是我們於該期間不負責為任何客戶運送原料奶。於截至二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度

## 財務資料

以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們的銷售及分銷成本分別為人民幣3.3百萬元、人民幣17.4百萬元、人民幣8.1百萬元及人民幣9.2百萬元。

### 行政開支

我們的行政開支主要指我們的行政人員及管理層的薪金及福利、預付土地租賃款項攤銷、差旅、膳食及應酬成本及辦公開支。折舊主要與我們以直線法按資產的估計可使用年期計算並與行政用途相關的物業、廠房及設備折舊有關。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們分別產生行政開支人民幣3.5百萬元、人民幣11.0百萬元、人民幣22.8百萬元、人民幣10.4百萬元及人民幣26.2百萬元。下表概述於往績記錄期內我們按性質劃分的行政開支組成部分：

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止 六個月	
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
薪金及福利 . . . . .	863	3,418	5,996	2,178	2,965
攤銷 . . . . .	1,052	1,567	4,049	2,050	2,563
差旅、膳食及應酬 . . . . .	368	1,429	4,917	2,079	2,669
專業費用 . . . . .	46	250	2,054	544	218
折舊 . . . . .	571	129	200	103	239
保險 . . . . .	9	1,066	2,642	1,784	1,736
上市費用 . . . . .	—	—	—	—	14,364
其他 . . . . .	639	3,110	2,985	1,625	1,437
<b>總計 . . . . .</b>	<b>3,548</b>	<b>10,969</b>	<b>22,843</b>	<b>10,363</b>	<b>26,191</b>

### 融資成本

我們的融資成本主要指須於五年內悉數償還的銀行貸款的利息，其包括一種以政府補貼形式收取的利息回扣儲金。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們分別產生融資成本人民幣0.5百萬元、人民幣24.2百萬元、人民幣45.7百萬元、人民幣19.6百萬元及人民幣58.2百萬元。截至二零一三年六月三十日止六個月，我們來自首次公開發售前投資的其他金融負債利息為人民幣31.5百萬元。

根據國際會計準則第32號，一份載有一個實體購買其本身的權益工具以換取現金或其他金融資產的責任的合約可導致就贖回金額的現值產生金融負債。

首次公開發售前投資者已獲授認沽期權，當中載有本公司回購或購買其本身股份的責任。因此，此工具的現值以金融負債入賬。參考經協定回報率（即首次公開發售前投資者所付認購價的20%的內部回報率）計算的利息其後已於損益中確認。於上市後，當認沽期權失效時，於該日入賬至金融負債的現值將被重新分類至本公司的權益。

截至二零一三年六月三十日止六個月，來自首次公開發售前投資的其他金融負債利息人民幣31.5百萬元(非現金性質)乃按與首次公開發售前投資者協定及由其支付的首次公開發售前認購價之20%的內部回報率釐定，惟不得於二零一五年一月一日或之前於合資格證券交易所進行首次公開發售。倘授予首次公開發售前投資者的認沽期權於上市後失效，我們預期不會產生該等利息。

有關我們與其中一名股東及飛鶴乳業集團的免息財務安排的估算利息乃按負債成本(包括國家利率加風險溢價)及未支付的應付代價於有關年結日的現值計算。截至二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月已確認的免息財務安排的估算利息分別為人民幣12.2百萬元、人民幣29.0百萬元、人民幣8.3百萬元及人民幣10.4百萬元。

### 生物資產公平值變動減銷售成本

我們的生物資產於綜合財務狀況表內分類為非流動資產。我們出售乳牛以優化我們畜群規模及生產力等資源。出售生物資產並非我們的主要業務之一。因此，銷售欠佳乳牛並無入賬為收益。相反，該銷售額反映為於各年結日我們的乳牛公平值總額的變動。我們亦將與飼養青年牛及犏牛有關的飼料及其他成本資本化。有關我們的生物資產於往績記錄期的總價值變動明細，請參閱本招股章程附錄一A所載的會計師報告第II節附註15。

生物資產公平值變動減銷售成本指因我們的生物資產的生物特徵及市價變動而導致的該等資產的公平值收益／虧損加上出售欠佳乳牛所得收益／虧損，減去銷售成本。乳牛的公平值乃根據下列者釐定：(i)於各報告期末經參考年齡及成本作出調整以反映乳牛的不同特性及／或生長階段的市價；或(ii)倘無市價，則為來自乳牛的預期現金流量淨額按現行市場利率貼現的現值。

一般而言，約14個月大的青年牛會被定期買賣；因此，青年牛及犏牛的公平值減銷售成本乃參考市價釐定，並作出合理調整以反映年齡差別。由於成母牛買賣市場的活躍程度不足，加上並無可靠的成母牛市價，故獨立估值師已應用淨現值法計算成母牛的公平值減銷售成本。於二零一零年十二月三十一日，我們僅有97頭成母牛，並無足夠營運數據可用於貼現現金流量(「貼現現金流量」)模式。因此，於二零一零年十二月三十一日的成母牛公平值減銷售成本乃參考青年牛的市價釐定，並已作出合理調整。於往績記錄期，我們的生物資產已於各年結日重新估值。

我們已委聘獨立估值師仲量聯行釐定我們的乳牛分別於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日的公平值。有關我們生物資產的獨立估值師的更多資料，請參閱「一與我們乳牛的獨立估值師有關的資料」。

## 財務資料

下表概述我們畜群中每頭犢牛、青年牛及成母牛於所示日期的平均價值：

	於十二月三十一日									於六月三十日		
	二零一零年			二零一一年			二零一二年			二零一三年		
	每頭平均			每頭平均			每頭平均			每頭平均		
	公平值	數量	價值	公平值	數量	價值	公平值	數量	價值	公平值	數量	價值
	人民幣			人民幣			人民幣			人民幣		
	千元			千元			千元			千元		
犢牛 . . . . .	555	67	8,284	43,917	4,422	9,931	29,046	3,312	8,770	44,486	4,582	9,709
青年牛 . . . . .	170,208	7,729	22,022	315,625	12,847	24,568	296,667	13,045	22,742	321,926	13,321	24,167
成母牛 . . . . .	2,597	97	26,773	445,469	14,950	29,797	615,907	20,643	29,836	620,821	20,885	29,726
總計 . . . . .	<b>173,360</b>	<b>7,893</b>	<b>21,964</b>	<b>805,011</b>	<b>32,219</b>	<b>24,986</b>	<b>941,620</b>	<b>37,000</b>	<b>25,449</b>	<b>987,233</b>	<b>38,788</b>	<b>25,452</b>

截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度及截至二零一二年六月三十日止六個月，我們就生物資產公平值變動減銷售成本分別錄得收益人民幣5.6百萬元、人民幣9.9百萬元、人民幣17.7百萬元及人民幣15.4百萬元。截至二零一三年六月三十日止六個月，我們就生物資產公平值變動減銷售成本錄得虧損人民幣16.5百萬元。

於我們收購甘南歐美牧場及克東歐美牧場前，瑞信達甘南及原生態和平在生物資產公平值方面均經歷重大變動。截至二零一零年十二月三十一日止年度，瑞信達甘南就生物資產公平值變動減銷售成本產生虧損人民幣35.9百萬元，主要由於瑞信達甘南進口的成母牛因生產力未如理想或於轉移至中國東北部後未能適應當地氣候而被大量淘汰。截至二零一一年九月三十日止九個月，原生態和平就生物資產公平值變動減銷售成本錄得收益人民幣50.8百萬元，主要由於：(i) 犢牛數目因繁育而大幅增加；(ii) 青年牛及成母牛數目因犢牛成熟而增加；及(iii) 約14個月大的青年牛的市價於二零一零年至二零一一年間有所上升。過往，由於我們採用先進的畜群管理技術及於二零一一年三月停止採購進口青年牛，故我們的淘汰率並不高。於往績記錄期內，我們自行繁育的犢牛數目大幅增加，導致於往績記錄期內自生物資產公平值變動減銷售成本產生收益。

### 估值法及主要假設

**市場法**乃用以評估犢牛及青年牛的價值。市場法考慮近期就類似資產所支付的價格，並就市價作出調整，以反映所評估資產相對市場可資比較項目的狀況及用途。有現成市場的資產可利用此方法估值。

約14個月大的青年牛的市價為此方法的主要假設，其乃參考最新的同齡青年牛平均購買價釐定。屬於不足14個月年齡組別的犢牛及青年牛的公平值乃透過減去將各特定年齡的牛隻飼養至14個月大所需的飼養成本(並作出必要調整)釐定。超過14個月大的青年牛的公平值乃透過加上將14個月大的乳牛飼養至特定年齡所需的飼養成本(並作出必

要調整)釐定。估值中所用的14個月大青年牛於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日的價格分別為每頭人民幣19,000元、人民幣21,000元、人民幣22,000元及人民幣21,000元。

**收益法**乃用於評估成母牛於截至二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一三年六月三十日止六個月的價值。收益法將所有權的預計定期利益轉換為價值指標。此方法乃基於一項原則，即知情買家就項目所支付的金額不會高於在類似風險下同一或大致相若的項目的預計未來利益(收益)的現值。

成母牛的公平值是透過應用稱為多期超額盈利法的收益法技術計算得出。多期超額盈利法為貼現現金流量法的衍生工具。透過使用此技術，仲量聯行就成母牛的直接經濟利益作出估計。有關經濟利益其後按反映所有業務風險(包括與目標資產有關的內在及外在不確定因素)的比率資本化。為估計經濟利益，成母牛的相關收益乃按其剩餘可使用年期預計。根據預測收益，支持成母牛的相關成本會被扣減。淨收入預測其後按經濟資本支出調整。資本支出包括在得出目標生物資產收入預測時所用或耗盡的資產的回報。該等資產的例子包括固定資產及全體勞工。

於往績記錄期，應用貼現現金流量法時所採用的主要估值假設如下：

#### 一般主要假設

- 乳牛乃分類為下列類別：成母牛、青年牛、雌性犢牛及雄性犢牛；
- 成母牛乃假設可產奶及於每個泌奶周期誕下雌性及雄性犢牛，新生雄性犢牛將於出生後隨即出售，而雌性犢牛則會獲養育長大。犢牛出生率(雄性對雌性出生率)乃按過往記錄估計；
- 胎間距(包括乾奶期及間歇期)乃根據過往數據估計及假設為400天(每頭成母牛將每隔400天誕下一頭犢牛)。此400天期間在此估值中為一個泌奶周期；
- 於各報告期末的現有牛隻數目將由於自然及非自然因素(倘適用)而按某個淘汰率扣減；在第一至第六個泌奶周期的各個周期成母牛所採用的淘汰率分別約為10%、13%、15%、23%、35%及100%。該等比率乃按我們過往的畜群飼養數據及未來經營計劃而釐定；

### 與收益有關的主要假設

- 六個泌奶周期的預測期內的平均產奶量(為一頭乳牛可生產的估計牛奶量)。該等產量乃根據我們過往的畜群飼養數據及按行業慣例作出的預測作假設。母牛於首個泌奶周期的產奶量通常較最高峰的第三及第四個泌奶周期為低，而產奶量其後會於之後的泌奶周期減少；
- 預期原料奶平均售價乃根據歷史數據及於考慮中國未來的通脹後計及各預測期的某增長百分比後估計得出；
- 約14個月大的雌性青年牛(由成母牛所生)的價格乃參考接近各估值日的市價釐定；

### 與成本有關的主要假設

- 成本乃平均成本，根據過往成本資料予以釐定，並於考慮中國未來的通脹後計及各預測期的某增長百分比後估計得出；現金流量估計成本主要包括飼料成本、藥物及接種疫苗成本、授精成本、勞工及其他間接成本、行政成本及運輸成本；及

### 貼現率假設

- 於二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日所用的貼現率分別為14.0%、14.7%及13.8%。仲量聯行採用公認的資本資產定價模式(「資本資產定價模式」)釐定貼現率。資本資產定價模式所採納的參數包括無風險利率、市場風險溢價及業務及地區相同或相若的可資比較上市公司的數據。在釐定貼現率時所採用的程序及所考慮的假設與市場慣例一致，亦符合其他乳牛估值法。有關我們乳牛公平值變動對牛奶格價、所應用的貼現率、每頭成母牛產奶量及飼料成本變動的敏感度分析，請參閱「有關市場風險的定量和定性披露 — 公平值變動敏感度分析」。

基於上述假設，於二零一三年六月三十日，如於六個泌奶周期所預測來自我們的成母牛的總收益及開支分別約為人民幣29.8億元及人民幣20.4億元。

## 財務資料

下表分別載列於二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日我們的實際結果與成母牛估值中所採用的主要假設之比較：

	於十二月三十一日				於六月三十日	
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	所用假設	實際	所用假設	實際	所用假設	實際
泌奶周期(天) . . . . .	400	400	400	400	400	400
預測泌奶周期 . . . . .	6	不適用	6	不適用	6	不適用
平均淘汰率(%) . . . . .	11.67%	8.59%	12.57%	11.77%	13.71%	5.02%
每頭平均產奶量(噸) <sup>(1)</sup> . . . . .	每個泌奶 周期8.2至 10.1噸	每年9.2噸	每個泌奶 周期8.2至 10.1噸	每年8.9噸	每個泌奶 周期8.2至 10.1噸	每年8.6噸
原料奶平均售價 (每千克人民幣) . . . . .	4.08	4.17	4.07	4.10	4.30	4.52
平均飼料成本(每千克所 生產原料奶人民幣) . . . . .	2.17	2.15	2.10	2.02	2.17	2.14
青年牛(約14個月大)價格 (人民幣) <sup>(2)</sup> . . . . .	21,000	20,532	22,000	不適用	21,000	不適用
貼現率(%) . . . . .	14.02%	不適用	14.70%	不適用	13.82%	不適用

附註：

- 用作假設的每頭產奶量乃基於400天的泌奶周期計算，而每頭實際平均產奶量則基於365天的年度期間計算。用作假設的每頭平均產奶量乃以範圍表示，原因是：(i)該假設內有六個泌奶周期；及(ii)母牛於首個泌奶周期的產奶量通常較最高峰的第三及第四個泌奶周期為低，及產奶量其後會於之後的泌奶周期減少。
- 於二零一一年一月至三月的青年牛平均價格約為人民幣20,532元。由於我們於二零一一年三月停止採購進口青年牛，故我們於二零一二年後並無青年牛實際價格。

於此估值法中，大部分上述假設乃以過往營運數據為基準，仲量聯行已就該等假設及估值方法與我們的管理層進行充分討論。經考慮仲量聯行團隊的資格及經驗、仲量聯行於進行估值時所採納的程序及主要假設及與仲量聯行及我們的管理層討論後，聯席保薦人已信納所選用的估值技術及用於估值的輸入資料屬適當及合理。公司董事及聯席保薦人確認，用於公平值計量的重大現金流量的組成部分與計量中所用的市場因素及假設一致。

### 所得稅開支

根據中國現行稅務規則及條例(包括《企業所得稅法》第27條及《企業所得稅實施條例》第86條)，我們從事初級農業產品銷售，故讓我們獲豁免就原料奶銷售額繳納中國企業所得稅。因此，我們於往績記錄期毋須就原料奶銷售額繳納中國企業所得稅。

## 財務資料

### 年／期內溢利

截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一二年及二零一三年六月三十日止六個月，我們分別錄得溢利人民幣8.1百萬元、人民幣189.9百萬元、人民幣209.7百萬元、人民幣106.1百萬元及人民幣99.6百萬元。我們於同年／期的年／期內溢利(不包括生物資產的未變現公平值收益／虧損)分別為人民幣2.5百萬元、人民幣180.0百萬元、人民幣192.0百萬元、人民幣90.7百萬元及人民幣116.1百萬元。

### 經營業績

下表載列於所示期間我們的綜合全面收益表若干收入及開支項目以及有關項目佔我們總收益的百分比：

	截至十二月三十一日止年度						截至六月三十日止六個月			
	二零一零年		二零一一年		二零一二年		二零一二年		二零一三年	
	人民幣 千元	佔收益 百分比	人民幣 千元	佔收益 百分比	人民幣 千元	佔收益 百分比	人民幣 千元	佔收益 百分比	人民幣 千元	佔收益 百分比
收益 . . . . .	337	100.0	148,785	100.0	689,113	100.0	327,382	100.0	385,129	100.0
銷售成本 . . . . .	(224)	(66.5)	(97,404)	(65.5)	(428,630)	(62.2)	(200,129)	(61.1)	(234,667)	(60.9)
毛利 . . . . .	113	33.5	51,381	34.5	260,483	37.8	127,253	38.9	150,462	39.1
其他收入 . . . . .	6,461	1,917.2	2,585	1.7	17,513	2.5	1,505	0.5	10,018	2.6
議價收購收益 來自免息財務 安排的收益	—	—	164,417	110.5	—	—	—	—	—	—
銷售及分銷開 支 . . . . .	—	—	(3,294)	(2.2)	(17,383)	(2.5)	(8,052)	(2.5)	(9,248)	(2.4)
行政開支 . . . . .	(3,548)	(1,052.8)	(10,969)	(7.4)	(22,843)	(3.3)	(10,363)	(3.2)	(26,191)	(6.8)
融資成本 . . . . .	(525)	(155.8)	(24,170)	(16.2)	(45,742)	(6.6)	(19,635)	(6.0)	(58,180)	(15.1)
生物資產公平 值變動減銷 售成本 . . . . .	5,608	1,664.1	9,903	6.7	17,713	2.6	15,400	4.7	(16,462)	(4.3)
除稅前溢利 . . . . .	8,109	2,406.2	189,853	127.6	209,741	30.4	106,108	32.4	99,594	25.9
所得稅開支 . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
年／期內溢利	8,109	2,406.2	189,853	127.6	209,741	30.4	106,108	32.4	99,594	25.9
年／期內經調 整溢利 <sup>(1)</sup> . . . . .	2,501	742.1	15,533	10.4	192,028	27.9	90,708	27.7	66,861	17.4
將於隨後期間 重新分類至 損益的其他 全面開支： 換算海外 業務 所產 生的 匯兌 差額 . . . . .	—	—	—	—	—	—	—	—	(2,440)	(0.6)
年／期內全面 收益總額 . . . . .	8,109	2,406.2	189,853	127.6	209,741	30.4	106,108	32.4	97,154	25.2

附註：

- (1) 年／期內經調整溢利指不包括下列者的年／期內溢利：(i)生物資產公平值變動減銷售成本，(ii)議價收購收益，及(iii)來自免息財務安排的收益。年／期內經調整溢利並非國際財務報告準則項下的標準衡量指標。我們已將年／期內經調整溢利包括在內，以作為評估我們的營運表現的補充財務衡量指標。年／期內經調整溢利不應個別考慮，亦不應詮釋為年／期內溢利的替代指標或我們的營運表現或盈利能力的指標。



截至二零一三年六月三十日止六個月與截至二零一二年六月三十日止六個月相比較

### 收益

我們的收益由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣327.4百萬元增加至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣385.1百萬元，主要由於我們的原料奶銷量及平均售價增加。銷量由截至二零一二年六月三十日止六個月的80,209噸上升4,870噸至截至二零一三年六月三十日止六個月的85,079噸，主要原因是我們的整體畜群規模持續擴大令產量增加。由於我們的內生增長，我們全部四個牧場的成母牛總數由截至二零一二年六月三十日止六個月的20,643頭增加至截至二零一三年六月三十日止六個月的20,885頭。我們的原料奶平均售價由截至二零一二年六月三十日止六個月的每噸人民幣4,081.6元增加至截至二零一三年六月三十日止六個月的每噸人民幣4,526.7元，主要由於優質原料奶的需求上升，以及個體及小型牧場因低成本效益而減少營運或關閉使被淘汰牛隻數量大幅增加進而導致原料奶的供應下降。

### 銷售成本

我們的銷售成本由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣200.1百萬元上升至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣234.7百萬元，主要由於我們的原料奶產量及銷量因我們的內生增長而增加。我們的飼料成本佔我們的銷售成本約80%，其由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣160.2百萬元增加至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣181.7百萬元，主要由於二零一三年的飼料價格、成母牛數目以及給予成母牛的飼料數量於其第一個泌奶周期增加。

### 毛利

由於上述原因，我們的毛利由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣127.3百萬元升至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣150.5百萬元。我們的毛利率由截至二零一二年六月三十日止六個月的38.9%升至截至二零一三年六月三十日止六個月的39.1%，主要是由於我們的原料奶平均售價及規模經濟效益上升，以及營運效率得到改善，部分被我們截至二零一三年六月三十日止六個月每頭牛的每日飼料成本上升所抵銷。

### 其他收入

我們的其他收入由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣1.5百萬元大幅增加至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣10.0百萬元，主要是由於我們就克東原生態牧場推動標準化牛隻畜牧及養殖法收到政府補貼約人民幣7百萬元，令我們的政府補貼由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣0.1百萬元增加至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣7.6百萬元。

### 來自免息財務安排的收益

截至二零一三年六月三十日止六個月，我們自於二零一三年四月與飛鶴乳業集團訂立的補充協議產生免息財務安排收益人民幣49.2百萬元。

### 銷售及分銷開支

我們的銷售及分銷開支由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣8.1百萬元上升至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣9.2百萬元，主要是由於銷量增加導致運輸開支增加所致。

### 行政開支

我們的行政開支由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣10.4百萬元大幅上升至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣26.2百萬元，主要是由於我們的業務整體擴充及籌備上市，導致：(i)產生上市相關開支人民幣14.4百萬元；(ii)我們的薪金及福利開支增加人民幣2.4百萬元；(iii)差旅、膳食及應酬成本增加人民幣0.6百萬元；及(iv)預付土地租賃款項攤銷增加人民幣0.5百萬元。

### 融資成本

我們的融資成本由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣19.6百萬元大幅上升至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣58.2百萬元，主要由於截至二零一三年六月三十日止六個月我們首次公開發售前投資產生其他金融負債利息人民幣31.5百萬元以及截至二零一二年六月三十日止六個月產生已資本化利息人民幣7.1百萬元。

### 生物資產公平值變動減銷售成本

截至二零一二年六月三十日止六個月，我們自乳牛公平值變動減銷售成本產生收益人民幣15.4百萬元；截至二零一三年六月三十日止六個月，自乳牛公平值變動減銷售成本產生虧損人民幣16.5百萬元，主要由於估值所用的14個月大的青年牛的價格由二零一二年十二月三十一日的每頭人民幣22,000元減少至二零一三年六月三十日的每頭人民幣21,000元。

### 期內溢利

由於上述因素，我們的期內溢利由截至二零一二年六月三十日止六個月的人民幣106.1百萬元減少至截至二零一三年六月三十日止六個月的人民幣99.6百萬元。我們的純利率由截至二零一二年六月三十日止六個月的32.4%下降至截至二零一三年六月三十日止六個月的25.9%，主要由於：(i)我們產生巨額財務成本，主要包括來自我們首次公開發售前投資的其他金融負債的利息；(ii)我們自生物資產公平值變動減銷售成本錄得虧損；及(iii)我們產生巨額行政開支，其主要為上市相關開支。我們的經調整純利率由截至二零一二年六月三十日止六個月的27.7%下跌至截至二零一三年六月三十日止六個月的17.4%。

截至二零一二年十二月三十一日止年度與截至二零一一年十二月三十一日止年度相比較

收益

我們的收益由截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣148.8百萬元大幅增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣689.1百萬元，主要由於我們的原料奶銷量由截至二零一一年十二月三十一日止年度的35,722噸大幅上升132,348噸至截至二零一二年十二月三十一日止年度的168,070噸。銷量明顯增加的主要原因是我們的整體畜群規模持續擴大令產量增加。由於我們實現內生增長，我們全部四個牧場的成母牛總數由截至二零一一年十二月三十一日止年度的14,950頭增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度的20,643頭。此外，我們截至二零一二年十二月三十一日止年度的銷量乃反映甘南歐美牧場及克東歐美牧場（均於二零一一年九月獲我們收購）的全年產量，而我們於二零一一年的總產量僅反映該兩個牧場於二零一一年第四季收購後的產量。我們的原料奶平均售價於二零一一年及二零一二年維持於相若水平，約為每噸人民幣4,100元。

銷售成本

我們的銷售成本由截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣97.4百萬元大幅上升至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣428.6百萬元，主要由於我們的原料奶產量及銷量因兩個已收購牧場於二零一二年全年綜合入賬及我們取得內生增長而顯著上升。我們的飼料成本佔銷售成本約80%，其由二零一一年的人人民幣76.8百萬元大幅增加至二零一二年的人民幣339.3百萬元，原因是所消耗的飼料數量因我們的畜群規模擴大及我們的乳牛變得成熟而大幅上升。

毛利

由於上述原因，我們的毛利由截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣51.4百萬元大幅升至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣260.5百萬元。我們的毛利率由截至二零一一年十二月三十一日止年度的34.5%上升至截至二零一二年十二月三十一日止年度的37.8%，主要是由於我們的規模經濟效益以及營運效率得到改善。我們每頭牛的每日飼料成本及每噸所生產原料奶的每日飼料成本於二零一二年有所下跌，主要歸因於經優化的飼料配方及更成熟的畜群結構（反映我們的乾奶牛佔成母牛百分比增加）。

其他收入

我們的其他收入由截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣2.6百萬元大幅增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣17.5百萬元，主要是由於我們於二零一二年就克東歐美牧場及克東原生態牧場的牛隻飼養及鎮賚牧場一期的擠奶機分別收取政府補貼人民幣10.8百萬元及人民幣1.7百萬元，令我們的政府補貼由截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣0.9百萬元增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣14.4百萬元。

### 議價收購收益

我們於截至二零一一年十二月三十一日止年度就在二零一一年九月收購甘南歐美牧場及克東歐美牧場錄得一次性議價收購收益人民幣164.4百萬元。更多詳情請參閱「一經營業績組成部分的說明—議價收購收益」。

### 銷售及分銷開支

我們的銷售及分銷開支由截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣3.3百萬元大幅上升至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣17.4百萬元，主要是由於(i)銷量顯著增加；及(ii)二零一二年的平均交付距離增加令運輸開支上升。

### 行政開支

我們的行政開支由截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣11.0百萬元上升至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣22.8百萬元，主要是由於我們收購兩個牧場而令業務規模擴充，令：(i)差旅、膳食及應酬成本增加人民幣3.5百萬元；(ii)薪金及福利開支增加人民幣2.6百萬元；(iii)預付土地租賃款項攤銷增加人民幣2.5百萬元；及(iv)保險費增加人民幣1.6百萬元。

### 融資成本

我們的融資成本由截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣24.2百萬元上升至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣45.7百萬元，主要是由於與飛鶴乳業集團有關的免息財務安排的非現金估算利息由二零一一年的人人民幣12.2百萬元增加至二零一二年的人民幣29.0百萬元以及已資本化利息由二零一一年的人人民幣10.5百萬元減少至二零一二年的人民幣7.1百萬元，而銀行貸款的利息則維持於相若水平。

### 生物資產公平值變動減銷售成本

截至二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度，我們自乳牛公平值變動減銷售成本產生收益分別人民幣9.9百萬元及人民幣17.1百萬元。乳牛公平值變動減銷售成本於二零一一年至二零一二年有所增加主要由於我們的畜群規模增加及用作估值的14個月大的青年牛價格增加。

### 年內溢利

由於上述因素，我們的年內溢利由截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣189.9百萬元增加至截至二零一二年十二月三十一日止年度的人民幣209.7百萬元。我們的純利率由截至二零一一年十二月三十一日止年度的127.6%（由於我們錄得一次性議價收購收益）下降至截至二零一二年十二月三十一日止年度的30.4%。我們的經調整純利率由截至二零一一年十二月三十一日止年度的10.4%上升至截至二零一二年十二月三十一日止年度的27.9%。由於我們在二零一一年仍處於起步階段且畜群規模相對較小，故行政及融資成本佔收益百分比相比畜群規模因進行收購而大增的二零一二年為高。隨著我們的畜群變得成熟及我們的業務變得穩定，我們將我們截至二零一二年十二月三十一日止年度的純利率視作我們整體盈利能力的正常指標。

截至二零一一年十二月三十一日止年度與截至二零一零年十二月三十一日止年度相比較

收益

我們的收益由截至二零一零年十二月三十一日止年度的人民幣0.3百萬元顯著增加至截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣148.8百萬元。收益增加反映我們的原料奶銷量由截至二零一零年十二月三十一日止年度的95噸大幅上升35,627噸至截至二零一一年十二月三十一日止年度的35,722噸，以及我們原料奶的平均售價由截至二零一零年十二月三十一日止年度的每噸人民幣3,547.4元上升至截至二零一一年十二月三十一日止年度的每噸人民幣4,165.1元。

銷量顯著增加主要是由於產量因我們於二零一一年九月收購甘南歐美牧場及克東歐美牧場(此導致我們的整體畜群新增10,937頭成母牛)而有所增加。由於此收購性增長，我們的成母牛總數由截至二零一零年十二月三十一日止年度的97頭增加至截至二零一一年十二月三十一日止年度的14,950頭。小部分的銷量增幅亦歸因於產量因我們首兩個牧場(克東原生態牧場及鎮賚牧場一期)的畜群規模增長而增加，而畜群規模增長乃由於該兩個牧場的成母牛數目由截至二零一零年十二月三十一日止年度的97頭增加3,506頭至截至二零一一年十二月三十一日止年度的3,603頭。

我們的原料奶平均售價上升主要由於：(i)自我們於二零一一年九月收購兩個牧場至二零一一年年底的期間，我們的原料奶的產量大幅增加，而由於季節性因素，於該期間的原料奶售價高於年內其他時間的平均售價；及(ii)在較少程度上市場對優質原料奶的需求上升以及我們的原料奶質量有所提升。

銷售成本

我們的銷售成本由截至二零一零年十二月三十一日止年度的人民幣0.2百萬元大幅上升至截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣97.4百萬元，主要由於收購兩個牧場以及克東原生態牧場及鎮賚牧場一期的成母牛數目於二零一一年增加而令我們的原料奶產量及銷量大幅上升。

毛利

由於上述原因，我們的毛利由截至二零一零年十二月三十一日止年度的人民幣0.1百萬元大幅上升至截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣51.4百萬元。我們的毛利率由截至二零一零年十二月三十一日止年度的33.5%上升至截至二零一一年十二月三十一日止年度的34.5%，主要是由於我們達到規模經濟效益，以及我們的原料奶平均售價有所上升。

其他收入

我們的其他收入由截至二零一零年十二月三十一日止年度的人民幣6.5百萬元減少至截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣2.6百萬元，主要是由於政府補貼由二零一零年的人民幣5.0百萬元減少至二零一一年的人民幣0.9百萬元所致。

### 議價收購收益

我們於截至二零一一年十二月三十一日止年度就在二零一一年九月收購甘南歐美牧場及克東歐美牧場錄得一次性議價收購收益人民幣164.4百萬元。更多詳情請參閱「一經營業績組成部分的說明—議價收購收益」。

### 銷售及分銷開支

我們於截至二零一零年十二月三十一日止年度並無產生銷售及分銷開支，原因是我們並不負責為任何客戶運送原料奶。截至二零一一年十二月三十一日止年度，我們產生與為若干客戶安排運送原料奶的成本有關的銷售及分銷開支人民幣3.3百萬元。

### 行政開支

我們的行政開支由截至二零一零年十二月三十一日止年度的人民幣3.5百萬元上升至截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣11.0百萬元，主要是由於我們收購兩個牧場及取得內生增長，而此導致：(i)薪酬及福利開支增加人民幣2.6百萬元；(ii)其他開支(主要為辦公室開支)增加人民幣2.5百萬元；(iii)保險增加人民幣1.1百萬元；及(iv)差旅、膳食及應酬成本增加人民幣1.1百萬元。

### 融資成本

我們的融資成本由截至二零一零年十二月三十一日止年度的人民幣0.5百萬元大幅增加至截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣24.2百萬元，主要由於就與飛鶴乳業集團有關的免息財務安排產生非現金估算利息人民幣12.2百萬元以及須於五年內悉數償還的銀行貸款的利息因我們於二零一一年獲得新增銀行貸款以便興建鎮賚牧場一期及於收購後承擔克東歐美牧場的現有銀行貸款而大幅增加所致。部分增幅被已資本化利息由二零一零年的人民幣5.0百萬元上升至二零一一年的人民幣10.5百萬元所抵銷。

### 生物資產公平值變動減銷售成本

截至二零一零年及二零一一年十二月三十一日止年度，我們自乳牛公平值變動減銷售成本產生收益分別人民幣5.6百萬元及人民幣9.9百萬元。乳牛公平值變動減銷售成本於二零一零年至二零一一年有所增加主要由於我們的畜群規模增加及用作估值的14個月大的青年牛價格增加。

### 年內溢利

由於上述原因，我們的年內溢利由截至二零一零年十二月三十一日止年度的人民幣8.1百萬元大幅增加至截至二零一一年十二月三十一日止年度的人民幣189.9百萬元。我們截至二零一零年十二月三十一日止年度的純利率異常地高，主要是由於相較同期有限

## 財務資料

的收益，我們錄得大額其他收入，主要包括政府補貼及來自生物資產公平值變動減銷售成本的收益。我們截至二零一一年十二月三十一日止年度的純利率為127.6%，主要是由於在二零一一年錄得一次性議價收購收益。我們截至二零一一年十二月三十一日止年度的經調整純利率為10.4%，原因是行政及融資成本佔收益百分比因我們仍處於業務擴展的起步階段而相對較高。

### 流動資金及資本資源

我們的主要流動資金需求乃與興建牧場設施及設備投資以及為我們的營運資金及一般經常性開支撥資有關。迄今為止，我們已透過經營活動所得現金、首次公開發售前投資所得款項、銀行貸款及股東注資所得款項為我們的現金需求撥資。我們預期在日後繼續以營運所得現金流量、全球發售所得款項及其他債務及股本融資為我們的營運資金需要撥資及為我們的業務擴充提供部分資金。

### 現金流量

經營活動所得現金流量指銷售原料奶的現金流入及有關存貨採購、飼料採購、銷售及分銷開支以及其他經營開支和稅項(如有)的現金流出。投資活動所用現金流量主要指有關物業、廠房及設備以及購買生物資產的資本開支。融資活動所得現金流量主要指股東注資及銀行貸款，而融資活動現金流出則指銀行貸款還款。

下表載列於所示期間的經選定現金流量資料：

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止 六個月	
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
年初現金及現金等價物 . . . . .	38,604	73,882	17,419	17,419	7,748
經營活動所得現金流量淨額 . . . . .	213,146	74,706	128,837	21,267	23,044
投資活動所用現金流量淨額 . . . . .	(299,188)	(563,735)	(219,320)	(43,853)	(162,161)
融資活動所得現金流量淨額 . . . . .	121,320	432,566	80,812	28,205	539,088
現金及現金等價物增加/(減少)淨額 . . . . .	35,278	(56,463)	(9,671)	5,619	399,971
外匯匯率變動影響，淨額 . . . . .	—	—	—	—	250
年末現金及現金等價物 . . . . .	<u>73,882</u>	<u>17,419</u>	<u>7,748</u>	<u>23,038</u>	<u>407,969</u>

### 經營活動所得現金流量

經營活動所得現金流量主要來自就銷售原料奶收取的款項。經營活動所用現金主要用於支付與經營我們的牧場有關的成本及開支。

截至二零一三年六月三十日止六個月，我們的經營活動所得現金流量淨額為人民幣23.0百萬元，主要包括營運所得現金人民幣23.0百萬元。我們的營運所得現金包括調整營運資金前的經營活動所得現金流量人民幣201.6百萬元以及營運資金負變動淨額人民

## 財務資料

幣178.6百萬元。營運資金負調整淨額主要包括：(i)其他應付款項及應計費用減少人民幣141.4百萬元，主要由於透過向飛鶴乳業集團銷售原料奶及向我們的供應商支付款項以清償我們兩個牧場的購買價；及(ii)應付關連公司款項因清償應付黑龍江北安款項而減少人民幣42.5百萬元。部分有關負變動被存貨減少人民幣50.6百萬元所抵銷，主要由於我們消耗一般於曆年第四季度儲存作為未來12個月的飼料儲備的玉米青貯。

截至二零一二年十二月三十一日止年度，我們的經營活動所得現金流量淨額為人民幣128.8百萬元，主要包括營運所得現金人民幣128.7百萬元。我們的營運所得現金包括調整營運資金前的經營活動所得現金流量人民幣277.8百萬元以及營運資金負變動淨額人民幣149.1百萬元。營運資金負調整淨額主要包括：(i)其他應付款項及應計費用減少人民幣217.8百萬元，主要由於透過向飛鶴乳業集團銷售原料奶清償我們兩個牧場的購買價、就購買牛隻向我們的供應商付款及就我們的重組向若干第三方付款；(ii)應收貿易賬款因原料奶銷量增加及授予若干客戶的信貸期獲延長而增加人民幣24.5百萬元；及(iii)存貨增加人民幣14.1百萬元，主要與飼料儲備因我們擴充營運規模而增加有關。部分有關負變動被以下者所抵銷：(i)隨著我們的畜群規模增加，應付貿易賬款因增購飼料而增加人民幣65.1百萬元；(ii)預付款項及其他應收款項因交付我們購買的飼料而減少人民幣26.7百萬元；及(iii)應付關連公司款項增加人民幣15.0百萬元，主要包括應付黑龍江北安款項，其用作為我們的營運需要提供資金。

截至二零一一年十二月三十一日止年度，我們的經營活動所得現金流量淨額為人民幣74.7百萬元，主要包括營運所得現金人民幣74.6百萬元。我們的營運所得現金包括調整營運資金前的經營活動所得現金流量人民幣55.5百萬元以及營運資金正變動淨額人民幣19.1百萬元。營運資金正調整淨額主要包括：(i)預付款項及其他應收款項因交付我們購買的乳牛及飼料而減少人民幣97.2百萬元；及(ii)應付貿易賬款因我們增加採購飼料而增加人民幣68.0百萬元。部分該等正變動被以下者所抵銷：(i)議價收購收益人民幣164.4百萬元；(ii)其他應付款項及應計費用減少人民幣82.6百萬元，主要由於清償有關建設牧場及購買乳牛的應付款項；及(iii)存貨因我們的飼料儲備增加而增加人民幣48.6百萬元。

截至二零一零年十二月三十一日止年度，我們的經營活動所得現金流量淨額為人民幣213.1百萬元，主要包括營運所得現金人民幣213.0百萬元。我們的營運所得現金包括調整營運資金前的經營活動所得現金流量人民幣5.0百萬元以及營運資金正變動淨額人民幣208.1百萬元。營運資金正調整淨額主要包括：(i)其他應付款項及應計費用增加人民幣148.6百萬元，主要包括購買乳牛以及物業、廠房及設備的應付款項以及自艾倍特收取的墊款；(ii)預付款項及其他應收款項因交付乳牛而減少人民幣64.3百萬元；及(iii)應付貿易賬款增加人民幣26.3百萬元，原因是我們的畜群規模擴大令飼料採購額增加。部分該等正變動被存貨增加人民幣48.0百萬元所抵銷，而存貨增加乃與飼料儲備有關。



### 投資活動所得現金流量

投資活動所用現金主要包括購置物業、廠房及設備項目、購買生物資產、收購附屬公司以及物業、廠房及設備按金增加。投資活動所得現金流入主要指出售生物資產所得款項以及收取政府補貼。

截至二零一三年六月三十日止六個月，我們的投資活動所用現金流量淨額為人民幣162.2百萬元。我們的投資活動現金流出淨額主要包括：(i)購置物業、廠房及設備人民幣106.8百萬元，主要與克東原生態牧場及鎮賚牧場一期的設施及設備有關；及(ii)添置生物資產(指飼養我們的青年牛及犢牛的資本化成本)人民幣90.1百萬元，部分被出售生物資產所得款項人民幣28.0百萬元所抵銷。

截至二零一二年十二月三十一日止年度，我們的投資活動所用現金流量淨額為人民幣219.3百萬元。我們的投資活動現金流出淨額主要包括：(i)購置物業、廠房及設備人民幣175.7百萬元，主要與克東原生態牧場及鎮賚牧場一期的設施及設備有關；及(ii)添置生物資產(指飼養我們的青年牛及犢牛的資本化成本)人民幣142.7百萬元，部分被以下者所抵銷：(i)物業、廠房及設備按金因我們向建築承包商及設備供應商支付款項而減少人民幣77.5百萬元；及(ii)出售生物資產所得款項人民幣23.8百萬元。

截至二零一一年十二月三十一日止年度，我們的投資活動所用現金流量淨額為人民幣563.7百萬元。我們的投資活動現金流出淨額主要包括：(i)購置物業、廠房及設備人民幣270.1百萬元，主要與克東原生態牧場及鎮賚牧場一期的設施及設備有關；(ii)添置生物資產(指飼養我們的青年牛及犢牛的資本化成本)人民幣89.0百萬元及購買生物資產人民幣40.5百萬元；(iii)清償收購克東歐美牧場及甘南歐美牧場的代價人民幣110.2百萬元；及(iv)物業、廠房及設備按金增加人民幣73.1百萬元，主要與克東原生態牧場及鎮賚牧場一期的建設工程有關，部分被出售生物資產所得款項人民幣11.5百萬元所抵銷。

截至二零一零年十二月三十一日止年度，我們的投資活動所用現金流量淨額為人民幣299.2百萬元。我們的投資活動現金流出淨額主要包括：(i)購置物業、廠房及設備人民幣160.2百萬元，主要與克東原生態牧場的設施及設備有關；及(ii)添置生物資產(指飼養我們的青年牛及犢牛的資本化成本)人民幣19.2百萬元及購買生物資產人民幣148.9百萬元，部分被以下者所抵銷：(i)物業、廠房及設備按金減少人民幣14.5百萬元，主要由於我們向建築承包商及設備供應商支付款項；及(ii)收取政府補貼人民幣12.2百萬元。

### 融資活動所得現金流量

融資活動所得現金流入主要包括新增銀行借款。融資活動所用現金主要包括銀行借款還款。

截至二零一三年六月三十日止六個月，我們的融資活動所得現金流量淨額為人民幣539.1百萬元。我們的融資活動所得現金流量淨額包括：(i)其他金融負債因我們首次公開發售前投資增加人民幣585.2百萬元；及(ii)我們的股東的注資人民幣455.5百萬元，部分被以下者所抵銷：(i)應付關連公司款項因向黑龍江北安還款而減少人民幣281.6百萬元；及(ii)就重組向股東償還人民幣136.4百萬元。

截至二零一二年十二月三十一日止年度，我們的融資活動所得現金流量淨額為人民幣80.8百萬元。我們的融資活動所得現金流量淨額主要包括：(i)應付關連公司款項增加人民幣118.0百萬元，主要包括應付黑龍江北安的款項，用作為我們的營運需要提供資金；及(ii)新增銀行借款人民幣100.0百萬元，用作克東歐美牧場及克東原生態牧場的營運資金，部分被償還計息銀行借款人民幣126.5百萬元所抵銷。

截至二零一一年十二月三十一日止年度，我們的融資活動所得現金流量淨額為人民幣432.6百萬元。我們的融資活動所得現金流量淨額包括：(i)新增銀行借款人民幣260.0百萬元，其中人民幣200.0百萬元用作興建鎮賚牧場一期；(ii)應付關連公司款項增加人民幣147.7百萬元，主要包括應付黑龍江北安的款項，用作為我們的營運需要提供資金；及(iii)就重組應付我們股東款項增加人民幣103.6百萬元，部分被原生態和平及原生態黑龍江就計息銀行借款還款人民幣49.2百萬元所抵銷。

截至二零一零年十二月三十一日止年度，我們的融資活動所得現金流量淨額為人民幣121.3百萬元。我們的融資活動所得現金流量淨額主要包括：(i)來自原生態黑龍江的資本注資人民幣101.0百萬元；及(ii)新增銀行借款人民幣40.0百萬元(用作興建克東原生態牧場)，部分被原生態和平及原生態黑龍江就計息銀行借款還款人民幣30.1百萬元所抵銷。

### 營運資金

營運資金對我們的財務表現至關重要，我們必須維持充裕的流動資金及財務靈活性以持續我們的日常經營。我們的流動資產主要包括存貨、現金及現金等價物、應收貿易賬款、預付款項及其他應收款項以及應收股東款項。我們的流動負債主要包括其他應付款項、應付貿易賬款、計息銀行借款、應付關連公司款項及應付董事款項。我們透過密切監察我們的應付貿易賬款以及其他應付款項以及存貨水平管理我們的營運資金。我們的現金狀況主要包括現金及銀行結餘。

於二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日，我們的現金及現金等價物分別為人民幣7.7百萬元及人民幣408.0百萬元。於往績記錄期，我們能以銀行貸款為牧場建設工程撥付約50%的成本。經計及我們的手頭現金及現金等價物、未來營運所產生的現金、首次公開發售前投資所得款項、於最後實際可行日期可動用的銀行融資約人民幣586百萬元以及全球發售估計所得款項淨額，公司董事認為我們的營運資金足以滿足我們自本招股章程日期起計最少十二個月的現時及日後財務需求。

## 財務資料

下表載列有關我們於所示日期的財務狀況的資料：

	於十二月三十一日			於	於
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	六月三十日	九月三十日
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	二零一三年 人民幣千元	二零一三年 人民幣千元 (未經審核)
<b>流動資產</b>					
存貨	48,456	125,051	139,122	88,508	143,721
應收貿易賬款	—	46,343	70,886	70,444	64,093
預付款項及其他應收款項	1,874	36,932	10,195	22,651	287,699
預付土地租賃款項	1,052	3,165	4,546	4,546	4,546
應收關連公司款項	—	1,000	510	—	—
現金及現金等價物	73,882	17,419	7,748	407,969	73,509
<b>流動資產總額</b>	<b>125,264</b>	<b>229,910</b>	<b>233,007</b>	<b>594,118</b>	<b>573,568</b>
<b>流動負債</b>					
應付貿易賬款	26,320	142,586	207,655	176,830	219,157
其他應付款項及應計費用	354,610	796,140	829,529	290,220	562,003
應付股東款項	300	103,900	134,521	—	—
應付關連公司款項	94,372	233,091	366,106	41,717	62,515
其他金融負債	—	—	—	616,726	649,972
計息銀行借款	31,980	126,497	166,497	186,755	164,517
<b>流動負債總額</b>	<b>507,582</b>	<b>1,402,214</b>	<b>1,704,308</b>	<b>1,312,248</b>	<b>1,658,164</b>
<b>流動負債淨額</b>	<b>(382,318)</b>	<b>(1,172,304)</b>	<b>(1,471,301)</b>	<b>(718,130)</b>	<b>(1,084,596)</b>

於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日，我們的流動負債淨額分別為人民幣382.3百萬元、人民幣1,172百萬元、人民幣1,471.3百萬元及人民幣718.1百萬元。由於建設新牧場需要龐大的資金，並且在我們作出資本投資和該等新牧場開始生產及銷售原料奶之間通常存在兩年的時間差距，在我們能夠從投資新牧場中產生足夠的現金流量之前，我們一般動用銀行貸款及股東貸款為我們的營運融資。我們亦就我們自有牧場的在建工程產生金額龐大的其他應付款項。此外，我們於二零一一年九月因收購克東歐美牧場及甘南歐美牧場承擔額外銀行借款及其他應付款項。因此，我們於整個往績記錄期內處於淨流動負債狀況。我們預期透過：(i)收取全球發售的所得款項；(ii)上市後將首次公開發售前投資由負債重新分類至股本；及(iii)在我們的牧場進入成熟階段後動用經營活動產生的現金流量，我們的淨流動負債狀況將會得到改善。我們的流動負債淨額由二零一三年六月三十日的人民幣718.1百萬元增加人民幣366.5百萬元至二零一三年九月三十日的人民幣1,084.6百萬元，主要由於我們於二零一三年第三季以現金償還約人民幣349百萬元的長期銀行貸款所致。

截至最後實際可行日期，我們的淨流動負債狀況並無出現任何重大不利變動。

## 財務資料

### 有關財務狀況表若干項目的討論

#### 存貨

我們的存貨包括飼料及如獸藥及進口公牛精液等其他原材料。由於原料奶容易腐壞，故我們並無持有原料奶作存貨。我們通常逐日向客戶交付原料奶。存貨按成本及可變現淨值中的較低者列賬。成本乃按加權平均基準釐定，而在製品及製成品的成本則包括直接材料、直接勞力及按適當比例攤分的製造費用。可變現淨值按估計售價減任何估計於完成及出售時產生的成本計算。

下表載列我們於所示日期的存貨詳情：

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
飼料	46,847	115,431	130,623	82,412
其他	1,609	9,620	8,499	6,096
總計	<u>48,456</u>	<u>125,051</u>	<u>139,122</u>	<u>88,508</u>

我們的存貨由二零一零年十二月三十一日的人民幣48.5百萬元及二零一一年十二月三十一日的人民幣125.1百萬元，增加至二零一二年十二月三十一日的人民幣139.1百萬元，主要由於因應我們擴大畜群規模而增加採購預備供應品作為飼料儲備。截至二零一三年六月三十日，我們的存貨減少至人民幣88.5百萬元，主要由於我們一般於曆年第四季度購買玉米青貯作為未來12個月的飼料儲備，導致年末的存貨較年內增加。

#### 應收貿易賬款

應收貿易賬款主要指來自我們的原料奶的有限信貸銷售額的應收貿易賬款減去減值撥備(如有)。下表載列我們於所示日期的應收貿易賬款明細：

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
應收貿易賬款	—	46,343	70,886	70,444
減值	—	—	—	—
總計	<u>—</u>	<u>46,343</u>	<u>70,886</u>	<u>70,444</u>

應收貿易賬款初步按公平值確認，隨後按攤銷成本減呆賬減值撥備計量。為釐定減值撥備的金額，我們會考慮如債務人的重大財務困難、債務人申請破產或進行財務重組的可能性以及違約或遲延付款的可能性等因素。於往績記錄期，我們並無就應收貿易賬款減值計提撥備。

## 財務資料

我們與客戶之間的交易條款主要基於信貸形式。信貸期一般為一個月。我們尋求對未結清應收款項維持嚴格監控，並設有一個信貸控制機制以將信貸風險降至最低。高級管理層會定期審閱逾期結餘。鑒於上述情況及我們的應收貿易賬款乃與少數客戶有關，故信貸風險高度集中。請參閱本招股章程附錄一A所載的會計師報告第II節附註32。我們並無就應收貿易賬款結餘持有任何抵押品或其他信貸提升措施。應收貿易賬款為不計息。

下表載列於所示日期我們的應收貿易賬款賬齡分析：

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
一個月內 . . . . .	—	45,924	41,051	66,756
超過一個月但於兩個月內 . . . . .	—	—	15,363	3,688
超過兩個月 . . . . .	—	419	14,472	—
總計 . . . . .	—	46,343	70,886	70,444

### 應付貿易賬款

我們的應付貿易賬款主要包括向供應商採購飼料。我們的應付貿易賬款由二零一零年十二月三十一日的人民幣26.3百萬元大幅增加至二零一一年十二月三十一日的人民幣142.6百萬元，並再增加至二零一二年十二月三十一日的人民幣207.7百萬元，主要由於我們隨畜群規模增長而增加購買飼料所致。於二零一三年六月三十日，我們的應付貿易賬款減少至人民幣176.8百萬元，主要由於我們向飼料供應商償還款項。

下表載列於所示日期我們的應付貿易賬款賬齡分析：

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
兩個月內 . . . . .	19,958	100,303	110,393	76,695
二至六個月 . . . . .	5,460	31,431	60,836	53,021
六至十二個月 . . . . .	902	10,632	18,376	32,272
十二個月以上 . . . . .	—	220	18,050	14,842
總計 . . . . .	26,320	142,586	207,655	176,830

應付貿易賬款為不計息及一般於兩個月至六個月內支付。

公司董事確認，於最後實際可行日期，我們並無嚴重拖欠應付貿易賬款。

### 預付款項及其他應收款項

預付款項主要指與購買飼料及設備有關的預付款項。其他應收款項主要指給僱員的預付款項。於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六

## 財務資料

月三十日，我們的預付款項及其他應收款項分別為人民幣1.9百萬元、人民幣36.9百萬元、人民幣10.2百萬元及人民幣22.7百萬元。我們的預付款項及其他應收款項於二零一一年顯著上升乃由於我們擴充營運及收購牧場所致。

### 其他應付款項及應計費用

其他應付款項及應計費用包括遞延收入及其他應付款項。遞延收入主要指已收取但未確認的政府補貼。其他應付款項主要指在建工程應付款項、就收購兩個牧場而應付飛鶴乳業集團的款項以及有關進口乳牛的付款。下表載列於所示日期的其他應付款項及應計費用詳情：

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
遞延收入 . . . . .	12,179	19,954	21,439	20,376
其他應付款項 . . . . .	342,431	1,014,696	808,090	546,360
	354,610	1,034,650	829,529	566,736
非流動部分 . . . . .	—	(238,510)	—	(276,516)
流動部分 . . . . .	354,610	796,140	829,529	290,220

於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日，我們的遞延收入結餘分別為人民幣12.2百萬元、人民幣20.0百萬元、人民幣21.4百萬元及人民幣20.4百萬元。我們的其他應付款項由二零一零年十二月三十一日的人民幣342.4百萬元大幅上升至二零一一年十二月三十一日的人民幣1,014.7百萬元，再於二零一二年十二月三十一日減少至人民幣808.1百萬元並進一步減少至二零一三年六月三十日的人民幣546.4百萬元。於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日，我們的其他應付款項及應計費用分別為人民幣354.6百萬元、人民幣796.1百萬元、人民幣829.5百萬元及人民幣290.2百萬元。

下表載列於所示日期我們的其他應付款項及應計費用明細：

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
應付飛鶴乳業集團款項 . . . . .	—	678,465	598,287	445,255
其他應付款項 — 建築工程 . . . . .	141,569	80,923	78,251	56,206
其他應付款項 — 設備及材料 . . . . .	57,987	119,301	48,833	15,207
其他 <sup>(1)</sup> . . . . .	142,875	136,007	82,719	29,692
總計 . . . . .	<b>342,431</b>	<b>1,014,696</b>	<b>808,090</b>	<b>546,360</b>

附註：

- (1) 其他應付款項下的其他主要指就我們的營運資金需要而應付第三方的款項、有關購買牛隻的應付款項及應付土地款項。

我們的其他應付款項於二零一一年大幅增加乃由於我們收購兩個牧場(此導致產生大額應付飛鶴乳業集團款項)及興建新牧場所致。於二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日，我們應付飛鶴乳業集團的款項(包括海外採購青年

## 財務資料

牛的墊款及收購兩個牧場的代價餘款(以攤銷成本呈列))分別為人民幣678.5百萬元、人民幣598.3百萬元及人民幣445.3百萬元。海外採購款額已於二零一三年六月全數支付，而代價餘款金額則將根據我們於二零一三年四月與飛鶴乳業集團訂立的補充協議分11期每季交付原料奶或以現金支付。我們與建築工程有關的其他應付款項由二零一零年十二月三十一日的人民幣141.6百萬元減少至二零一一年十二月三十一日的人民幣80.9百萬元及二零一二年十二月三十一日的人民幣78.3百萬元，並進一步減少至二零一三年六月三十日的人民幣56.2百萬元，主要由於我們的設施建築工程已經竣工且我們已向承包商結清付款。我們與設備及材料有關的應付款項於二零一零年至二零一一年間大幅增加，主要是由於我們為興建克東原生態牧場及鎮賚牧場一期購置設備所致。我們有關設備及材料的應付款項由二零一二年十二月三十一日的人民幣48.8百萬元減少至二零一三年六月三十日的人民幣15.2百萬元，主要是由於清償就興建我們的牧場而購買設備及材料的應付款項所致。其他應付款項及應計費用項下的其他項目由二零一二年十二月三十一日的人民幣82.7百萬元減少至二零一三年六月三十日的人民幣29.7百萬元，乃由於我們償還來自非關聯方的借款。

公司董事確認，於最後實際可行日期，我們並無嚴重拖欠其他應付款項。

### 存貨、應收貿易賬款及應付貿易賬款周轉率分析

下表載列我們於所示期間的存貨、應收貿易賬款及應付貿易賬款周轉天數：

	截至十二月三十一日止年度			截至 六月三十日 止六個月
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(天數)	(天數)	(天數)	(天數)
存貨 <sup>(1)</sup> . . . . .	460.3	169.9	84.4	63.1
應收貿易賬款 <sup>(2)</sup> . . . . .	—	56.8	31.0	33.0
應付貿易賬款 <sup>(3)</sup> . . . . .	247.6	165.4	111.9	106.6

附註：

- (1) 一年的存貨平均周轉天數相等於平均存貨除以銷售成本與有關飼養青年牛及犢牛的資本化成本，然後乘以365天。六個月的存貨平均周轉天數相等於平均存貨除以銷售成本與有關飼養青年牛及犢牛的資本化成本，然後乘以180天。平均存貨相等於期初存貨減存貨撥備加期末存貨減存貨撥備再除以二。
- (2) 一年的應收貿易賬款平均周轉天數相等於平均應收貿易賬款除以原料奶銷售額，然後乘以365天。六個月的應收貿易賬款平均周轉天數相等於平均應收貿易賬款除以原料奶銷售額，然後乘以180天。平均應收貿易賬款相等於期初應收貿易賬款加期末應收貿易賬款再除以二。
- (3) 一年的應付貿易賬款平均周轉天數相等於平均應付貿易賬款除以銷售成本與有關飼養青年牛及犢牛的資本化成本，然後乘以365天。六個月的應付貿易賬款平均周轉天數相等於平均應付貿易賬款除以銷售成本與有關飼養青年牛及犢牛的資本化成本，然後乘以180天。平均應付貿易賬款相等於期初應付貿易賬款加期末應付貿易賬款再除以二。

## 財務資料

截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一三年六月三十日止六個月，我們的平均存貨周轉天數分別為460.3天、169.9天、84.4天及63.1天。我們的平均存貨周轉天數於往績記錄期內較高乃由於我們一般於年末採購飼料以確保有足夠飼料儲備，以應付下一年度預期有所增長的畜群。我們截至二零一零年十二月三十一日止年度的平均存貨周轉天數尤其高，乃由於我們於二零一零年的畜群規模不大，因此銷售成本及有關飼養青年牛及犢牛的資本化成本微不足道。我們的存貨平均周轉天數於二零一三年上半年減少，主要由於我們一般於曆年第四季度購買玉米青貯作為未來12個月的飼料儲備，導致年末的存貨較年內為多。隨着我們的畜群規模增加，我們平均存貨周轉天數的跌幅與我們成母牛、青年牛及犢牛的飼料消耗量增幅一致。

我們的平均應收貿易賬款周轉天數由截至二零一一年十二月三十一日止年度的56.8天下降至截至二零一二年十二月三十一日止年度的31.0天，並於截至二零一三年六月三十日止六個月維持相若水平。由於於二零一零年生產的有限數量原料奶乃用作清償我們就向克東歐美牧場（其當時由飛鶴乳業集團擁有）購買乳牛向飛鶴乳業集團付款，故我們於二零一零年並無錄得應收貿易賬款。我們於二零一一年的平均應收貿易賬款周轉天數高於二零一二年，主要由於我們於二零一一年九月收購兩個牧場而出現數學上的偏差。我們計算截至二零一一年十二月三十一日止年度的應收貿易賬款周轉天數時會考慮以下事宜：(i)儘管平均應收貿易賬款乃透過除以我們於年初及年終的應收貿易賬款結餘之總和計算，由於我們於二零一一年年初並無應收貿易賬款，故僅以年終的應收貿易賬款計算全年的平均應收貿易賬款；及(ii)我們於收購交割後在二零一一年第四季將該兩個牧場的財務業績綜合入賬。我們於二零一一年年底的應收貿易賬款主要反映兩個新收購牧場的應收貿易賬款。此外，此應收貿易賬款反映我們與飛鶴乳業黑龍江之間有關透過原料奶的季度付款以清償兩個被收購牧場的未付購買價餘額的安排及向飛鶴乳業集團的另一家指定附屬公司交付原料奶。交付原料奶予飛鶴乳業集團的有關指定附屬公司入賬為應收貿易賬款，並無於我們的會計記錄內抵銷有關收購代價的該應付餘額。由於我們僅可於收購交割後將該兩個牧場的財務業績綜合入賬，故就平均周轉天數的分析而言，我們於二零一一年的原料奶銷售並不反映於年底的應收貿易賬款。因此，我們於二零一一年的應收貿易賬款周轉天數較二零一二年為長。

截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一三年六月三十日止六個月，我們的平均應付貿易賬款周轉天數分別為247.6天、165.4天、111.9天及106.6天。我們於二零一零年的銷售成本偏低，乃由於我們的畜群規模十分小，因此我們該年的原料奶產量有限。然而，由於我們預期畜群規模將於二零一一年大幅擴大，我們於二零一零年年底購入大量飼料，導致於二零一零年年底的應付貿易賬款較高。由於我們的畜群規模於我們在二零一一年完成收購兩個牧場後大幅增加，我們於二零一一年的平均應付貿易賬款因我們增加採購飼料以確保下一年有足夠的飼料儲備而相對較高。我們的應付貿易賬款全年平均周轉天數仍然處於高水平乃由於我們於二零一一年九月收購該兩個牧場後，我們同年銷售成本上升。於二零一二年及二零一三年上半年，由於我們的畜群結構及業務營運更為成熟，我們的應付貿易賬款周轉天數回復至正常水平。



## 財務資料

### 生物資產

我們的生物資產為我們的乳牛。於往績記錄期，我們的乳牛價值出現波動主要是由於採購青年牛、收購兩個牧場、乳牛飼養成本(飼料成本及其他成本)、青年牛及犢牛轉變為成母牛、銷售以及公平值變動減銷售成本產生的盈虧所致。下表載列我們的乳牛於所示日期的價值明細：

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
成母牛 . . . . .	2,597	445,469	615,907	620,821
青年牛及犢牛 . . . . .	170,763	359,541	325,713	366,412
乳牛總數 . . . . .	173,360	805,010	941,620	987,233

我們乳牛的價值由二零一零年的人民幣173.4百萬元上升至二零一一年的人民幣805.0百萬元，主要是由於：(i)我們於二零一一年九月收購兩個牧場，導致乳牛價值上升人民幣503.7百萬元；(ii)由於飼養而增值人民幣89.0百萬元，包括我們的畜群中自行繁育的青年牛及犢牛數目增加以及與飼養該等青年牛及犢牛有關的飼料成本及其他成本增加；及(iii)主要就我們的牧場購買青年牛導致增加人民幣40.5百萬元。我們乳牛的價值由二零一一年的人民幣805.0百萬元上升至二零一二年的人民幣941.6百萬元，主要是由於飼養導致增值人民幣142.7百萬元，包括我們的畜群中自行繁育青年牛及犢牛數目增加以及與飼養該等青年牛及犢牛有關的飼料成本及其他成本增加。我們乳牛的價值由二零一二年的人民幣941.6百萬元增加至二零一三年上半年的人民幣987.2百萬元，主要由於飼養而增值人民幣90.1百萬元，包括我們的畜群中自行繁育的青年牛及犢牛數目增加以及與飼養該等青年牛及犢牛有關的飼料成本及其他成本增加。

### 主要財務比率

下表載列我們於所示期間的主要財務比率：

	於十二月三十一日及截至該日止年度			於 六月三十日 及截至該日 止六個月
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
流動比率 . . . . .	0.25	0.16	0.14	0.45
速動比率 . . . . .	0.15	0.07	0.06	0.39
資產負債比率 . . . . .	31.1%	55.5%	43.6%	3.5%
股本回報率 . . . . .	4.2%	49.9%	35.5%	8.7%

於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日，我們的流動資產除流動負債(即流動比率)分別為0.25、0.16、0.14及0.45。於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日，我們經扣除存貨的流動資產除流動負債(即速動比率)分別為0.15、0.07、0.06及0.39。我們流動比

率及速動比率於二零一零年至二零一一年間下降乃主要由於我們於往績記錄期興建克東原生態牧場及鎮賚牧場一期及於二零一一年九月收購兩個牧場的相關流動負債增加所致。我們的流動比率及速動比率於二零一一年至二零一二年間下降主要由於我們的重組相關流動負債增加。於二零一三年六月三十日，我們的流動比率及速動比率大幅上升，主要由於我們溢利增加以及李淑霞女士於二零一三年上半年向我們其中一家附屬公司注資約人民幣459百萬元所致。

負債對資產比率乃以截至各年結日的總負債除以總資產計算。我們於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日的負債對資產比率分別為76.9%、84.0%、77.2%及62.5%。

與其他同業一致，我們按照資產負債比率監察資本。此比率乃根據將淨負債除以總資本計算得出。淨負債乃根據將綜合資產負債表所示的銀行借款總額扣除現金及現金等價物計算得出。總資本乃根據將綜合資產負債表所示的權益加上淨負債計算得出。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一三年六月三十日止六個月，我們的資產負債比率分別為31.1%、55.5%、43.6%及3.5%。我們的資產負債比率於二零一零年至二零一一年間上升乃主要由於我們於往績記錄期增加銀行借款以為興建克東原生態牧場及鎮賚牧場一期所需的大量投資提供資金所致。我們的資產負債比率於二零一一年至二零一二年間下跌乃因於二零一二年資本增加及淨負債減少。於二零一三年上半年，我們的資產負債比率大幅下跌，主要由於我們的股本因李淑霞女士於二零一三年上半年向我們其中一家附屬公司注資約人民幣459百萬元而增加所致。

股本回報乃以期間的純利除以該期間末的股本總額計算。我們於截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一三年六月三十日止六個月的股本回報分別為4.2%、49.9%、35.5%及8.7%。股本回報於二零一零年至二零一一年大幅上升乃主要由於我們錄得議價收購收益人民幣164.4百萬元及銷售額因收購及內生增長而大幅增長；股本回報於二零一一年至二零一二年有所下跌主要是由於儘管我們的純利於二零一二年大幅增長，惟並無確認議價收購收益。於二零一三年上半年，我們的股本回報大幅下跌，主要由於期內我們就首次公開發售投資前投資產生其他金融負債利息、自乳牛公平值變動減銷售成本產生虧損以及股本增加所致。

### 資本開支

我們的主要資本開支與我們擴充新牧場、重大維護及增添我們現有牧場的設備有關。截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度以及截至二零一三年六月三十日止六個月，我們與購置物業、廠房及設備有關的資本開支分別為人民幣316.9百萬元、人民幣198.4百萬元、人民幣175.3百萬元及人民幣23.9百萬元。

作為我們未來發展策略的一部分，我們估計我們於截至二零一三年十二月三十一日止年度的資本開支將約為人民幣150百萬元。我們的業務營運計劃資本開支將主要與我們的新牧場建設及開展營運有關。我們預期我們的資本開支將以營運所得現金、債務融

## 財務資料

資或銀行貸款、首次公開發售前投資所得款項，以及全球發售所得款項淨額撥資。估計開支金額可能會因各種原因(包括市況變動、競爭及其他因素)而與實際金額有別。

我們目前的未來資本開支計劃可予更改，並以我們業務計劃的進展(包括潛在收購、我們資本計劃的進度、現行市況及我們的未來展望)為基礎。概不保證我們的計劃資本開支會按計劃進行。我們可能會因繼續擴張而產生額外的資本開支。

### 關聯方交易

截至二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度，我們自我們的關連公司黑龍江北安收取金額分別為人民幣15.9百萬元、人民幣147.7百萬元及人民幣132.8百萬元的貸款。關連公司貸款為不計息。截至二零一三年六月三十日止六個月，我們並未收到來自我們關連公司的任何貸款。於二零一一年九月我們收購克東歐美牧場前，我們亦曾於二零一零年及二零一一年向原生態和平出售原料奶及收取租金收入。此外，我們於二零一一年及二零一二年曾向我們的控股股東趙洪亮先生控制的三家關連公司採購飼料。該等交易乃按訂約方互相協定的條款及條件進行。我們已於二零一三年上半年以現金悉數償還該等貸款。

誠如本招股章程附錄一A隨附之會計師報告第II節附註28所披露，Heilongjiang Beian Reclamation Area Sanhe Construction Co., Ltd.趙光鎮分行(或Sanhe)因趙洪亮先生被指定為Sanhe的負責人而被視為關聯方。我們認為Sanhe並非上市規則第14A章定義的本公司關連人士，乃由於：(i)本公司收到Sanhe通知，趙洪亮先生被指定為Sanhe的負責人以透過趙洪亮先生擁有的當地聲譽於當地促進建設工程的進行；(ii)趙洪亮先生在法律上獨立於Sanhe，且不涉及其營運或決策過程；及(iii)趙洪亮先生自二零一三年五月起不再被指定為Sanhe的負責人。公司董事確認，與Sanhe之間的關聯方交易乃按正常商業條款進行。根據聯席保薦人進行的盡職調查，彼等同意上述確認。

下表載列我們的主要管理人員於所示期間的報酬：

	截至十二月三十一日止年度			截至 六月三十日 止六個月
	二零一零年 人民幣千元	二零一一年 人民幣千元	二零一二年 人民幣千元	二零一三年 人民幣千元
短期僱員福利 . . . . .	214	564	1,391	299
離職後福利 . . . . .	—	9	—	—
已付主要管理人員的報酬總額 . . . . .	<u>214</u>	<u>573</u>	<u>1,391</u>	<u>299</u>

於往績記錄期進行的關聯方交易亦載列於本招股章程附錄一A隨附的會計師報告第II節附註28。

## 財務資料

### 與飛鶴乳業集團之間的交易

於往績記錄期，我們向飛鶴乳業集團銷售原料奶，並向飛鶴乳業黑龍江及馬錦延先生收購克東歐美牧場及甘南歐美牧場的全部股本權益，相關交易金額載列如下：

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止六個月	
	二零一零年 人民幣千元	二零一一年 人民幣千元	二零一二年 人民幣千元	二零一二年 人民幣千元 (未經審核)	二零一三年 人民幣千元 (未經審核)
銷售原料奶 . . . . .	337	52,820	91,673	57,989	94,806
收購牧場 . . . . .	—	845,226	—	—	—

此外，於二零一一年，飛鶴乳業黑龍江代我們向一家當地青年牛進口商支付人民幣68.6百萬元，以作為自烏拉圭採購8,300頭荷斯坦種乳牛的總購買價的一部分，而於二零一三年六月，我們已向飛鶴乳業黑龍江悉數支付有關款項。

另外，於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日，我們獲飛鶴乳業集團擔保的借款分別為人民幣159.9百萬元、人民幣402.5百萬元、人民幣365.0百萬元及人民幣349.0百萬元。

### 債務

#### 借款

我們主要透過營運所得現金流量、銀行貸款及股東現金注資為我們的營運撥資。下表載列我們於所示日期的銀行借款詳情：

	於十二月三十一日						於六月三十日			於			
	二零一零年		二零一一年		二零一二年		二零一三年		二零一三年				
	合約 利率(%)	到期日	人民幣 千元	合約 利率(%)	到期日	人民幣 千元	合約 利率(%)	到期日	人民幣 千元	人民幣 千元 (未經審核)			
<b>流動</b>													
已抵押													
銀行貸款 . . . . .	—	—	—	5.8-6.6	二零一二年	60,000	6.3-6.6	二零一三年	100,000	6.0-7.21	二零一三年	100,000	65,000
長期已抵押													
銀行貸款的													
流動部分 . . . . .	5.3-5.8	二零一一年	31,980	5.8-6.6	二零一二年	66,497	6.3-6.6	二零一三年	66,497	6.0-7.21	二零一三年	86,755	99,517
			<u>31,980</u>			<u>126,497</u>			<u>166,497</u>			<u>186,755</u>	<u>164,517</u>
<b>非流動</b>													
已抵押													
銀行貸款 . . . . .	5.9-6.4	二零一五年	127,920	6.4-7.8	二零一三年至 二零一九年	364,973	6.8-7.8	二零一三年至 二零一九年	298,477	6.0-7.21	二零一五年至 二零一九年	262,228	17,258
			<u>159,900</u>			<u>491,470</u>			<u>464,974</u>			<u>448,983</u>	<u>181,775</u>

我們的銀行借款總額由二零一零年十二月三十一日的人民幣159.9百萬元增加至二零一一年十二月三十一日的人民幣491.5百萬元。短期借款增加主要由於為新增牧場供應飼料而增加採購飼料所致。長期借款增加主要與興建我們的牧場有關。我們的總銀行借款於二零一二年十二月三十一日減少至人民幣465.0百萬元，主要由於原生態和平及

原生態黑龍江償還貸款所致。於二零一三年六月三十日，我們的銀行借款總額進一步減少至人民幣449.0百萬元，乃由於我們於二零一三年上半年償還一筆有關克東歐美牧場的長期銀行貸款所致。

我們若干銀行借款以下列者作抵押：(i)位於中國的物業、廠房及設備，於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日的賬面值合共分別為人民幣16.6百萬元、人民幣15.3百萬元、人民幣14.0百萬元及人民幣13.3百萬元；及(ii)位於中國的生物資產。我們的銀行借款乃由我們的兩名公司董事(王紹崗及付文國)及我們其中一名客戶(飛鶴乳業集團)提供擔保。我們已於二零一三年八月解除由公司董事提供的有關擔保。於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日，我們獲飛鶴乳業集團擔保的借款分別為人民幣159.9百萬元、人民幣402.5百萬元、人民幣365.0百萬元及人民幣349.0百萬元。所有由飛鶴乳業集團提供的擔保均已於最後實際可行日期獲解除。

於二零一三年六月三十日，自首次公開發售前投資產生的其他金融負債為人民幣616.7百萬元。有關首次公開發售前投資的進一步詳情，請參閱「歷史、發展及重組—首次公開發售前投資」。

於二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日應付飛鶴乳業集團的款項分別為人民幣678.5百萬元、人民幣598.3百萬元及人民幣445.3百萬元。於二零一三年六月三十日應付我們其中一名股東孟凡慶的款項為人民幣53.2百萬元。

截至二零一三年九月三十日(即就債務而言的最後實際可行日期)，我們的銀行借款總額為人民幣181.8百萬元，全部均有抵押。於二零一三年九月三十日自首次公開發售前投資產生的其他金融負債為人民幣650.0百萬元。於二零一三年九月三十日，應付飛鶴乳業集團的款項及應付我們其中一名股東孟凡慶的款項分別為人民幣403.6百萬元及人民幣54.1百萬元。公司董事確認，於最後實際可行日期，我們並無嚴重拖欠銀行借款。於最後實際可行日期，除另有披露者外，我們的債務並無出現任何重大變動。

### 或然負債

除本招股章程另有披露者外，於往績記錄期及於最後實際可行日期，我們概無維持任何未償還借貸資本或銀行透支，或持有任何承兌負債或其他類似債務、債券、按揭、抵押或承兌信貸或租購承擔、或擔保或其他重大或然負債。

## 財務資料

### 資本承擔

下表載列我們於所示日期的資本承擔：

	於十二月三十一日			於六月三十日
	二零一零年	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
已訂約但未撥備：				
— 在建工程 . . . . .	129,438	122,067	73,392	59,205
— 物業及設備 . . . . .	11,619	5,156	1,688	8,096
	<u>141,057</u>	<u>127,223</u>	<u>75,080</u>	<u>67,301</u>

### 資產負債表外安排

資產負債表外安排乃指涉及未經綜合入賬實體的任何交易、協議或其他合約安排，據此，該公司已(i)作出擔保；或(ii)承擔因未經綜合入賬實體(且該實體向本公司提供融資、流動資金、市場風險或信貸風險支援，或與本公司訂立租賃、對沖或研發安排)的重大可變權益而產生的任何責任。

於最後實際可行日期，我們概無與未經綜合入賬實體有任何資產負債表外安排。

### 有關市場風險的定量和定性披露

我們在我們的日常經營過程中面對不同種類的市場風險(包括利率波動及信貸風險)。我們透過定期經營及融資活動管理我們面對的該等及其他市場風險。

### 乳牛公平值的變動

於往績記錄期，我們的業績受我們乳牛公平值變動減銷售成本的影響。有關就乳牛進行估值時所採用方法的進一步資料，請參閱「經營業績組成部分的說明—生物資產公平值變動減銷售成本」。

## 財務資料

### 公平值變動敏感度分析

下表載列假設所有其他變數維持不變，倘主要輸入數據於二零一三年六月三十日出現變動可能產生的成母牛估計公平值的敏感度分析：

#### 牛奶價格敏感度

於二零一三年六月三十日的原料奶平均售價：每千克人民幣4.30元

牛奶價格變動%	10%	5%	2%	1%	-1%	-2%	-5%	-10%
相應估值結果 (人民幣千元)	804,318	712,569	657,521	639,171	602,471	584,121	529,073	437,324
估值結果變動 (人民幣千元)	183,496	91,747	36,699	18,349	-18,351	-36,701	-91,749	-183,498
估值結果變動%	29.56%	14.78%	5.91%	2.96%	-2.96%	-5.91%	-14.78%	-29.56%

成母牛的估計公平值於牛奶價格上漲時上升，於牛奶價格下跌時則下跌。

#### 產奶量敏感度

於二零一三年六月三十日的平均產奶量：每個泌奶周期(400天)9.6噸

平均產奶量變動%	10%	5%	2%	1%	-1%	-2%	-5%	-10%
相應估值結果 (人民幣千元)	700,838	660,830	636,825	628,823	612,819	604,817	580,812	540,804
估值結果變動 (人民幣千元)	80,016	40,008	16,003	8,001	-8,003	-16,005	-40,010	-80,018
估值結果變動%	12.89%	6.44%	2.58%	1.29%	-1.29%	-2.58%	-6.44%	-12.89%

成母牛的估計公平值於產奶量增加時上升，於產奶量減少時則下跌。

#### 飼料成本敏感度

於二零一三年六月三十日的平均飼料成本：生產每千克原料奶需要人民幣2.17元

飼料成本變動%	10%	5%	2%	1%	-1%	-2%	-5%	-10%
相應估值結果 (人民幣千元)	522,210	571,515	601,098	610,959	630,683	640,543	670,127	719,433
估值結果變動 (人民幣千元)	-98,612	-49,307	-19,724	-9,863	9,861	19,721	49,305	98,611
估值結果變動%	-15.88%	-7.94%	-3.18%	-1.59%	1.59%	3.18%	7.94%	15.88%

成母牛的估計公平值於飼料成本下跌時上升，於飼料成本上升時則下跌。

## 財務資料

### 青年牛價格敏感度

於二零一三年六月三十日的青年牛(約14個月大)價格：每頭人民幣21,000元

青年牛(約14個月大)

價格變動%	10%	5%	2%	1%	-1%	-2%	-5%	-10%
相應估值結果 (人民幣千元)	653,257	637,040	627,308	624,065	617,578	614,334	604,603	588,385
估值結果變動 (人民幣千元)	32,435	16,218	6,486	3,243	-3,244	-6,488	-16,219	-32,437
估值結果變動%	5.22%	2.61%	1.04%	0.52%	-0.52%	-1.05%	-2.61%	-5.22%

成母牛的估計公平值於青年牛價格上漲時上升，於青年牛價格下跌時則下跌。

### 貼現率敏感度

於二零一三年六月三十日的貼現率：13.82%

貼現率變動%	1.50%	1.00%	0.50%	-0.50%	-1.00%	-1.50%
相應估值結果 (人民幣千元)	605,280	610,373	615,553	626,179	631,630	637,174
估值結果變動 (人民幣千元)	-15,542	-10,449	-5,269	5,357	10,808	16,352
估值結果變動%	-2.50%	-1.68%	-0.85%	0.86%	1.74%	2.63%

成母牛的估計公平值於貼現率下跌時上升，於貼現率上升時則下跌。

### 信貸風險

我們其他金融資產(包括現金及銀行結餘、其他應收款項及應收關連公司款項)的信貸風險乃因交易對手方違約而產生，此等工具的賬面值為其最高風險。

由於我們僅與獲認可及信譽可靠的第三方交易，故毋須抵押品。

於往績記錄期末，我們就截至二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度及截至二零一三年六月三十日止六個月有一定集中程度的信貸風險，分別為34%、57%及33%，而截至二零一一年及二零一二年十二月三十一日止年度及截至二零一三年六月三十日止六個月分別有100%、100%及100%的應收貿易賬款乃來自我們最大客戶及四大客戶。信貸風險集中乃透過設立信貸核實程序被管理。由於有關應收貿易賬款獲認可及信貸狀況良好，故管理層認為本集團的信貸集中風險輕微。

有關我們來自應收貿易賬款的信貸風險的進一步定量數據於本招股章程附錄一A隨附的會計師報告第II節附註17披露。



## 財務資料

### 利率風險

我們所面對的市場利率變動風險主要與我們的現金及銀行結餘以及按浮動利率計息的銀行貸款有關。我們並無使用任何利率掉期以對沖我們的利率風險，並將考慮於有需要時對沖重大利率風險。

下表說明在所有其他變數維持不變的情況下，我們的除稅前溢利對利率的合理可能變動的敏感度(透過對浮息借款造成的影響)：

	基點上升/(下跌)	除稅前溢利 增加/(減少) 人民幣千元
二零一零年十二月三十一日		
人民幣	100	(860)
人民幣	(100)	860
二零一一年十二月三十一日		
人民幣	100	(4,741)
人民幣	(100)	4,741
二零一二年十二月三十一日		
人民幣	100	(4,572)
人民幣	(100)	4,572
二零一三年六月三十日		
人民幣	100	(585)
美元	100	175
人民幣	(100)	585
美元	(100)	(175)

### 流動資金風險

我們旨在透過使用長期銀行貸款及預期營運所得現金流量以在資金的持續性與靈活性之間維持平衡。

## 財務資料

於往績記錄期內各報告期末，我們的金融負債到期情況(按合約未貼現付款劃分)如下：

	即期償還 或少於			總計
	十二個月	一至五年	超過五年	
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
二零一三年六月三十日				
其他金融負債 . . . . .	720,000	—	—	720,000
計息銀行借款 . . . . .	180,759	324,343	20,071	525,173
應付貿易賬款 . . . . .	176,830	—	—	176,830
其他應付款項及應計費用 . . . . .	339,194	290,320	—	629,514
應付股東款項 . . . . .	—	60,000	—	60,000
應付關連公司款項 . . . . .	19,811	—	—	19,811
	<u>1,436,594</u>	<u>674,663</u>	<u>20,071</u>	<u>2,131,328</u>
二零一二年十二月三十一日				
計息銀行借款 . . . . .	198,784	326,803	20,071	545,658
應付貿易賬款 . . . . .	207,655	—	—	207,655
其他應付款項及應計費用 . . . . .	939,525	—	—	939,525
應付股東款項 . . . . .	134,521	—	—	134,521
應付關連公司款項 . . . . .	311,940	—	—	311,940
	<u>1,792,425</u>	<u>326,803</u>	<u>20,071</u>	<u>2,139,299</u>
二零一一年十二月三十一日				
計息銀行借款 . . . . .	160,991	400,330	42,294	603,615
應付貿易賬款 . . . . .	142,586	—	—	142,586
其他應付款項及應計費用 . . . . .	1,128,107	122,418	—	1,250,525
應付股東款項 . . . . .	103,900	—	—	103,900
應付關連公司款項 . . . . .	165,620	—	—	165,620
	<u>1,701,204</u>	<u>522,748</u>	<u>42,294</u>	<u>2,266,246</u>
二零一零年十二月三十一日				
計息銀行借款 . . . . .	41,983	148,399	—	190,382
應付貿易賬款 . . . . .	26,320	—	—	26,320
其他應付款項及應計費用 . . . . .	433,082	—	—	433,082
應付股東款項 . . . . .	300	—	—	300
應付關連公司款項 . . . . .	15,900	—	—	15,900
	<u>517,585</u>	<u>148,399</u>	<u>—</u>	<u>665,984</u>

### 資本管理

我們的資本管理主要旨在確保我們能夠持續經營並維持良好的資本比率，以支持我們的業務及為股東帶來最大的價值。

我們根據經濟狀況的變化及相關資產的風險特性管理我們的資本結構並作出相應調整。為維持或調整資本結構，我們可能會調整派付予股東的股息金額、向股東發還資本或發行新股份。於往績記錄期，管理資本的目標、政策或程序概無作出變動。

我們使用資產負債比率監控資本。

### 上市規則第13.13至13.19條項下的披露事宜

公司董事確認，於最後實際可行日期，假設股份於該日已在聯交所上市，概無任何情況須根據上市規則第13.13至13.19條項下的披露規定予以披露。

### 物業估值對賬

我們從事非物業活動，而我們並未擁有其賬面值相等於或超過我們的總資產的15%的物業權益。因此，我們不須進行物業估值。

### 上市開支

有關全球發售的估計上市開支總額(不包括承銷佣金)為人民幣41.5百萬元。我們於截至二零一二年十二月三十一日止年度並無產生任何上市開支。截至二零一三年六月三十日止六個月，我們產生上市開支人民幣18.8百萬元，其中人民幣14.4百萬元已在損益扣除，而人民幣4.4百萬元已資本化為遞延開支，此項開支預期將在成功上市後根據有關會計準則在權益扣除。我們估計將於二零一三年六月三十日後的財務期間產生及在損益扣除的上市開支將為人民幣17.0百萬元。

### 與我們乳牛的獨立估值師有關的資料

我們已委聘獨立估值師仲量聯行釐定我們分別於二零一零年、二零一一年及二零一二年十二月三十一日以及二零一三年六月三十日的乳牛公平值減估計銷售點成本。就各估值日期對我們的生物資產進行估值而言，仲量聯行團隊的主要估值師包括Simon M.K. Chan先生、T.Y. Gao教授、Jack Li先生、Ada Shao女士、Tim Chi先生及Ken Yang先生。

Simon M.K. Chan先生，仲量聯行的區域董事，為香港會計師公會的資深會員、澳洲會計師公會的資深會員、執業估值分析師及國際諮詢師評估師分析師協會會員。於過去15年，Chan先生於估值及企業諮詢業務累積豐富經驗，管理股票、金融工具、無形資產、天然資源以及生物資產(包括牲畜、果園及其他種植園)的估值事宜。作為區域董事，Chan先生負責仲量聯行的亞太區估值服務，並領導與中國、香港、新加坡及美國的私人及國有公司首次公開發售及併購有關的不同估值項目。

T.Y. Gao教授，河南農業大學動物科學教授，為獨立生物資產估值專家、中國畜牧獸醫學會養牛分會理事會會員兼動物生態學分會執行理事、農業工程學會畜牧工程分會執行理事、中國黃牛養殖委員會(China Scalper Breeding Committee)執行理事、中國農業學會秸稈利用分會副秘書長以及畜牧獸醫學會飼草分會執行理事。彼於牛隻養殖領域擁有豐富經驗，主要從事利用當地飼料資源進行餵飼牛群、乳牛環境管理及牲畜生態學的研究。Gao教授已刊發23本書籍，亦因其科學成就獲取15項獎項，於各類期刊發表逾200篇學術論文，當中大部分課題與乳牛及乳品生產的調查和研究有關。

Jack Li先生，仲量聯行的地方董事，負責發展及監督估值及其他企業諮詢業務。Li先生亦於不同類型的資產估值方面擁有豐富經驗，有關資產包括亞太區內類型廣泛的私人及國有公司的生物資產、股票、天然資源、無形資產以及金融衍生工具。

Ada Shao女士，仲量聯行的高級分析師，曾參與多項與尋求於香港聯交所上市的私人及國有公司有關的估值及諮詢項目。其經驗涵蓋股票、無形資產、天然資源、生物資產以及多種金融工具及衍生工具的估值。

Tim Chi先生，仲量聯行的分析員，曾參與一系列關於在香港聯交所進行公開發售的估值項目。有關經驗包括就其他牧場、其他天然資源資產及無形資產進行估值及視察。

Ken Yang先生，仲量聯行的助理分析員，於任職期間曾參與多項估值項目，包括無形資產、金融衍生工具以及有關石斛蘭屬／茶樹種植園及牧場的生物估值。

仲量聯行曾為中國現代牧業控股有限公司(1117.HK)(為香港聯交所上市公司)提供牛類估值服務。仲量聯行亦向香港上市公司(包括理文造紙(2314.HK)、晨鳴紙業(1812.HK)及康大食品(0834.HK))提供樹木、兔及雞等資產的其他生物資產估值服務。

經考慮仲量聯行團隊的資格及經驗以及與仲量聯行團隊及我們管理層的討論後，公司董事及聯席保薦人信納仲量聯行為獨立人士，並合資格釐定生物資產的公平值。

## 財務資料

### 未經審核備考經調整綜合有形資產淨值

本集團未經審核備考經調整有形資產淨值乃根據下文所載附註編製，以說明倘全球發售已於二零一三年六月三十日進行的影響。由於其僅供說明之用而編製，且基於其假設性質使然，未必可真實公平反映本集團的財務狀況。

	於二零一三年 六月三十日的 本公司擁有人 應佔經審核 綜合有形 資產淨值 <sup>(1)</sup>		上市估計所得 款項淨額 <sup>(2)</sup>	未經審核備考 經調整有形資 產淨值	每股未經 審核備考 經調整有形 資產淨值 <sup>(3)</sup>	每股未經 審核備考 經調整有形 資產淨值 <sup>(4)</sup>
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣	港元	
按發售價為每股股份						
2.49港元計算 . . . . .	1,143,130	1,844,491	2,987,621	0.76	0.96	
按發售價為每股股份						
3.18港元計算 . . . . .	1,143,130	2,362,731	3,505,861	0.90	1.13	

附註：

- (1) 於二零一三年六月三十日本公司擁有人應佔經審核綜合有形資產淨值乃根據本招股章程附錄一A所載於二零一三年六月三十日本公司擁有人應佔本集團經審核綜合資產淨值約人民幣1,143百萬元而釐定。
- (2) 全球發售估計所得款淨額乃於扣除承銷費用及本公司應付的相關開支後(惟未計及根據購股權計劃授出的購股權獲行使時可能發行的任何股份)，根據發售股份及發售價2.49港元及3.18港元而釐定。全球發售估計所得款項淨額乃按二零一三年六月二十八日現行的人民銀行匯率1.00港元兌人民幣0.7966元由港元換算為人民幣。
- (3) 每股未經審核備考經調整有形資產淨值乃按緊隨全球發售完成後已發行的3,908,747,000股股份計算，並無計及因行使購股權計劃而可能發行的任何股份。
- (4) 每股未經審核備考經調整有形資產淨值乃按二零一三年六月二十八日現行的人民銀行匯率1.00港元兌人民幣0.7966元換算為港元。

### 股息政策

本集團於往績記錄期內並無宣派任何股息。於全球發售完成後，我們的股東將有權收取我們所宣派的任何股息。我們派付的任何股息金額將由公司董事酌情決定，並將取決於我們未來的營運及盈利、資本要求及盈餘、整體財務狀況、合約限制，以及公司董事認為有關的其他因素。任何股息的宣派及支付以及金額將受我們的章程文件及百慕達公司法(包括股東批准)所規限。

### 可供分派儲備

本公司於二零一二年五月一日方註冊成立。截至二零一三年九月三十日及最後實際可行日期，本公司並無任何可供分派儲備。

**無重大不利變動**

公司董事確認，自二零一三年六月三十日起及直至本招股章程日期，我們的財務或貿易狀況或前景並無出現重大不利變動，亦無發生對載於本招股章程附錄一A的會計師報告內的財務資料造成重大不利影響的事件。