

財務資料

閣下閱讀以下有關我們的財務狀況及經營業績的討論及分析時，應一併閱讀本[編纂]附錄一會計師報告所載我們於二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日及截至該等日期止年度各年的合併財務報表及隨附附註。我們的合併財務報表乃根據國際財務報告準則編製。有意投資者應細閱附錄一所載的整份會計師報告，而非僅依賴本節所載資料。以下討論及分析載有涉及風險及不明朗因素的前瞻性陳述。有關該等風險及不明朗因素的其他資料，請參閱本[編纂]「風險因素」一節。

概覽

根據弗若斯特·沙利文報告，我們是中國最大的有機乳品公司以及中國唯一一家符合歐盟有機標準的垂直整合有機乳品公司。根據弗若斯特·沙利文報告，按二零一三年的有機原料奶產量計算，我們在中國擁有54.2%的市場份額。連同我們的聯營公司聖牧草業，我們獨特的垂直整合的「全程有機」生產模式涵蓋整個乳品行業價值鏈，乳品生產過程的所有主要階段均符合歐盟有機標準：牧草種植、奶牛養殖到生產原料奶以及加工生產液態奶產品。根據弗若斯特·沙利文報告，按二零一三年的產量計算，我們亦是中國優質非有機原料奶市場的主要生產商。

我們將業務分為以下兩個分部：

- 奶牛養殖。該分部包括(i)銷售有機原料奶，佔我們二零一三年原料奶總銷量的45.3%。在二零一三年的有機原料奶銷量中，74.2%銷售予蒙牛集團等外部客戶，其餘25.8%用於下游加工成「Shengmu聖牧」品牌有機液態奶產品；(ii)銷售優質非有機原料奶，佔我們二零一三年原料奶總銷量的54.7%。
- 液態奶。該分部從事的業務是(i)將有機原料奶加工成包裝全程有機奶、低脂奶及兒童奶，以我們自有的「Shengmu聖牧」品牌營銷；(ii)主要通過分銷商向中國客戶銷售有機乳製品。

截至二零一三年十二月三十一日，我們擁有合共30,621頭有機奶牛及29,836頭非有機奶牛。截至該日，我們的13個有機奶牛場均位於烏蘭布和沙漠，而12個非有機奶牛場均位於內蒙古呼和浩特。我們大部分牧場均可容納2,500至4,500頭奶牛。於二零一三年，平均年產奶量為8.5噸。

於往績記錄期，我們實現了快速增長。我們的銷售收入由二零一一年的人民幣389.4百萬元增至二零一三年的人民幣1,143.7百萬元，複合年增長率為71.4%。生物資產公平值調整前的年度溢利由二零一一年的人民幣106.1百萬元增至二零一三年的人民幣365.0百萬元，複合年增長率為85.5%。於二零一一年、二零一二年及二零一三年，我們的毛利率分別為29.4%、33.4%及42.9%。

財務資料

影響我們經營業績及財務狀況的因素

我們的財務狀況、經營業績及我們財務業績的期間比較主要受以下因素影響：

- **原料奶產量。**與我們重點擴展有機原料奶及液態奶業務的策略一致，預期我們有機原料奶產量將大幅增長，而我們的優質非有機奶的產量增長速度穩定。我們的產量主要受我們牛群規模影響。截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們分別擁有四個、七個及十三個有機牧場以及8,982頭、14,111頭及30,621頭有機奶牛。我們計劃於二零一六年前增建18個有機牧場，屆時我們的有機奶牛牧群將增加至約120,000頭有機奶牛。原料奶產量亦受平均年產奶量所影響，我們擬通過不斷提高奶牛的福利和經營效率以增加產奶量。如牛數量的增加取決於我們是否能按商業上合理的價格購買飼料。作為我們與聖牧草業訂立戰略合作協議的一部分，我們有機草料的主要供應商聖牧草業已同意獨家向我們供應有機草料，並計劃於二零一四年、二零一五年及二零一六年分別開發最少約60,000畝、65,000畝及65,000畝額外增加的有機草料地，以支持我們牛群的發展。請參閱「業務－供應商及採購－有機飼料」。
- **液態奶產品產量。**我們的有機液態奶產品產量主要取決於我們的加工能力。我們的有機液態奶加工設施目前設有三條生產線，每日最高加工能力為330噸有機液態奶。除我們現有的330噸產量外，我們計劃在二零一六年底將每日液態奶加工能力提升至1,150噸，包括380噸酸奶及440噸其他液態奶產品。擴充加工能力需要大量資金。我們目前擬於二零一四年至二零一六年分配合共人民幣360百萬元作為擴充加工能力。請參閱「業務－業務策略」。
- **平均售價。**奶產品的價格受市場影響。根據弗若斯特•沙利文報告，目前中國原料奶出現供應大幅短缺(尤其是有機原料奶)。受中國對食品安全的關注不斷增加及可支配收入不斷增長的共同影響，對有機奶產品的市場需求持續增加。然而，由於通常長期且嚴格的有機產品認證過程及建立大規模牧場所需資本開支相對較大等因素的共同影響，有機奶供應的增加大幅落後於需求增長。此外，我們有機奶產品的平均售價受我們的定價能力與我們努力通過更加靈活的定價政策提高市

財務資料

場滲透率之間動態關係的影響。我們的定價權將取決於我們是否能夠保持及提升我們「Shengmu 聖牧」品牌（我們僅近期於二零一二年六月引進）的知名度並讓消費者了解我們「全程有機」奶產品的好處。

- **分銷網絡。**我們於二零一一年開始建立我們的液態奶產品分銷網絡並於二零一二年就液態奶產品產生銷售收入。於二零一三年，我們26.5%的銷售收入來自銷售液態奶產品。長遠而言，我們計劃重點增加液態奶產品的銷售額，而擴大我們分銷網絡為我們計劃的關鍵部分。截至二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們分別有108名及316名分銷商，且我們計劃於二零一四年底將分銷商增至逾400名。而且，目前我們的分銷網絡大部分達到一線及二線城市，而我們將力求進一步滲入第三及四線城市。我們擬繼續專注於擴大銷售渠道，例如連鎖超市、百貨商店及連鎖便利店。我們於實施該等擴張策略時體會到的成功程度將大幅影響到我們的銷售收入增長。
- **產品組合。**產品組合可能會影響我們的銷售收入、毛利率與淨利率。於二零一三年，優質非有機原料奶及有機奶產品（包括有機原料奶及液態奶產品）的銷售額分別佔我們總銷售收入的42.7%及57.3%。原料奶（包括非有機原料奶及有機原料奶）及液態奶產品的銷售額分別佔我們總銷售收入的73.5%及26.5%。我們預期，我們未來銷售收入增長將主要受有機原料奶及液態奶產品銷售額增加的影響。於二零一三年，液態奶產品的毛利率（抵銷分部間銷售所得內部溢利後）為54.0%，而有機原料奶及優質非有機原料奶的毛利率分別為43.0%及35.9%。我們液態奶產品的毛利率隨我們生產規模的增加而增長。我們預期液態奶產品的毛利率會隨我們生產規模持續增加而進一步增長。此外，我們預期液態奶產品銷量佔我們總銷量的比例將會上升。該等趨勢將會對我們的整體毛利率產生積極影響。另一方面，我們銷售及分銷開支亦已增加，主要由於我們液態奶產品的銷售額增加（特別是推廣「Shengmu 聖牧」品牌及我們產品所產生的開支）所致，於二零一一年、二零一二年及二零一三年分別佔我們總銷售收入的1.6%、3.3%及6.3%。就我們產品組合而言，我們計劃於二零一四年第三季供應酸奶並於長遠開發及推廣其他新液態奶產品。新產品將產生額外銷售收入，但新產品的利潤率可能會於我們最初推廣時較低，並於該等產品的銷售成功後增加。
- **銷售成本。**飼料為我們銷售成本的最大組成部分，於二零一一年、二零一二年及二零一三年分別佔我們奶牛養殖業務總銷售成本的78.4%、76.3%及78.4%。我們的飼料主要包括草料及精飼料。目前，我們有機奶牛所用的絕大部分有機草料及精飼料的主要原料（按數量計）均採購自聖牧草業，而我們與其訂有獨家供應安

財務資料

排。該等有機草料及主要原材料的價格乃參考市價釐定。有關詳情，請參考「持續關連交易－不獲豁免持續關連交易－與聖牧草業的持續關連交易」。過去該等價格並無大幅波動。聖牧草業已同意種植及向我們供應充足的有機草料以支持我們的未來擴充計劃。然而，倘聖牧草業未能向我們供應充足的有機草料，我們將不得不向第三方採購價格更為高昂的草料甚或發展我們本身的草料種植業務，原因為中國供應的有機草料有限。我們向第三方採購非有機奶牛飼料。與有機飼料相比，非有機飼料的市場供應較為充足，且其市價過往並無出現大幅波動。飼料價格的任何重大變動將對我們的銷售成本及利潤率造成重大影響。此外，我們將持續改良飼料配方，讓我們的奶牛吸收更好營養，此將致使我們的平均飼料成本提升。

- **可動用資金。**我們大部分牧場的設計可容納2,500至4,500頭奶牛，按中國的國內及進口奶牛的現行市價計，購買該等奶牛將花費約人民幣50百萬元至人民幣90百萬元。每個牧場另需投資約人民幣30百萬元至人民幣55百萬元進行建造及購買設備，從施工至竣工耗時約六至八個月。因此，奶牛養殖為資本密集型而我們牧群規模及產量的增長將取決於獲取資金的能力及成本。
- **生物資產公平值變動。**我們的經營業績受到有關我們奶牛的生物資產公平值減銷售成本變動的影響。我們須根據國際財務報告準則在「生物資產公平值減銷售成本變動產生的收益／(虧損)」中確認有關變動。生物資產公平值減出售成本的變動產生的收益／(虧損)指因我們奶牛的實際特性及市價以及我們奶牛即將產生的貼現未來現金流量變動導致的奶牛公平值變動。一般而言，由於擠奶的貼現現金流量較育成牛的售價高，故於育成牛成為成母牛時，其價值便會增加。此外，於成母牛被淘汰及出售時，其價值便會減少。於往績記錄期內，我們的生物資產於各報告日期進行評估。於二零一一年、二零一二年及二零一三年，我們分別錄得生物資產公平值減銷售成本變動產生的淨收益合共人民幣117.1百萬元、人民幣4.4百萬元及人民幣9.5百萬元。育成牛及犢牛的公平值乃參考其市價及飼養成本釐定，而成母牛的公平值指該等成母牛將產生的預期現金流量淨額的現值貼現至現行市場費率。於應用該等估值方法時，獨立合資格專業評估師依賴有關原料奶的價格、產奶量、淘汰率、飼料成本及貼現率等多項假設。因此，我們奶牛的公平值可能會受該等假設的準確度的影響。估計的任何變動可能大幅影響奶牛的公平值。向上調整並不能為我們業務帶來任何現金流入。獨立合資格專業評估師及管理層定

財務資料

期驗證假設及估計以確認奶牛公平值的任何重大變動。我們預期，我們的業績將繼續受我們牛群的公平值變動所影響。有關對我們奶牛進行估值所採用估值方法的進一步資料，請參閱本[編纂]附錄一會計師報告附註18。

重大會計政策及估計

我們已採用若干編撰我們的財務報表時所需的主要會計政策。我們的主要會計政策對了解我們的財務狀況及經營業績十分重要，詳情載於本[編纂]附錄一會計師報告附註3。我們的部分會計政策涉及主觀假設及估計，以及有關會計項目的複雜判斷。在上述各個情況下，管理層須根據未來期間或會有變的資料及財務數據作出判斷以計算有關項目。於審閱我們的財務報表時，閣下應考慮(i)我們對主要會計政策的選擇；(ii)影響該等政策應用的判斷及其他不確定因素；及(iii)情況及假設有所轉變對所報告業績的影響程度。以下載列的會計政策包含我們認為於編製我們的財務報表時最重要的估計及判斷。

分派股息產生的預扣稅

本集團就決定是否依照相關稅務司法權區計算若干附屬公司分派股息所產生的預扣稅時，須對分派股息的時間或相關附屬公司保留的溢利款項作出判斷。於往績記錄期，我們並無因此產生任何遞延稅項負債。

奶牛的公平值

我們的奶牛按公平值減銷售成本進行估值。奶牛的公平值根據截至二零一一年、二零一二年及二零一三年底市場釐定價格參考種類、年齡、生長狀況、所產生成本及預計產奶量進行調整以反映奶牛特徵及／或生長階段的差異，或根據奶牛所產生的預期現金流量淨額的現值貼現至現行市場釐定費率(倘無法提供市場釐定價格)。估計的任何變動可能大幅影響奶牛的公平值。獨立合資格專業評估師及我們的管理層定期驗證假設及估計以確認奶牛公平值的任何重大變動。有關進一步資料，請參閱會計師報告附註18。

應收款項減值

我們會就債務人未能支付所需款項產生的估計虧損評估呆賬。我們根據個別應收賬款餘額的可收回性評估、客戶信譽及過往撇銷經驗作出估計。倘若債務人的財務狀況惡化，實際撇銷將會較估計撇銷為高。

財務資料

非金融資產減值(商譽除外)

我們在各報告期末評估全部非金融資產是否有任何減值跡象。具無限年期無形資產須每年及於存在有關減值跡象的其他時間進行減值測試。其他非金融資產於有跡象顯示賬面值可能無法收回時進行減值測試。倘資產或現金產生單位的賬面值超過其可收回金額時，則存在減值，可收回金額為其公平值減銷售成本與其使用價值中的較高者。公平值減銷售成本按類似資產公平交易中具約束力的銷售交易所得數據或可觀察市場價格減出售資產的增加成本計算。倘進行計算使用價值時，管理層須估計資產或現金產生單位的預期未來現金流量，及選用合適貼現率以計算該等現金流量現值。

折舊

物業、廠房及設備的折舊乃經考慮估計剩餘價值後，按資產的估計可使用年限以直線法計算。我們定期審核資產的估計可使用年限及剩餘價值，以釐定於任何報告期內記錄的折舊支出金額。可使用年限及剩餘價值乃根據類似資產的過往經驗釐定及計及預期技術變動而釐定。倘較過往估計出現重大變動，則日後期間的折舊支出亦會調整。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

損益及其他全面收益表的主要組成部分

下表載列於所示期間的合併經營業績概要。下表所列過往業績未必反映任何未來期間預期的業績。

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	金額	佔銷售收入百分比	金額	佔銷售收入百分比	金額	佔銷售收入百分比
	(人民幣千元，百分比除外)					
銷售收入	389,417	100.0%	700,763	100.0%	1,143,709	100.0%
銷售成本	(274,816)	(70.6)%	(466,704)	(66.6)%	(653,284)	(57.1)%
毛利	114,601	29.4%	234,059	33.4%	490,425	42.9%
生物資產公平值 減銷售成本的 變動產生的						
收益／(虧損)	117,139	30.1%	4,406	0.6%	9,484	0.8%
其他收入及收益	10,854	2.8%	7,939	1.1%	6,868	0.6%
銷售及分銷開支	(6,395)	(1.6)%	(22,869)	(3.3)%	(71,821)	(6.3)%
行政開支	(7,845)	(2.0)%	(12,563)	(1.8)%	(25,436)	(2.2)%
出售一間附屬 公司的虧損	(444)	(0.1)%	—	—	—	—
融資成本	(4,669)	(1.2)%	(12,389)	(1.8)%	(32,821)	(2.9)%
分佔聯營公司損益	—	—	320	0.0%	(1,349)	(0.1)%
除稅前溢利	223,241	57.3%	198,903	28.4%	375,350	32.8%
所得稅開支	—	—	—	—	(852)	(0.1)%
年度溢利及全面收益總額 ..	<u>223,241</u>	<u>57.3%</u>	<u>198,903</u>	<u>28.4%</u>	<u>374,498</u>	<u>32.7%</u>
以下各項應佔：						
母公司擁有人	223,268	57.3%	195,782	27.9%	327,309	28.6%
非控股權益	(27)	0.0%	3,121	0.4%	47,189	4.1%
其他財務數據：						
經調調EBITDA ⁽¹⁾ ／ 經調整EBITDA率 ⁽²⁾	113,669	29.2%	218,458	31.2%	427,590	37.4%
生物資產公平值 調整前的年內 溢利及全面收益總額 ⁽³⁾	106,102	27.2%	194,497	27.8%	365,014	31.9%

(1) 經調整EBITDA指年內除所得稅、財務成本、物業、廠房及設備折舊、預付土地租賃付款項攤銷、其他無形資產攤銷及生物資產公平值減銷售成本變動產生的收益前的溢利及全面綜合收益總額。經調整EBITDA並非國際財務報告準則的標準計量方式。經調整EBITDA被廣泛使用為財務指標以顯示一家公司還債及產

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

生債項的能力。經調整EBITDA不應被單獨考量或被解釋為現金流、淨收入或任何其他計量財務表現的替代或作為我們經營表現、流動資金、盈利能力或從經營、投資或融資活動所產生現金流的指標。在評估經調整EBITDA時，我們相信投資者應考慮(其中包括)經調整EBITDA的組成部分，例如銷售及分銷開支及行政開支及經調整EBITDA超出資本開支及其他開支的金額。我們相信經調整EBITDA可作為現金流量數據的有益補充，用以衡量我們的業績以及通過日常經營獲取現金流用作償還債務和稅項的能力，故此加載經調整EBITDA。本文所呈列的經調整EBITDA的計算方法未必可與其他公司所呈報名稱相近的計算方法進行比較。由於並非所有公司經調整EBITDA所作出的釋義都相同，故投資者不應將我們的經調整EBITDA與其他公司呈報的經調整EBITDA進行比較。

下表為於所示期間我們根據國際財務報告準則的溢利及其他全面收益與根據我們所釋義的經調整EBITDA的對賬：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元)		
年度溢利及全面收益總額	223,241	198,903	374,498
生物資產公平值的變動減			
銷售成本產生的收益	(117,139)	(4,406)	(9,484)
所得稅開支	—	—	852
融資成本	4,669	12,389	32,821
物業、廠房及設備折舊	2,486	10,736	28,003
預付土地租賃付款項攤銷	—	35	71
其他無形資產攤銷	412	801	829
經調整EBITDA	113,669	218,458	427,590

- (2) 經調整EBITDA率為經調整EBITDA除以收益。
- (3) 指年度溢利及全面收益總額減以非國際財務報告準則標準計量的生物資產公平值變動減銷售成本產生的收益／(虧損)。

銷售收入

於往績記錄期內，我們產生的銷售收入源自兩個經營分部：(i) 奶牛養殖業務(我們據以生產及銷售原料奶(包括有機與優質非有機))；及(ii) 液態奶業務(我們據以生產及銷售「Shengmu 聖牧」品牌的液態奶產品)。我們用於生產液態奶產品的所有有機原料奶通過我們有機牧場內部供應。我們的總銷售收入在對銷分部間銷售之後呈列。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

下表載列於所示期間按經營分部劃分的銷售收入組成部分。

截至 十二月三十一日 止年度	奶牛養殖業務				液態奶業務				總銷售收入 (經抵銷 分部間 銷售 ⁽¹⁾ 後)
	分部間 銷售收入	分部間 銷售 ⁽¹⁾	外部 銷售收入	外部銷售	分部間 銷售收入	分部 間銷售	外部 銷售收入	外部銷售	
				收入佔 總銷售收入 的百分比				收入佔 總銷售收入 的百分比	
(人民幣千元，百分比除外)									
二零一一年	389,417	—	389,417	100.0%	—	—	—	—	389,417
二零一二年	682,179	15,345	666,834	95.2%	33,929	—	33,929	4.8%	700,763
二零一三年	972,308	131,561	840,747	73.5%	302,962	—	302,962	26.5%	1,143,709

(1) 指售予我們液態奶業務的內部生產有機原料奶。

我們的業務始於奶牛養殖業務並於二零一二年擴大到液態奶業務。此後我們的液態奶業務快速發展，於二零一三年佔我們總銷售收入的26.5%。我們預期，於可見未來，我們液態奶業務的銷售收入會在絕對數額及佔總銷售收入百分比方面均會增長。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

奶牛養殖業務

下表載列於所示期間我們原料奶的銷售收入、銷量及每噸平均售價。

	截至十二月三十一日止年度								
	二零一一年			二零一二年			二零一三年		
	銷售收入	銷量	平均售價	銷售收入	銷量	平均售價	銷售收入	銷量	平均售價
人民幣	噸	人民幣 ／噸	人民幣	噸	人民幣 ／噸	人民幣	噸	人民幣 ／噸	
	(千元，銷量及平均售價除外)								
有機原料奶									
外部銷售									
收入	82,774	21,484	3,853	168,096	33,397	5,033	352,918	68,518	5,151
分部間銷售 ⁽¹⁾	—	—	—	15,345	2,708	5,667	131,561	23,813	5,525
小計	82,774	21,484	3,853	183,441	36,105	5,081	484,479	92,331	5,247
優質非有機原料奶									
外部銷售									
收入	306,643	81,165	3,778	498,738	121,300	4,112	487,829	111,465	4,377
總計	389,417	102,649	3,794	682,179	157,405	4,334	972,308	203,796	4,771

(1) 指售予我們液態奶業務的內部生產有機原料奶。

於往績記錄期，有機原料奶及優質非有機原料奶的銷量均大幅增加主要由於我們奶牛數目以及平均年產奶量增加。我們有機牧場的奶牛數目由截至二零一一年十二月三十一日的8,982頭增至截至二零一三年十二月三十一日的30,621頭。

有機原料奶及優質非有機原料奶的平均售價亦於大部分往績記錄期有所增長。我們分部間有機原料奶的售價乃參考我們外部銷售收入售價設定。

財務資料

液態奶業務

下表載列於所示期間我們液態奶產品的銷售收入、銷量及每噸平均售價。

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
銷售收入 (人民幣千元)	—	33,929	302,962
銷售量 (噸)	—	2,246	20,715
平均售價 (人民幣元／噸)	—	15,106	14,625

我們於二零一二年六月開始供應禮盒裝及環保包裝全程有機奶並於二零一三年進一步增加有機低脂奶及有機兒童奶產品。隨著我們有機原料奶產量迅速增加，於往績記錄期，液態奶產品的銷量大幅增加，乃由於有機原料奶產量增加、我們不斷努力擴大液態奶業務以及市場對我們「Shengmu 聖牧」品牌的認可度提高所致。我們液態奶產品的平均售價由二零一二年至二零一三年下跌，主要由於(i)我們致力以激勵分銷商的方式推動銷售及透過更靈活的定價政策增加市場佔有率；及(ii)我們於二零一三年改變產品組合，推出有機兒童奶並大幅提升環保包裝全脂奶佔我們總銷售的比例(此兩種產品皆因包裝成本較低而按較低價格出售)所致。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

銷售成本及毛利率

下表載列於所示期間抵銷分部間銷售所得內部溢利前後我們各分部的毛利及毛利率。我們用部分有機原料奶生產我們的液態奶產品。有機原料奶內部供應乃參照同期售予外部客戶的有機原料奶的平均價格入賬列作奶牛養殖業務的銷售收入及液態奶業務的銷售成本。該等分部間銷售於綜合我們經營業績時進行抵銷。

	截至十二月三十一日止年度								
	二零一一年			二零一二年			二零一三年		
	銷售成本	毛利	毛利率	銷售成本	毛利	毛利率	銷售成本	毛利	毛利率
金額	金額	%	金額	金額	%	金額	金額	%	
	(人民幣千元，百分比除外)								
奶牛養殖業務									
有機原料奶									
抵銷前	64,829	17,945	21.7%	125,144	58,297	31.8%	271,176	213,303	44.0%
抵銷後 ⁽¹⁾	64,829	17,945	21.7%	115,758	52,338	31.1%	201,237	151,681	43.0%
優質非有機									
原料奶	209,987	96,656	31.5%	331,712	167,026	33.5%	312,670	175,160	35.9%
小計：									
抵銷前	274,816	114,601	29.4%	456,856	225,323	33.0%	583,846	388,462	40.0%
抵銷後 ⁽¹⁾	274,816	114,601	29.4%	447,470	219,364	32.9%	513,907	326,841	38.9%
液態奶業務									
抵銷前	—	—	不適用	25,193	8,736	25.7%	200,998	101,964	33.7%
抵銷後 ⁽²⁾	—	—	不適用	19,235	14,694	43.3%	139,377	163,585	54.0%

(1) 指抵銷原料奶分部間銷售應佔內部溢利後的毛利。該內部溢利乃按(i)液態奶業務所用有機原料奶分部間銷售與(ii)有機原料奶的生產成本的差額計算，而該奶的生產成本則按售予液態奶業務的(a)有機原料奶的總銷售成本加(b)原料奶用量再除以有機原料奶的總銷量計算。

(2) 指加回有機原料奶分部間銷售應佔內部溢利後的毛利。該內部溢利乃按(i)該分部所用有機原料奶的分部間銷售與(ii)有機原料奶的生產成本的差額計算，而有機原料奶的生產成本則按上文附註(1)的公式計算。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

奶牛養殖業務

下表載列於所示期間我們的銷售成本(抵銷分部間銷售相關成本前)的主要組成部分(均按絕對值計)及佔我們的銷售成本百分比。

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	金額	佔總額 百分比	金額	佔總額 百分比	金額	佔總額 百分比
	(人民幣千元，百分比除外)					
飼料	215,533	78.4%	348,606	76.3%	457,817	78.4%
薪金、福利及社會保險	21,707	7.9%	34,579	7.6%	49,321	8.4%
其他 ⁽¹⁾	37,576	13.7%	73,671	16.1%	76,708	13.2%
總計	274,816	100.0%	456,856	100.0%	583,846	100.0%

(1) 主要包括獸醫用成本、冷凍精液、折舊、公用事業費、維修及保養、租金開支及消耗品。

成母牛飼料成本佔我們奶牛養殖業務成本的大部分。於二零一一年、二零一二年及二零一三年，飼料成本分別佔我們奶牛養殖業務銷售成本的78.4%、76.3%及78.4%。我們用草料餵飼奶牛，包括青貯玉米、苜蓿及羊草以及精飼料。

於二零一一年、二零一二年及二零一三年，有關分部間銷售有機原料奶的銷售成本分別為零、人民幣9.4百萬元及人民幣69.9百萬元，分別佔我們銷售成本的零、2.1%及12.0%。

下表載列於所示期間我們按產品類別劃分的有機原料奶及優質非有機原料奶的毛利及毛利率(抵銷集團內分部間銷售所得內部溢利前後)。

	截至十二月三十一日止年度								
	二零一一年			二零一二年			二零一三年		
	銷售成本	毛利	毛利率	銷售成本	毛利	毛利率	銷售成本	毛利	毛利率
	金額	金額	%	金額	金額	%	金額	金額	%
	(人民幣千元，百分比除外)								
有機原料奶									
抵銷前	64,829	17,945	21.7%	125,144	58,297	31.8%	271,176	213,303	44.0%
抵銷後 ⁽¹⁾	64,829	17,945	21.7%	115,758	52,338	31.1%	201,237	151,681	43.0%
優質非有機									
原料奶	209,987	96,656	31.5%	331,712	167,026	33.5%	312,670	175,160	35.9%

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

- (1) 指抵銷有機原料奶分部間銷售應佔內部溢利後的毛利。該毛利乃按(i)液態奶業務所用有機原料奶分部間銷售與(ii)有機原料奶的生產成本的差額計算，而有機原料奶的生產成本則按(a)有機原料奶的總銷售成本與(b)售予我們液態奶業務的原料奶數量除以有機原料奶的總銷量的乘積計算。

於往績記錄期，我們有機原料奶業務的毛利率大幅上升，主要是由於有機原料奶的平均售價持續上漲所致。我們優質非有機原料奶業務的毛利率上升主要因為優質非有機原料奶的平均售價持續上漲。

液態奶業務

我們液態奶產品的銷售成本主要包括原料奶的採購成本、包裝及輔料成本、直接從事生產活動的僱員的薪金及福利以及其他成本。

下表載列於所示期間我們銷售成本的主要組成部分(均按絕對值計)及佔銷售成本的百分比。

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	金額	佔總額百分比	金額	佔總額百分比	金額	佔總額百分比
			(人民幣千元，百分比除外)			
原料奶 ⁽¹⁾	—	—	12,846	51.0%	115,951	57.7%
包裝	—	—	7,383	29.3%	62,559	31.1%
薪金、福利及社會保險	—	—	1,373	5.4%	3,836	1.9%
其他 ⁽²⁾	—	—	3,591	14.3%	18,652	9.3%
總計	—	—	25,193	100.0%	200,998	100.0%

(1) 抵銷液態奶業務分部間銷售所得內部溢利前。

(2) 主要包括其他原材料、折舊、公用事業費、維修及保養、消耗品及服務費。

我們於二零一二年六月開始銷售原料奶產品。過往有機原料奶的內部採購成本及包裝材料成本佔我們液態奶業務銷售成本的絕大部分。

我們液態奶業務的毛利於二零一二年至二零一三年間大幅增加，主要因為我們的生產規模及效率提高。

財務資料

生物資產公平值減出售成本的變動產生的收益

生物資產公平值減出售成本的變動產生的收益／(虧損)指因該等奶牛的實際特性及市價以及該等奶牛即將產生的貼現未來現金流量改變而導致我們奶牛的公平值變動。一般而言，由於擠奶的貼現現金流較育成牛的售價高，故於育成牛成為成母牛時，其價值便會增加。此外，於成母牛被淘汰及出售時，其價值便會減少。於往績記錄期內，生物資產已於各報告日期進行評估。

於往績記錄期內，奶牛的評估師已採納下列主要估值假設：

- **犏牛及育成牛：**各報告日期之前六個月內購買的育成牛的公平值乃參考實際購買價釐定，並通過加上購買日期至報告日期的飼料成本作出調整。就其餘育成牛而言，14個月大育成牛的公平值乃參照交易活躍市場的市價釐定並按潛在產奶量進行調整。14個月以上育成牛的公平值乃經加入自14個月至各自指定年齡飼養育成牛所需的飼養成本再加上飼養者可能要求的估計利潤釐定。14個月以下犏牛及育成牛的公平值及犏牛的公平值乃經扣除飼養犏牛或育成牛自各自指定年齡至14個月大所需的飼養成本及飼養者所要求的估計利潤釐定。
- **成母牛：**成母牛的公平值乃使用多期超額盈利法釐定，該方法乃根據該等成母牛將產生的貼現未來現金流釐定。

於二零一一年、二零一二年及二零一三年，我們錄得生物資產公平值減銷售成本的變動產生的淨收益分別為人民幣117.1百萬元、人民幣4.4百萬元及人民幣9.5百萬元。有關生物資產公平值減銷售成本的變動產生的收益波動的分析，請參閱「一經營業績」。

我們出售奶牛時會在生物資產撇減奶牛的賬面值，而所售奶牛的賬面值與出售所得款項的差額入賬列為生物資產公平值減出售成本的變動。所得現金款項計入投資現金流入。於二零一一年、二零一二年及二零一三年，出售生物資產所得現金款項分別為人民幣22.9百萬元、人民幣39.0百萬元及人民幣159.6百萬元。

有關更多資料，請參閱「一若干財務狀況表項目的討論一生物資產」。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

其他收入及收益

其他收入及收益包括政府補助、銀行利息收入及其他收入。於二零一一年、二零一二年及二零一三年，總額分別為人民幣6.3百萬元、人民幣3.7百萬元及人民幣5.5百萬元的政府補助均為無附加條件的補助及津貼，乃中國政府支持中國奶牛養殖業務政策的一部分。

銷售及分銷開支

下表載列於所示期間我們按業務分部劃分的銷售及分銷開支。

	截至十二月三十一日止年度								
	二零一一年			二零一二年			二零一三年		
	金額	佔總銷售 收入百分比	佔分部間 銷售收入 百分比	金額	佔總銷售 收入百分比	佔分部間 銷售收入 百分比	金額	佔總銷售 收入百分比	佔分部間 銷售收入 百分比
	(人民幣千元，百分比除外)								
奶牛養殖業務	6,183	1.6%	1.6%	9,007	1.3%	1.3%	11,157	1.0%	1.1%
液態奶業務	212	—	不適用	13,862	2.0%	40.9%	60,664	5.3%	20.0%
總計	<u>6,395</u>	<u>1.6%</u>	不適用	<u>22,869</u>	<u>3.3%</u>	不適用	<u>71,821</u>	<u>6.3%</u>	不適用

奶牛養殖業務

我們奶牛養殖業務的絕大部分銷售及分銷開支包括向客戶運送原料奶有關的運輸及物流開支。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

液態奶業務

下表載列於所示期間我們液態奶業務銷售及分銷開支的組成部分佔分部收益的百分比。

	截至十二月三十一日止年度					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	金額	佔分部間 銷售收入 百分比	金額	佔分部間 銷售收入 百分比	金額	佔分部間 銷售收入 百分比
	(人民幣千元，百分比除外)					
推廣及廣告	212	不適用	5,213	15.4%	20,625	6.8%
物流	—	—	1,782	5.3%	18,752	6.2%
薪金及福利	—	—	3,847	11.3%	11,811	3.9%
消耗品、差旅及其他	—	—	3,020	8.9%	9,476	3.1%
總計	212	不適用	13,862	40.9%	60,664	20.0%

二零一三年我們液態奶業務的銷售及分銷開支大幅上升，主要是由於液態奶產品的銷售額大幅上升及擴大分銷網絡所致。二零一三年推廣及廣告開支大幅增加，主要是由於我們在央視推出廣告活動推廣我們的產品所致。二零一三年物流開支增加主要是由於銷量增加所致。

行政開支

我們的行政開支主要包括管理層及行政僱員的薪金及福利。於往績記錄期，行政開支佔銷售收入的百分比於二零一一年、二零一二年及二零一三年分別為2.0%、1.8%及2.2%。

視同出售一間附屬公司的虧損

我們於二零一一年錄得視同出售一間附屬公司的虧損人民幣0.4百萬元，主要是由於第三方投資者投資導致終止聖牧草業綜合入賬及視作出售聖牧草業產生虧損所致。我們於二零一二年及二零一三年並無錄得出售一間附屬公司的虧損。

財務資料

融資成本

我們的融資成本指銀行借款的利息開支減資本化生物資產的利息開支。我們的融資成本淨額主要受未償還借款金額及適用利率影響。

分佔聯營公司溢利及虧損

分佔聯營公司溢利及虧損指我們於其該等地區液態奶產品分銷商上海賽罕及北京聖牧的權益，我們分別持有41.67%及30%股權，以及我們持有聖牧草業的8.6%股權。聖牧草業作為本集團的聯營公司入賬，因為我們憑藉聖牧控股與我們的兩名最終控股股東之間的一致行動安排控制聖牧草業逾20%的實際投票權。有關詳情請參閱「與控股股東的關係－最終控股股東的主要保留業務－聖牧草業」。

於二零一一年、二零一二年及二零一三年，我們錄得分佔聯營公司虧損分別為零、溢利人民幣0.3百萬元及虧損人民幣1.3百萬元。二零一二年的溢利主要由於聖牧草業（我們向其採購有機草料）產生的溢利所致。二零一三年的虧損主要是由於上海賽罕及北京聖牧處於我們液態奶產品（於二零一二年六月推出）市場開發初期而錄得虧損所致。

所得稅開支

根據開曼群島及英屬處女群島的現有法律，我們毋須繳納開曼群島及英屬處女群島所得稅或資本利得稅。此外，我們派付的股息毋須繳納開曼群島及英屬處女群島預扣稅。

由於二零一一年、二零一二年及二零一三年我們並無賺取須繳納香港利得稅的收入，故並無就香港利得作出撥備。我們香港附屬公司分派的股息毋須繳納預扣稅。

截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日止年度各年，我們的中國附屬公司通常須按25%的稅率繳納中國企業所得稅。根據中國人民共和國企業所得稅法（「企業所得稅法」），我們來自奶牛養殖及初級農產品加工等農業活動的收入獲豁免繳納所得稅。根據中國稅務法律及法規，只要我們的相關中國附屬公司按規定於相關稅務主管部門完成備案，我們享有該等稅務豁免並無法定時限。

財務資料

根據財政部、海關總署、國家稅務總局《關於深入實施西部大開發戰略有關稅收政策問題的通知》(財稅[2011]58號)，我們來自非初級農產品加工的應課稅收入自二零一三年至二零二零年按15%的優惠稅率繳稅。

於二零一一年、二零一二年及二零一三年，我們的所得稅開支分別為零、零及人民幣0.9百萬元，而實際所得稅稅率分別為零、零及0.2%。截至最後實際可行日期及於往績記錄期，我們已繳清所有稅務責任且與適用稅務機構並無任何未解決的稅務糾紛。

年內溢利

由於上述原因，於二零一一年、二零一二年及二零一三年，我們的年內溢利分別為人民幣223.2百萬元、人民幣198.9百萬元及人民幣374.5百萬元。經比較，我們於同期扣除生物資產公平值調整前的年內溢利分別為人民幣106.1百萬元、人民幣194.5百萬元及人民幣365.0百萬元。

非控股權益應佔溢利

於二零一一年、二零一二年及二零一三年，我們錄得非控股權益應佔溢利(虧損)分別為(人民幣27,000元)、人民幣3.1百萬元及人民幣47.2百萬元。於往績記錄期，非控股權益主要指於與我們合作管理養殖場的奶農於我們牧場持有的少數權益。

經營業績

截至二零一二年十二月三十一日止年度與截至二零一三年十二月三十一日止年度的比較

銷售收入

我們的銷售收入由二零一二年的人民幣700.8百萬元增加63.2%至二零一三年的人民幣1,143.7百萬元，反映(i)我們奶牛養殖業務的銷售收入增長42.5%；及(ii)我們液態奶業務的銷售收入增長793.8%。

奶牛養殖業務

我們奶牛養殖業務的銷售收入由人民幣682.2百萬元增加42.5%至人民幣972.3百萬元，主要反映下列因素的影響：

- 有機原料奶。銷售有機原料奶的銷售收入總額(抵銷分部間銷售前)由人民幣183.4百萬元增至人民幣484.5百萬元，包括(i)外部銷售收入由人民幣168.1百萬元增加109.9%至人民幣352.9百萬元；及(ii)對我們液態奶業務的分部間銷售額由二零一二年的人民幣15.3百萬元增至人民幣131.6百萬元。二零一二年至二零一三年，由於

財務資料

我們繼續投資有機牧場，故我們有機奶牛的數目由截至二零一二年十二月三十一日的14,111頭增至截至二零一三年十二月三十一日的30,621頭。因此，有機原料奶的總銷量由二零一二年的36,105噸增至二零一三年的92,331噸。此外，因需求持續強勁，有機原料奶的平均售價由每噸人民幣5,081元增至每噸人民幣5,247元。

- **優質非有機原料奶。**優質非有機原料奶的銷售收入保持相對穩定，二零一二年及二零一三年分別為人民幣498.7百萬元及人民幣487.8百萬元，反映平均售價因需求持續上升而由每噸人民幣4,112元漲至每噸人民幣4,377元，惟被我們的外部銷售收入由121,300噸降至111,465噸所抵銷，反映我們轉移重心至有機原料奶及液態奶業務的策略。

液態奶業務

我們於二零一二年六月開始銷售液態奶產品。我們液態奶產品的銷售收入由二零一二年的人民幣33.9百萬元增加793.8%至二零一三年的人民幣303.0百萬元，原因是我們的銷量由二零一二年的2,246噸增至二零一三年的20,715噸。銷售收益大幅增加主要反映(i)我們於二零一二年六月開始銷售後的首個完整年度銷售液態奶產品；(ii)我們持續擴大分銷網絡，截至二零一二年及二零一三年十二月三十一日分別合共為108名及316名分銷商；(iii)由於消費者對食品安全持續關注及可支配收入整體上升等因素導致中國對有機奶產品的需求整體上持續上升；及(iv)增加廣告及宣傳投入(如在央視及國航航班上進行宣傳)使我們的品牌知名度提升。銷量增加部分被我們液態奶產品的平均售價由二零一二年的每噸人民幣15,106元下跌3.2%至二零一三年的每噸人民幣14,625元所抵銷，主要是由於(i)我們致力以激勵分銷商的方式推動銷售及透過更靈活定價政策增加市場份額；及(ii)我們推出環保包裝全脂牛奶產品系列及兒童奶系列(兩者皆因包裝成本較低而按較低價格出售)使我們的產品組合出現變動所致。

銷售成本

我們的銷售成本由二零一二年的人民幣466.7百萬元增加40.0%至二零一三年的人民幣653.3百萬元，主要是由於我們原料奶(來自我們的奶牛養殖業務)及液態奶產品的產量及銷量大幅增加。

- **奶牛養殖業務。**我們的奶牛養殖業務的銷售成本由二零一二年的人民幣456.9百萬元增加27.8%至二零一三年的人民幣583.8百萬元。我們奶牛養殖業務的銷售成本(經抵銷我們分部間銷售的有關成本後)由二零一二年的人民幣447.5百萬元增加14.8%至二零一三年的人民幣513.9百萬元。該項增加主要由於原料奶的產量增加所致。飼料成本仍為我們原料奶銷售成本的主要組成部分。

財務資料

- **液態奶業務。**我們的液態奶產品的銷售成本由二零一二年的人民幣25.2百萬元增加697.6%至二零一三年的人民幣201.0百萬元。我們液態奶產品的銷售成本(經抵銷分部間銷售所得內部溢利後)由二零一二年的人民幣19.2百萬元增加626.0%至二零一三年的人民幣139.4百萬元，主要是由於我們的產量大幅增加。有機原料奶的內部採購成本仍為我們液態奶產品銷售成本的主要組成部分。

毛利及毛利率

由於上文所述原因，我們的毛利由二零一二年的人民幣234.1百萬元增加109.5%至二零一三年的人民幣490.4百萬元，毛利率由二零一二年的33.4%增至二零一三年的42.9%。

- **奶牛養殖業務。**我們奶牛養殖業務的毛利由二零一二年的人民幣225.3百萬元增至二零一三年的人民幣388.5百萬元。經比較，經抵銷分部間銷售所得內部溢利後，我們的奶牛養殖業務的毛利由二零一二年的人民幣219.4百萬元增至二零一三年人民幣326.8百萬元。我們奶牛養殖業務的毛利率由二零一二年的33.0%增至二零一三年的40.0%或由二零一二年的32.9%增至二零一三年的38.9%(經抵銷分部間銷售所得內部溢利後)，反映：
 - (i) 有機原料奶業務的毛利率由31.8%增至44.0%或由31.1%增至43.0%(經抵銷分部間銷售所得內部溢利後)，主要是由於(a)平均產奶量增加，(b)生產規模及效率提高及(c)平均售價增加(於上文「一銷售收入」項下討論)；及
 - (ii) 優質非有機原料奶業務的毛利率由33.5%增至35.9%，主要是由於平均售價上漲(於上文「一銷售收入」項下討論)所致。
- **液態奶業務。**我們液態奶業務的毛利由二零一二年的人民幣8.7百萬元增至二零一三年的人民幣102.0百萬元，而我們液態奶業務的毛利率分別為25.7%及33.7%。經比較，經抵銷分部間銷售所得內部溢利後，我們的液態奶業務的毛利由二零一二年的人民幣14.7百萬元增至二零一三年的人民幣163.6百萬元，我們的液態奶業務的毛利率分別為43.3%及54.0%。毛利增加主要是由於生產規模擴大，效率提高。於上文「一銷售收入」項下所討論，毛利率的增加由我們的液態奶產品的平均售價部分抵銷。

財務資料

生物資產公平值減銷售成本的變動產生的收益

我們於二零一二年錄得生物資產公平值減銷售成本的變動產生的收益人民幣4.4百萬元，而於二零一三年錄得生物資產公平值減銷售成本的變動產生的收益人民幣9.5百萬元。於二零一三年的收益高於二零一二年主要是由於非有機原料奶的平均售價上漲、平均產奶量增加、我們的成母牛數目增加以及牛群組成部分變動。二零一二年的收益主要是由於我們的成母牛數目、產奶量及原料奶市價增加。

其他收入及收益

我們的其他收入及收益由二零一二年的人民幣7.9百萬元減少12.7%至二零一三年的人民幣6.9百萬元，主要是由於銀行利息收入減少。銀行利息收入減少主要是由於二零一三年牧場的建設開支增加導致銀行存款平均結餘減少。

銷售及分銷開支

銷售及分銷開支由二零一二年的人民幣22.9百萬元增加213.5%至二零一三年的人民幣71.8百萬元，佔銷售收入的百分比則由二零一二年的3.3%增至二零一三年的6.3%。我們奶牛養殖業務的銷售及分銷開支由二零一二年的人民幣9.0百萬元增加24.4%至二零一三年的人民幣11.2百萬元，主要是由於我們有機原料奶銷量增加導致運輸及物流開支增加。我們液態奶業務的銷售及分銷開支由二零一二年的人民幣13.9百萬元大幅增至二零一三年的人民幣60.7百萬元，主要是由於(i)由於我們的銷量增加導致物流服務增加；(ii)我們從事銷售、營銷及分銷的僱員的薪金及福利增加；及(iii)我們加大力度及增加資源用以推廣我們於二零一二年六月推出的「聖牧」品牌及液態奶而令推廣及廣告開支增加。

行政開支

我們的行政開支由二零一二年的人民幣12.6百萬元增加101.6%至二零一三年的人民幣25.4百萬元，佔銷售收入的百分比由二零一二年的1.8%增至二零一三年的2.2%。行政開支增加主要反映我們的業務顯著擴大令我們僱員的人數增加以及平均僱員薪酬增加。

融資成本

我們的融資成本由二零一二年的人民幣12.4百萬元增加164.5%至二零一三年的人民幣32.8百萬元，原因是我們繼續增加對建設牧場及購買奶牛的投資令我們銀行貸款的平均結餘增加，從而導致我們的銀行貸款利息開支增加。

財務資料

分佔聯營公司溢利及虧損

我們於二零一二年錄得分佔聯營公司溢利人民幣0.3百萬元及於二零一三年錄得分佔聯營公司虧損人民幣1.3百萬元。於二零一二年錄得分佔聯營公司溢利主要是由於我們的聯營公司聖牧草業錄得溢利。於二零一三年錄得分佔聯營公司虧損主要是由於我們的聯營公司上海賽罕及北京聖牧(分銷我們的液態奶產品，我們於其中分別擁有41.7%及30.0%權益)出現虧損。該等分銷商於二零一三年產生虧損是由於彼等仍處於我們於二零一二年六月推出的液態奶產品市場開發的早期。

所得稅開支

我們的所得稅開支由二零一二年的零增至二零一三年的人民幣0.9百萬元，主要是由於二零一三年我們開始銷售須繳納應課稅的液態奶產品。

年內溢利

由於上文所述原因，我們的年內溢利由二零一二年的人民幣198.9百萬元增加88.3%至二零一三年的人民幣374.5百萬元，利潤率由二零一二年的28.4%增至二零一三年的32.7%。經比較，我們的年內溢利(生物資產公平值調整前)由二零一二年的人民幣194.5百萬元增加87.7%至二零一三年的人民幣365.0百萬元，及我們的淨利潤率(生物資產公平值調整前)由二零一二年的27.8%增至二零一三年的31.9%。

非控股權益應佔溢利

於二零一二年及二零一三年，我們錄得非控股權益應佔溢利合共分別為人民幣3.1百萬元及人民幣47.2百萬元。非控股權益應佔溢利增加主要是由於非全資附屬公司的數量(主要為牧場)增加及現有牧場業務擴張所致。

截至二零一一年十二月三十一日止年度與截至二零一二年十二月三十一日止年度比較

銷售收入

我們的銷售收入由二零一一年的人人民幣389.4百萬元增加80.0%至二零一二年的人民幣700.8百萬元，反映(i)我們奶牛養殖業務的銷售收入增加75.2%；及(ii)推出液態奶產品業務。

奶牛養殖業務

我們奶牛養殖業務的銷售收入由人民幣389.4百萬元增加75.2%至人民幣682.2百元，主要反映以下因素的影響：

- 有機原料奶。銷售有機原料奶的總銷售收入(抵銷分部間銷售前)由人民幣82.8百萬元增至人民幣183.4百萬元，包括(i)外部銷售收入由人民幣82.8百萬元增加103.0%

財務資料

至人民幣168.1百萬元；及(ii)對我們液態奶業務的內部銷售額由二零一一年的零增至二零一二年的人民幣15.3百萬元。二零一一年至二零一二年，由於我們繼續投資有機牧場，故我們的有機奶牛的數目由截至二零一一年十二月三十一日的8,982頭增至截至二零一二年十二月三十一日的14,111頭。因此，有機原料奶的總銷量由二零一一年的21,484噸增至二零一二年的36,105噸。平均售價由二零一一年的每噸人民幣3,853元大幅漲至二零一二年的每噸人民幣5,081元，主要是由於有機奶的市場接受度增加推升有機原料奶的售價所致。

- **優質非有機原料奶。**優質非有機原料奶的銷售收入由二零一一年的人民幣306.6百萬元增至二零一二年的人民幣498.7百萬元，反映平均售價因需求持續上升而由每噸人民幣3,778元漲至每噸人民幣4,112元。

液態奶業務

我們於二零一二年六月開始銷售液態奶產品，二零一二年總銷售收入為人民幣33.9百萬元及銷量為2,246噸。我們的液態奶產品乃完全使用我們內部生產的有機原料奶所生產。

銷售成本

我們的銷售成本由二零一一年的人民幣274.8百萬元增加69.8%至二零一二年的人民幣466.7百萬元。銷售成本增加主要是由於我們牧場業務的原料奶的產量及銷量大幅增加。

- **奶牛養殖業務。**我們的奶牛養殖業務的銷售成本由二零一一年的人民幣274.8百萬元增加66.2%至二零一二年的人民幣456.9百萬元。經比較，經抵銷分部間銷售所得內部溢利後，我們奶牛養殖業務的銷售成本由二零一一年的人民幣274.8百萬元增至二零一二年的人民幣447.5百萬元。銷售成本增加主要是由於市場需求大幅上升（與我們的奶牛數目增加一致）令我們的銷量增加。我們成母牛的飼養成本仍為我們原料奶銷售成本的主要組成部分。
- **液態奶業務。**我們於二零一二年六月開始銷售液態奶產品，二零一二年我們液態奶產品的銷售成本為人民幣25.2百萬元。經比較，於同年，我們的液態奶產品的銷售成本（經抵銷分部間銷售所得內部溢利後）為人民幣19.2百萬元。向我們的奶牛養殖業務內部採購有機原料奶的成本為我們液態奶產品銷售成本的主要組成部分。

財務資料

毛利及毛利率

由於上文所述原因，我們的毛利由二零一年的人民幣114.6百萬元大幅增至二零二二年的人民幣234.1百萬元。

- **奶牛養殖業務。**我們奶牛養殖業務的毛利由二零一年的人民幣114.6百萬元增加96.6%至二零二二年的人民幣225.3百萬元。經比較，經抵銷分部間銷售所得內部溢利後，我們的奶牛養殖業務的毛利由二零一年的人民幣114.6百萬元增加91.4%至二零二二年的人民幣219.4百萬元。我們奶牛養殖業務的毛利率由二零一年的29.4%增至二零二二年的33.0%或由29.4%增至32.9%（經抵銷分部間銷售所得內部溢利後），反映(i)有機原料奶業務的毛利率由21.7%增至31.8%或由21.7%增至31.1%（經抵銷分部間銷售所得內部溢利後）；及(ii)優質非有機原料奶業務的毛利率由31.5%增至33.5%。有機原料奶業務的毛利率增加主要是由於平均售價上漲（於上文「—銷售收入」項下討論）及平均年度產奶量增加所致。
- **液態奶業務。**我們於二零一二年六月開始銷售「聖牧」液態奶產品。我們於二零一二年錄得的液態奶業務毛利為人民幣8.7百萬元，毛利率為25.7%。相比之下，我們液態奶業務的毛利（抵銷來自分部間銷售的內部溢利後）為人民幣14.7百萬元，而毛利率為43.3%。

生物資產公平值減銷售成本的變動產生的收益

我們的生物資產公平值減銷售成本的變動產生的收益由二零一年的人民幣117.1百萬元大幅減至二零二二年的人民幣4.4百萬元。於二零一零年，我們因中國於二零零八年發生的三聚青胺事件而以較低的市價購入我們的奶牛，這令於二零一一年我們奶牛的公平值變動產生的收益高於二零一二年。

其他收入及收益

我們的其他收入及收益由二零一年的人民幣10.9百萬元減少27.5%至二零二二年的人民幣7.9百萬元，主要是由於我們收取的政府補助及銀行利息收入減少。

銷售及分銷開支

銷售及分銷開支由二零一年的人民幣6.4百萬元增加257.8%至二零二二年的人民幣22.9百萬元，佔銷售收入的百分比由二零一年的1.6%增至二零二二年的3.3%。我們奶牛養殖業務的銷售及分銷開支由二零一年的人民幣6.2百萬元增加45.2%至二零二二年的人民幣9.0百萬元，主要是由於我們的原料奶銷量增加令運輸及物流開支增加。我們液態奶業務的銷售及分銷開支由人民幣0.2百萬元大幅增至人民幣13.9百萬元，主要是由於(i)我們從

財務資料

事銷售、營銷及分銷的僱員的薪金及福利；(ii)從事銷售、市場推廣及分銷的僱員的薪酬及福利增加及(iii)我們加大力度及增加資源用於推廣我們於二零一二年六月推出的「聖牧」品牌及液態奶而令推廣及廣告開支增加。

行政開支

我們的行政開支由二零一一年的人民幣7.8百萬元增加61.5%至二零一二年的人民幣12.6百萬元，佔銷售收入的百分比由二零一一年的2.0%減至二零一二年的1.8%。行政開支絕對值的增加主要反映我們的僱員人數因業務顯著擴大而有所增加及平均僱員薪酬增加。

視同出售一間附屬公司的虧損

我們於二零一一年錄得視同出售一間附屬公司的虧損人民幣0.4百萬元，主要是由於聖牧草業獲得第三方投資者投資及我們因此而終止將其綜合入賬所致。

融資成本

我們的融資成本由二零一一年的人民幣4.7百萬元大幅增至二零一二年的人民幣12.4百萬元，主要是由於我們增加銀行貸款的平均結餘以繼續為投資建設牧場及購買奶牛提供資金，而導致我們的銀行貸款利息開支增加。

分佔聯營公司溢利及虧損

我們於二零一一年並無錄得任何分佔聯營公司溢利及虧損，而於二零一二年錄得分佔聯營公司溢利人民幣0.3百萬元。於二零一二年錄得分佔聯營公司溢利主要是由於我們聯營公司聖牧草業(我們向其採購有機草料)的溢利所致。

所得稅開支

於二零一一年及二零一二年，我們並無所得稅開支。於二零一一年，我們奶牛養殖業務的溢利被視為農產品初加工產生的收入，根據中國稅務法律及法規，可獲豁免繳納所得稅。於二零一二年，我們的液態奶產品業務並無產生任何應課稅收入。

年內溢利

由於上文所述原因，我們的年內溢利由二零一一年的人民幣223.2百萬元減少10.9%至二零一二年的人民幣198.9百萬元，利潤率由二零一一年的57.3%降至二零一二年的28.4%。經比較，我們的年內溢利(生物資產公平值調整前)由二零一一年的人民幣106.1百萬元增加83.3%至二零一二年的人民幣194.5百萬元，利潤率(生物資產公平值調整前)由二零一一年的27.2%增至二零一二年的27.8%。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

非控股權益應佔溢利

於二零一一年及二零一二年，我們錄得非控股權益應佔溢利／(虧損)分別為(人民幣27,000元)及人民幣3.1百萬元。非控股權益應佔溢利增加主要是由於非全資附屬公司的數量(主要為牧場)增加及現有牧場業務擴張所致。

若干財務狀況表項目的討論

下表載列截至所示日期我們的合併財務狀況表節選。本資料應與本[編纂]附錄一「會計師報告」所載的合併財務資料一併閱讀。

	截至十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元)		
非流動資產			
物業、廠房及設備	194,875	450,249	922,764
預付土地租賃款項	—	3,452	3,381
其他無形資產	15,021	14,466	14,192
於聯營公司的投資	14,756	17,576	17,727
生物資產	713,826	1,029,541	1,510,160
物業、廠房及設備以及 生物資產的預付款項	14,101	26	9,043
遞延所得稅資產	—	—	187
非流動資產總值	952,579	1,515,310	2,477,454
流動資產			
存貨	103,881	204,243	335,218
貿易應收款項及應收票據	10,043	24,510	63,470
預付款項、按金及其他應收款項	15,893	30,030	94,377
已抵押存款	29,224	12,797	15,030
現金及現金等價物	69,550	29,838	127,059
流動資產總值	228,591	301,418	635,154
流動負債			
貿易應付款項及應付票據	83,963	132,151	191,037
預收款項	15,473	17,527	82,481
其他應付款項及應計費用	82,468	124,581	198,565
計息銀行借款	75,000	324,000	932,000
應付稅項	—	—	633

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

	截至十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元)		
流動負債總額	256,904	598,259	1,404,716
流動負債淨額	<u>(28,313)</u>	<u>(296,841)</u>	<u>(769,562)</u>
總資產減流動負債	924,266	1,218,469	1,707,892
非流動負債			
計息銀行借款	49,000	—	—
非流動負債總額	<u>49,000</u>	<u>—</u>	<u>—</u>
淨資產	<u>875,266</u>	<u>1,218,469</u>	<u>1,707,892</u>

物業、廠房及設備

我們的物業、廠房及設備主要包括建築物、機器及設備、辦公及其他設備、運輸工具及在建工程。截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們擁有價值分別為人民幣194.9百萬元、人民幣450.2百萬元及人民幣922.8百萬元的物業、廠房及設備。於往績記錄期，我們的物業、廠房及設備持續增加，主要反映我們持續投資牧場（截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，總數分別為17個、21個及25個，當中分別包括四個、七個及十三個有機農場）。

預付土地租賃款項

我們的預付土地租賃款項指就位於中國的一幅土地預付的經營租賃款項，有關土地主要用作液態奶生產用途。截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們的預付土地租賃款項分別為零、人民幣3.5百萬元及人民幣3.4百萬元。

其他無形資產

我們的無形資產主要包括技術知識（由內蒙古大學授予我們的附屬公司內大聖牧牧業）以及電腦軟件。截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們擁有價值分別為人民幣15.0百萬元、人民幣14.5百萬元及人民幣14.2百萬元的其他無形資產。

財務資料

於聯營公司的投資

我們於聯營公司的投資指我們於上海賽罕及北京聖牧(我們於上海及北京區的液態奶產品分銷商)以及聖牧草業的股權。截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們於聯營公司的投資分別為人民幣14.8百萬元、人民幣17.6百萬元及人民幣17.7百萬元。於往績記錄期，我們於聯營公司的投資同比增長主要反映聖牧草業的持續增長。

生物資產

我們的生物資產包括奶牛，而奶牛進一步分為成母牛、犏牛及育成牛。下表載列截至所示日期我們的生物資產數目。

	截至十二月三十一日					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	頭	佔總數的 %	頭	佔總數的 %	頭	佔總數的 %
犏牛及育成牛	11,828	33.7%	21,747	44.0%	24,607	40.7%
成母牛	23,288	66.3%	27,636	56.0%	35,850	59.3%
總計	35,116	100.0%	49,383	100.0%	60,457	100.0%

下表載列截至所示日期我們生物資產價值。

	截至十二月三十一日					
	二零一一年		二零一二年		二零一三年	
	(人民幣千元)					
犏牛及育成牛	185,125	25.9%	353,443	34.3%	424,699	28.1%
成母牛	528,701	74.1%	676,098	65.7%	1,085,461	71.9%
總計	713,826	100.0%	1,029,541	100.0%	1,510,160	100.0%

財務資料

我們生物資產的公平值由截至二零一二年十二月三十一日的人民幣1,029.5百萬元增加46.7%至截至二零一三年十二月三十一日的人民幣1,510.2百萬元。我們生物資產的公平值由截至二零一一年十二月三十一日的人民幣713.8百萬元增加44.2%至截至二零一二年十二月三十一日的人民幣1,029.5百萬元。於往績記錄期內我們生物資產的公平值增加，主要是由於(i)牛隻數目、平均產奶量及原料奶價格一併增加以致成母牛的公平值持續增加，及(ii)育成牛數目增加以致犢牛及育成牛的公平值持續增加所致。

奶牛的估值

我們的奶牛由與我們並無關連的獨立合資格專業評估師公司仲量聯行獨立進行估值，仲量聯行於生物資產估值方面擁有適當的資格及經驗。下表載列截至所示日期我們的奶牛群公平值。

	截至十二月三十一日								
	二零一一年			二零一二年			二零一三年		
	牧群價值	牧群規模	平均價值	牧群價值	牧群規模	平均價值	牧群價值	牧群規模	平均價值
人民幣千元	頭	人民幣元	頭	人民幣千元	人民幣元	人民幣千元	頭	人民幣元	
犢牛及育成牛 ...	185,125	11,828	15,651	353,443	21,747	16,252	424,699	24,607	17,259
成母牛	528,701	23,288	22,703	676,098	27,636	24,464	1,085,461	35,850	30,278
總計	<u>713,826</u>	<u>35,116</u>	NM ⁽¹⁾	<u>1,029,541</u>	<u>49,383</u>	NM ⁽¹⁾	<u>1,510,160</u>	<u>60,457</u>	NM ⁽¹⁾

(1) NM指並無意義。

以下載列我們在奶牛估值過程中採用的主要假設及參考值。根據國際財務報告準則第13.89號，一間企業應使用情況下所得最佳資料製作不可觀察參考數據，當中可能包括該企業本身的數據。在製作不可觀察參考數據時，一間企業開始時可能用其本身的數據，但如有合理可得資料顯示其他市場參與者將會使用不同數據或該實體有部分特定數據為其他市場參與者不擁有的，則其應調整有關數據。根據上述準則，仲量聯行已根據本公司實際數據採用若干假設，經考慮行業慣例及市場環境後作出適當調整。仲量聯行告知我們，其已採用與為可資比較上市奶業公司評估獲取相關假設相一致的方法。

財務資料

		截至及於十二月三十一日止年度		
		二零一一年	二零一二年	二零一三年
成母牛				
成母牛的估值方法 ⁽¹⁾				
原料奶價格(人民幣/公斤) ⁽²⁾	所用假設	3.88	4.50	5.00
	實際	3.79	4.33	4.77
飼養成本(人民幣/公斤原料奶) ⁽³⁾	所用假設	2.22	2.48	2.49
	實際	2.10	2.21	2.25
淘汰率 ⁽⁴⁾	所用假設	20.5	20.0	20.5
	實際	12.5	15.6	24.8
預測哺乳期 ⁽⁵⁾	所用假設	6	6	6
每次哺乳期每頭牛的產奶量(噸) ⁽⁶⁾	所用假設	6-8	6-8	7-9
	實際	7.6	7.8	8.5
貼現率(%) ⁽⁷⁾	所用假設	15.34	14.00	14.50
犏牛及育成牛				
犏牛及育成牛的估值方法 ⁽⁸⁾				
14個月大育成牛的每頭市價				
(人民幣) ⁽⁹⁾	所用假設	16,195	17,306	18,315
	實際	不適用	不適用	不適用

(1) 成母牛的估值方法

成母牛的公平值乃透過採用收入法(稱為多期超額盈餘法「多期超額盈餘法」)釐定。多期超額盈餘法是貼現現金流量(「貼現現金流量」)法的衍生。使用此方法，我們估計成母牛應佔直接經濟利益。該經濟利益繼而按反映所有業務風險(包括有關目標資產內部及外部不確定性)的比率資本化。為估計經濟利益，成母牛的銷售收入乃根據其剩餘使用年限預測。根據預測銷售收入，與支持成母牛有關的成本乃予以扣除。收入淨額預測繼而藉經濟資本開支作出調整。

資本開支包括在產生目標生物資產收入預測時已使用或耗盡的資產回報。該資產的例子包括固定資產、集合勞動力及營運資金。多期超額盈餘法所用的主要假設包括下列各項：

現金流入組成部分：	—	原料奶銷售收入
	—	出生的母犏牛及公犏牛產生的銷售收入
	—	宰殺牛銷售收入
現金流出組成部分：	—	飼料
	—	薪金、福利及社會保險
	—	其他

財務資料

- (2) 原料奶價格
- 估值過程中用作假設的原料奶價格乃以原料奶的過往平均售價、供求前景，以及截至各報告期末自我們經營所在市場獲得的價格的分析為基礎。原料奶價格上升時，成母牛的估計公平值會增加。
- 實際原料奶價格指期間內的平均售價。由於原料奶價格正普遍上升，特定期間的實際價格低於假設所用的價格。
- (3) 飼養成本
- 估值過程中用作假設的飼養成本乃以截至各報告期末我們每公斤原料奶的過往平均飼養成本為基礎。每公斤原料奶的飼養成本上升時，成母牛的估計公平值會減少。
- 假設所用的飼料成本乃按以下分數計算：(i) 哺乳周期內產生的所有飼料成本（為分子）；及(ii) 哺乳周期內生產的原料奶奶量（為分母）。估值所用哺乳周期乃假設將為400天（即預期每隻成母牛每400天生育一次）。
- 實際飼料成本乃按以下分數計算：(i) 截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日止年度各年所佔原料奶銷售成本（為分子）；及(ii) 二零一一年、二零一二年及二零一三年各年所產原料奶奶量（為分母）。
- (4) 淘汰率
- 通常乃假設於各報告期末成母牛的數目會因自然或非自然因素而於推算期間按若干淘汰率減少，包括疾病、難產、產奶量低或所有哺乳期結束。我們亦能選擇主動淘汰牛隻，以改善下一代牛隻的遺傳因子。
- 估計假設所採用的淘汰率假設所有成母牛將於6個哺乳期內淘汰，但實際淘汰率並無計及於往績記錄期內已生育及成為成母牛的育成牛。
- (5) 預測哺乳期
- 估值中用作假設的預測哺乳期乃假設為六至七個哺乳期（視乎成母牛的個別身體狀況而定）。一般而言，成母牛可於6個哺乳期擠奶。成母牛的經濟可使用年期較長時，其估計公平值會增加。
- (6) 產奶量
- 估值過程中用作假設的產奶量乃以奶牛的過往產奶量、其健康狀況及牧場的管理與營運為基礎。預期奶產量會於第三至第四個哺乳期增加，然後於餘下哺乳期減少。
- (7) 貼現率
- 加權平均資本成本法乃用於釐定貼現率。貼現率反映貨幣的時間價值及風險溢價，代表不能確定的未來現金流量固有風險的補償。當貼現率上升時，成母牛的估計公平值便會下降。

財務資料

- (8) 犢牛及育成牛的估值方法 各報告日期前六個月內所購育成牛的公平值乃參考實際購買價釐定，並加上購買日期至報告日期的飼料成本予以調整。

就犢牛及其餘育成牛而言，14個月大育成牛的公平值乃參考交易活躍市場的市價釐定並按潛在產奶量進行調整。釐定14個月以上育成牛的公平值時會加上將育成牛由14個月大飼養至各自特定歲數及加上飼養者要求的利潤所需的飼養成本。釐定14個月以下育成牛及犢牛的公平值時則減去將犢牛或育成牛由各自特定歲數飼養至14個月大及飼養者要求的利潤所需的飼養成本。

- (9) 14個月大育成牛的市價 14個月大育成牛的公平值乃使用其在交易活躍市場的平均市價作為參考釐定並按潛在產奶量進行調整。由於14個月大育成牛均有經常買賣且交代活躍市場已形成，仲量聯行向我們建議認為，使用彼等的市價作為釐定犢牛及育成牛的公平值的參考指標屬公平合理且符合市場慣例。

我們購買不同歲數的育成牛，因此我們的實際購買價格無法與假設中所使用14個月大育成牛的價格比較。

物業、廠房及設備及生物資產的預付款項

請參閱下文「若干財務狀況表項目的討論－預付款項、按金及其他應收款項」

存貨

我們的存貨主要包括原材料、產成品及消耗品。我們奶牛養殖業務的存貨主要包括飼料。我們液態奶業務的存貨主要包括包裝材料及產成品。下表載列截至所示日期我們存貨的組成部分及於所示期間我們存貨的週轉情況。

	截至十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元，周轉天數除外)		
原材料	98,383	194,462	319,525
產成品	—	—	832
消耗品	5,498	9,781	14,861
總計	103,881	204,243	335,218
存貨週轉天數 ⁽¹⁾	80	84	100

- (1) 存貨周轉天數採用某一年度存貨的年初結餘與年末結餘的平均數除以已資本化的犢牛及育成牛的銷售成本及養殖成本總和再乘以365天計算。

財務資料

截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們的存貨合共分別為人民幣103.9百萬元、人民幣204.2百萬元及人民幣335.2百萬元。於往績記錄期存貨增加乃主要由於(i)牧群規模不斷擴大令牧草及其他飼料增加(截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日分別合共為人民幣96.3百萬元、人民幣188.9百萬元及人民幣305.2百萬元)；(ii)我們擴張至液態奶業務令包裝材料增加(截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日分別合共為零、人民幣1.7百萬元及人民幣4.6百萬元)的綜合影響所致。

於往績記錄期，我們存貨周轉天數由二零一一年的80天增至二零一二年的84天及二零一三年的100天。增加主要由於新牧場開始運營預期奶牛數量增加而導致草料儲備不斷增加所致。

截至二零一四年四月三十日，我們截至二零一三年十二月三十一日的存貨中的人民幣188.3百萬元或56.2%已經動用。

貿易應收款項及應收票據

貿易應收款項結餘指我們向客戶應收的未償還款項。下表載列截至所示日期我們的貿易應收款項結餘的組成部分。

	截至十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元)		
貿易應收款項			
— 奶牛養殖業務	10,043	22,284	35,074
— 液態奶業務	—	2,226	28,396
小計	10,043	24,510	63,470
減值	—	—	—
總計	<u>10,043</u>	<u>24,510</u>	<u>63,470</u>

由於銷售的增加，我們的貿易應收款項由二零一一年十二月三十一日的人民幣10.0百萬元增至二零一二年十二月三十一日的人民幣24.5百萬元，並進一步增至二零一三年的人民幣63.5百萬元。就奶牛養殖業務而言，我們一般要求客戶每月支付前一個月所購原料奶。就向分銷商銷售液態奶產品而言，我們一般要求分銷商於交付前悉數支付我們產品的購買價。我們視具體情況間或授予分銷商客戶一些信用額度。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

下表載列截至所示日期我們的貿易應收款項結餘的賬齡分析以及於所示期間的貿易應收款項週轉天數。

	截至及於十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元，周轉天數除外)		
三個月內	10,043	24,510	63,470
貿易應收款項週轉天數 ⁽¹⁾	14	9	14

(1) 平均貿易應收款項等於期初貿易應收款項加期末貿易應收款項再除以二。貿易應收款項週轉天數等於平均貿易應收款項除以銷售收入再乘以期內天數365天。

於往績記錄期，我們的貿易應收款項周轉天數仍較短。同期，我們並無對貿易應收款項減值作出減值或撥備，原因是截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們的貿易應收款項並無逾期。

截至二零一四年四月三十日，我們截至二零一三年十二月三十一日的未結清貿易應收款項中有人民幣63.1百萬元或99.4%已結清。

預付款項、按金及其他應收款項

預付款項、按金及其他應收款項主要包括預付款項。我們的預付款項主要包括草料、精飼料、奶牛及包裝物料的預付款項。截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們的預付款項合共分別為人民幣19.1百萬元、人民幣9.2百萬元及人民幣83.8百萬元。我們的預付款項由截至二零一二年十二月三十一日的人民幣9.2百萬元大幅增至截至二零一三年十二月三十一日的人民幣83.8百萬元，乃主要由於為購買奶牛而支付的、為獲得草料供應而向聖牧草業支付的及為購買包裝物料而向利樂支付的預付款項所致。

貿易應付款項及應付票據

我們的貿易應付款項及應付票據主要與購買飼料及包裝材料及零部件有關。截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們的貿易應付款項及應付票據合共分別為人民幣84.0百萬元、人民幣132.2百萬元及人民幣191.0百萬元。於往績記錄期，我們的貿易應收款項增加主要反映我們的業務繼續擴展使購買飼料及包裝材料增加。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

下表載列截至所示日期我們的貿易應付款項的賬齡分析以及於所示期間的貿易應付款項週轉天數。

	截至及於十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元，周轉天數除外)		
一年內	81,579	131,850	190,561
一至兩年	2,384	292	359
兩至三年	—	9	117
	83,963	132,151	191,037
貿易應付款項週轉天數 ⁽¹⁾	55	59	60

(1) 貿易應付款項週轉天數乃採用某一年度貿易應付款項的年初結餘與年末結餘的平均數除以已資本化的犏牛及育成牛的銷售成本及養殖成本總和再乘以365天計算。

我們的貿易應付款項週轉天數由二零一一年的55天增至二零一二年的59天及二零一三年的60天，主要反映業務擴展使我們的購買量增加，進而使我們對供應商的議價能力增強。

截至二零一四年四月三十日，我們截至二零一三年十二月三十一日的未結清貿易應付款項中有人民幣189.1百萬元或99.0%已支付。

其他應付款項及應計費用

下表載列截至所示日期我們的其他應付款項及應計費用的組成部分。

	截至十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元)		
收購物業、廠房及設備的應付款項	12,569	28,053	87,416
購買奶牛的應付款項	5,139	17,877	18,959
應付第三方按金	2,248	10,597	20,194
應付薪金及福利	5,453	10,162	20,060
關聯方墊款	47,272	38,263	7,609
購買運輸服務的應付款項	901	1,931	8,217
其他	8,886	17,698	36,110
總計	82,468	124,581	198,565

財務資料

「其他應付款項及應計費用」的主要組成部分包括以下各項：

- 收購物業、廠房及設備的應付款項。於往績記錄期，有關應付款項大幅增加，原因為我們大幅擴展我們的牧群規模、牧場數目以及生產設施。
- 購買奶牛的應付款項。有關應付款項增加主要是由於購買奶牛增加所致。
- 應付第三方按金。有關應付款項主要指(i)我們奶牛養殖業務的供應商及(ii)我們液態奶產品業務的分銷商的按金。該等應付款項因我們來自奶牛養殖業務的牛群規模增加並隨著我們開始涉足液態奶產品業務而增加。
- 應付薪金及福利。有關應付款項增加，主要是由於我們擴大員工規模以支持業務擴展所致。
- 關聯方墊款。於往績記錄期，我們擁有若干關聯方墊款，所有有關款項已於截至二零一四年三月二十九日結清。

流動資金及資金來源

概覽

迄今為止，我們主要以營運所得現金、銀行貸款所得款項以及其次以股權投資者投資及關聯方墊款滿足我們的營運資金需求。截至二零一三年十二月三十一日，我們的現金及現金等價物為人民幣127.1百萬元，絕大部分以人民幣計值。我們的現金及現金等價物主要包括庫存現金及活期存款。

下表載列於所示期間我們的現金流量概要：

	截至十二月三十一日止年度		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元)		
經營活動所得現金淨額.....	141,204	177,942	363,630
投資活動所用現金淨額.....	(408,376)	(535,215)	(934,299)
融資活動所得現金淨額.....	269,550	317,427	667,890
現金及現金等價物(減少)／增加淨額.....	2,378	(39,846)	97,221
年初現金及現金等價物.....	67,980	69,550	29,838
匯率變動的影響.....	(808)	134	—
年末現金及現金等價物.....	69,550	29,838	127,059

財務資料

經營活動

於二零一三年，經營活動所得現金淨額為人民幣363.6百萬元，主要由於除稅前溢利人民幣375.4百萬元、貿易應付款項及應付票據增加人民幣58.9百萬元及其他應付款項及應計費用增加人民幣110.0百萬元，部分被生物資產公平值減銷售成本的變動產生的非現金淨收入人民幣9.5百萬元、存貨增加人民幣131.0百萬元、貿易應收款項及應收票據減少人民幣39.0百萬元及預付款項、按金及其他應收款項增加人民幣55.4百萬元所抵銷。

於二零一二年，經營活動所得現金淨額為人民幣177.9百萬元，主要由於除稅前溢利人民幣198.9百萬元、貿易應付款項及應付票據增加人民幣44.3百萬元及其他應付款項及應計費用增加人民幣23.3百萬元，部分被生物資產公平值減銷售成本的變動產生的非現金淨收益人民幣4.4百萬元、存貨增加人民幣100.4百萬元及貿易應收款項及應收票據增加人民幣14.5百萬元所抵銷。

於二零一一年，經營活動所得現金淨額為人民幣141.2百萬元，主要由於除稅前溢利人民幣223.2百萬元、貿易應付款項及應付票據增加人民幣48.8百萬元及其他應付款項及應計費用增加人民幣23.9百萬元，部分被生物資產公平值減銷售成本的變動產生的非現金淨收益人民幣117.1百萬元、存貨增加人民幣33.4百萬元及抵押存款增加人民幣17.5百萬元所抵銷。

投資活動

於二零一三年，投資活動所用現金淨額為人民幣934.3百萬元，主要由於(i)飼養犢牛及育成牛的付款人民幣332.8百萬元；(ii)為新建牧場而購置物業、廠房及設備的付款人民幣442.5百萬元；及(iii)購買奶牛的付款人民幣316.5百萬元。該款項部分被出售奶牛的所得款項人民幣159.6百萬元所抵銷。

於二零一二年，投資活動所用現金淨額為人民幣535.2百萬元，由於(i)飼養犢牛及育成牛的付款人民幣200.1百萬元；(ii)為新建牧場而購置物業、廠房及設備的付款人民幣243.6百萬元；及(iii)購買奶牛的付款人民幣124.3百萬元。該款項部分被出售奶牛的所得款項人民幣39.0百萬元所抵銷。

於二零一一年，投資活動所用現金淨額為人民幣408.4百萬元，主要由於(i)飼養犢牛及育成牛的付款人民幣122.7百萬元；(ii)為新添牧場而購置物業、廠房及設備的付款人民幣132.0百萬元；及(iii)購買奶牛的付款人民幣175.9百萬元。該款項部分被出售奶牛的所得款項人民幣22.9百萬元所抵銷。

財務資料

融資活動

於二零一三年，融資活動所得現金淨額為人民幣667.9百萬元，主要由於(i)新造銀行貸款及新增其他貸款所得款項人民幣959.8百萬元；及(ii)非控股權益注資人民幣114.9百萬元。該款項部分被(i)償還銀行及其他貸款人民幣374.2百萬元；及(ii)利息付款人民幣32.7百萬元所抵銷。

於二零一二年，融資活動所得現金淨額為人民幣317.4百萬元，主要由於(i)新造銀行貸款及新增其他貸款所得款項人民幣351.5百萬元及(ii)發行股本工具及非控股權益注資所得款項人民幣144.3百萬元。該款項部分被(i)償還銀行及其他貸款人民幣164.0百萬元；及(ii)利息付款人民幣14.4百萬元所抵銷。

於二零一一年，融資活動所得現金淨額為人民幣270.0百萬元，主要由於(i)新造銀行貸款及新增其他貸款所得款項人民幣84.5百萬元；(ii)發行股本工具及非控股權益注資所得款項人民幣243.0百萬元。該款項部分被(i)償還銀行貸款人民幣50.0百萬元；及(ii)利息付款人民幣8.0百萬元所抵銷。

債項

截至二零一四年四月三十日(就債項聲明而言的最後實際可行日期)，我們的債項總額約為人民幣880.0百萬元。下表載列截至所示日期我們債項的組成部分。

	截至十二月三十一日			截至二零一四年 四月三十日
	二零一一年	二零一二年	二零一三年	
	(人民幣千元)			
即期				
— 無抵押銀行及其他借款 (無擔保)	—	145,000	782,000	880,000
— 有擔保銀行及其他借款 (無抵押)	75,000	130,000	150,000	—
— 有擔保長期銀行及其他 借款的即期部分 (無抵押)	—	49,000	—	—
	<u>75,000</u>	<u>324,000</u>	<u>932,000</u>	<u>880,000</u>
非即期				
— 有擔保長期銀行及其他 借款(無抵押)	49,000	—	—	—
總計	<u>124,000</u>	<u>324,000</u>	<u>932,000</u>	<u>880,000</u>

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

下表載列截至所示日期我們借款的實際利率：

	截至十二月三十一日			截至二零一四年
	二零一一年	二零一二年	二零一三年	四月三十日
	(以百分比計)			
即期				
— 無抵押銀行及其他借款 (無擔保)	—	6.31%	6.00%	6.00%
— 有擔保銀行及其他借款 (無抵押)	5.47-5.81%	6.00-6.56%	6.00%	—
— 有擔保長期銀行及其他 借款的即期部分 (無抵押)	—	5.60%	—	—
非即期				
— 有擔保長期銀行及其他 借款(無抵押)	5.60%	—	—	—

銀行及其他借款 — 有擔保(無抵押)

下表載列我們截至二零一四年四月三十日的有擔保銀行及其他借款的詳情。

	金額	截至二零一三年	期限 / 到期日	截至二零一四年
		十二月三十一日		一月三十一日的
	(人民幣千元)	的未償還款項利率		未償還款項
				(人民幣千元)
招商銀行	100,000	6.0%	一年 / 二零一四年 二月二十七日至 十一月十九日	
內蒙古銀行	50,000	6.0%	一年 / 二零一四年 二月五日	—
	<u>150,000</u>			<u>—</u>

該等貸款包含對中國此類融資的慣常契諾及限制，包括除非獲貸款人另行書面同意，否則限制通過轉讓、租賃或提供擔保方式出售借款人的重大資產，並須就借款人營運的任何重大進展盡快通知貸款人。該等貸款由姚同山先生及若干其他股東擔保，該等擔保於二零一四年二月二十八日之前解除。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

銀行及其他借款－無抵押（無擔保）

下表載列我們截至二零一四年四月三十日的無抵押銀行及其他借款的詳情。

	截至二零一三年十二月三十一日未償還			截至二零一四年 四月三十日的 未償還款項 (人民幣千元)
	金額 (人民幣千元)	利率	期限／到期日	
中國銀行	297,000	6.0%	一年／二零一四年 七月二十二日至 二零一四年十二月十二日	345,000
中國農業銀行	178,000	6.0%	一年／二零一四年 二月二十七日至 七月一日	158,000
華鑫國際信託	30,000	6.0%	一年／二零一四年 四月十四日	—
交通銀行	137,000	6.0%	一年／二零一四年 五月二十三日至 十月三十日	137,000
中國民生銀行	80,000	6.0%	一年／二零一四年 七月二十九日至 八月二十八日	80,000
招商銀行	60,000	6.0%	一年／二零一四年 十一月十七日至 十二月二十三日	160,000
	<u>782,000</u>			<u>880,000</u>

該等貸款包含對中國此類融資的慣常契諾及限制，包括除非獲貸款人另行書面同意，否則限制通過轉讓、租賃或提供擔保方式出售借款人的重大資產，並須就借款人營運的任何重大進展盡快通知貸款人。

於往績記錄期及截至最後實際可行日期，董事確認彼等並不知悉我們的貿易及非貿易應付款項及銀行借款存在任何重大拖欠支付的情況。除本[編纂]所披露者外，銀行借款協議並不包含任何將對我們日後額外舉債或發行債務或股本證券的能力產生重大不利影響的重大契諾。

除本[編纂]所披露者外，截至二零一四年四月三十日，我們並無任何其他重大借款、債務、融資、租購承擔、按揭及抵押或其他重大或然負債。

董事確認，於往績記錄期，我們並無有關貿易或其他應付款項或銀行借款的重大支付違約，亦無違反任何重大財務契諾。董事確認，除「一營運資金」所述短期票據及對融資再融資及提款外，截至最後實際可行日期當日，我們並無向外界募集其他債務融資的任何計劃。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

儘管不能保證我們將能夠以有利的條款或根本無法獲得銀行融資，但我們預計日後我們取得銀行融資以為我們的營運提供資金的能力不會發生任何變化。

債項聲明

除本[編纂]所披露者外，截至二零一四年四月三十日（即我們債項聲明的最後實際可行日期），我們並無任何尚未償還債務或已發行及尚未行使或同意發行任何貸款資本、銀行投資、貸款或類似債務、承兌負債（一般貿易票據除外）、承兌信貸、債券、按揭、質押、融資租約或租購承擔、擔保或其他或然負債。董事確認，截至最後實際可行日期，本公司自二零一四年四月三十日起的債務並無重大變動。

承擔

資本承擔

下表載列截至所示日期我們資本承擔的詳情：

	截至十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元)		
已訂約但未撥備：			
— 土地及樓宇.....	78,510	57,703	48,501
— 廠房及機器.....	14,850	4,065	37,641
	<u>93,360</u>	<u>61,768</u>	<u>86,142</u>

經營租賃承擔

我們根據不可撤銷經營租賃安排租賃多個牧場（包括建築物構築物及設備）以及辦公室物業。下表載列截至所示日期我們根據不可撤銷經營租賃協議的未來最低租金付款：

	截至十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元)		
一年內	10,247	9,668	8,949
一年後但五年內	28,523	28,170	24,859
五年後	10,043	5,022	—
	<u>48,813</u>	<u>42,860</u>	<u>33,808</u>

財務資料

資本開支

我們於二零一一年、二零一二年及二零一三年的資本開支合共分別為人民幣452.0百萬元、人民幣625.5百萬元及人民幣1,135.1百萬元。於往績記錄期，我們的資本開支主要與收購物業、廠房及設備、預付土地租賃款項、收購其他無形資產及生物資產有關，原因是我們擴展業務以及於聯營公司的投資增加。

於[編纂]完成後，為擴充我們的業務，我們將繼續產生資本開支。我們預計，二零一四年及二零一五年的總資本開支將分別為人民幣1,040.4百萬元及人民幣734.0百萬元。於可預見未來，我們的計劃未來資本開支主要與購買奶牛及新建有機牧場有關。亦請參閱「未來計劃與[編纂]」。

營運資金

下表載列截至所示日期我們流動資產及負債的詳情：

	截至十二月三十一日			截至二零一四年 四月三十日
	二零一一年	二零一二年	二零一三年	
	(人民幣千元)			
流動資產				
存貨	103,881	204,243	335,218	261,805
貿易應收款項及應收票據 .	10,043	24,510	63,470	139,657
預付款項、按金及 其他應收款項	15,893	30,030	94,377	185,781
已抵押存款	29,224	12,797	15,030	8,989
現金及現金等價物	69,550	29,838	127,059	368,517
流動資產總值	228,591	301,418	635,154	964,749
流動負債				
貿易應付款項及應付票據 .	83,963	132,151	191,037	130,795
預收款項	15,473	17,527	82,481	59,282
其他應付款項及應計費用 .	82,468	124,581	198,565	194,657
計息銀行借款	75,000	324,000	932,000	880,000
應付稅項	—	—	633	529
流動負債總額	256,904	598,259	1,404,716	1,265,263
流動負債淨額	(28,313)	(296,841)	(769,562)	(300,514)

財務資料

我們的流動負債淨額由截至二零一一年十二月三十一日的人民幣28.3百萬元增至截至二零一二年十二月三十一日的人民幣296.8百萬元，及截至二零一三年十二月三十一日止的人民幣769.6百萬元。於往績記錄期，我們的流動負債淨額增加主要反映我們購買及繁殖奶牛和支持我們繼續投資與牧場及加工設施有關的物業、廠房及設備以擴張業務的資金需要，並主要透過短期銀行貸款提供，而短期銀行貸款則大幅增加，截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日合共分別為人民幣75百萬元、人民幣324百萬元及人民幣932百萬元。

自二零一三年十二月三十一日以來，我們的流動負債淨額因二零一四年二月對本公司作出的[編纂]前投資而有所減少，因此我們收到額外股東權益人民幣683.3百萬元，且現金及現金等價物亦相應增加。截至最後實際可行日期，我們的授信額度總額為人民幣1,317.0百萬元，其中我們已就人民幣1,272.0百萬元取得相關銀行出具的預批函（當中載明在現有信貸的現有期限到期及獲得償還後，該等銀行將向我們授出新的信貸），而當中人民幣428.0百萬元尚未動用。另外，我們於二零一四年三月已獲批准發行短期票據最多達人民幣200百萬元，而截至最後實際可行日期，我們並無發行任何該等票據。

董事確認，經計及上述資金來源以及我們現有的現金及現金等價物、預計經營所得現金流量及[編纂]所得款項，我們將擁有充足的營運資金滿足我們的預計現金需求，包括自本[編纂]日期起計未來最少十二個月的營運資金及資本開支需求。

經審慎考慮及與本公司管理層討論後以及基於上文所述，聯席保薦人並無理由相信本公司無法滿足自本[編纂]日期起十二個月內的營運資金需求。

我們的未來現金需求將取決於多項因素，包括我們的營運收入、成立額外牧場的成本、我們的產品及服務的市場接受程度或其他不斷變化的業務狀況及未來發展，包括我們可能決定進行的任何投資或收購。我們可能需要額外現金來償還現有債務，或因不斷變化的業務狀況或其他未來發展而須為現有債務重新融資。倘我們現有的現金不足以滿足我們的需求，我們或會尋求出售額外股本證券、債務證券或向借貸機構借款。我們無法保證能夠按所需金額或可接受的條款融資，或必定獲得融資。出售額外股本證券（包括可換股債務證券）將攤薄股東於本公司的權益。產生債務會將用作營運資金及資本開支的現金轉至履行債務責任及可能導致訂立經營及財務契約，從而限制我們的經營及我們向股東支付股息的能力。倘我們無法獲得所需的額外股本或債務融資，我們的業務營運及前景或會受到影響。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

或然負債

截至最後實際可行日期，我們並無任何重大或然負債。

關聯方交易

董事認為，本[編纂]附錄一會計師報告附註32所載各項關聯方交易乃由有關各方於日常及一般業務過程中按一般商業條款進行。更多詳情請參閱「持續關連交易」一節。

下表載列截至所示日期與關聯方的未償還結餘。

	截至十二月三十一日		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
	(人民幣千元)		
應收聯繫人款項			
計入於			
— 應收賬款	—	—	1,386
— 預付款項、按金及其他應收款項 ⁽¹⁾	—	—	57,501
應付聯繫人款項			
計入於			
— 預收款項	—	200	—
— 貿易應付款項 ⁽¹⁾	—	12,039	2,963
— 其他應付款項及應計費用 ⁽¹⁾	3,272	38,263	—
計入以下各項的若干股東欠款／應收款：			
— 其他應付款項及應計費用 ⁽²⁾	(44,000)	—	(6,880)

(1) 主要與從聖牧草業採購草料及獲得墊款有關。

(2) 主要與購買奶牛有關。

除應收／應付關聯方的應收賬款及貿易應付款項外，上述與關聯方進行的交易乃無抵押，免息及無固定還款期。與關聯方交易的應收賬款及貿易應付款項的信貸條款與獨立第三方所提供或獲提供的信貸條款相若。截至二零一四年三月二十九日，我們截至二零一三年十二月三十一日尚未償還的非貿易關聯方交易的全部結餘(包括欠付股東的款項人民幣6.9百萬元)已經結清。

財務資料

於往績記錄期內，聖牧草業向我們的有機牧場提供免費生物廢料(即牛糞)清潔服務。該等服務包括從我們的農場收集未經處理的生物廢料並進行清洗。作為回報，聖牧草業向我們的農場收購該等未經處理的生物廢料而毋需任何費用。於[編纂]後，我們預期將繼續從聖牧草業獲得該等生物廢料清潔服務。

二零一一年，我們亦通過兩名當時身為聖牧控股董事的個人向蒙牛集團(主要在中國從事乳製品生產，並於香港聯合交易所主板[編纂])出售總金額為人民幣46.8百萬元的原料奶。

資產負債表外安排

我們並無訂立任何資產負債表外安排或承擔以保證任何第三方的付款責任。我們並無於為我們提供融資、流動資金、市場風險或信貸支持，或與我們從事租賃或對沖或研發服務的任何未綜合實體中擁有任何可變權益。

有關市場風險的定性及定量披露

我們於日常業務過程中面對多類市場風險。來自金融工具的主要風險為利率風險、外幣風險、信貸風險及流動資金風險。我們透過定期經營及財務活動管理我們面對的該等風險。董事會定期複核該等風險及我們的財務風險管理政策，以確保有充裕資源用以管理下文概述的市場風險及為股東創造價值。

利率風險

由於現金及現金等價物及已抵押銀行存款的當時市場利率波動，我們面對現金流量利率風險。我們認為，有關銀行結餘對利率波動並不敏感。我們的公平值利率風險主要與定息銀行借款有關。目前，我們並無利率對沖政策。然而，我們會監察利率風險並在需要時考慮對沖重大利率風險。我們已作出敏感度分析，以釐定我們面對的利率變動風險。

外幣風險

我們的業務主要位於中國，且絕大部分交易以人民幣進行，惟購買進口生物資產、機器及設備除外。於往績記錄期內，我們的絕大部分資產及負債以人民幣計值，惟截至二零一一年十二月三十一日約人民幣11.2百萬元的現金及銀行結餘以美元計值。人民幣對外幣的匯率波動可能略微影響我們的經營業績。我們並無對沖任何外幣波動。我們已作出敏感度

財務資料

分析，以釐定我們面對的外幣匯率變動風險。倘美元對人民幣匯率於二零一一年、二零一二年及二零一三年分別升值5.0%而所有其他變量保持不變，我們的除稅前溢利將分別增加人民幣0.8百萬元、人民幣0.1百萬元及零。

信貸風險

我們僅與獲認同及信譽良好的第三方進行交易。根據我們的政策，凡有意以信貸形式交易的客戶，均須通過信貸審查。此外，我們亦會持續監察應收款項結餘，且我們所面對的壞賬風險並不重大。與我們其他金融資產(包括現金及銀行結餘與其他應收款項)有關的信貸風險來自對手方的違約，所面臨的最大風險等於該等工具的賬面值。由於我們僅與獲認同及信譽良好的第三方進行交易，故毋須第三方提供任何抵押物。

截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，我們集中信貸風險分別為貿易應收款項總額的99%、89%及51%，乃為應收兩位最大客戶，即蒙牛集團及伊利集團(二者主要在中國從事牛奶加工行業，分別在香港聯合交易所主板及上海證券交易所上市)的款項。

流動資金風險

我們旨在透過運用銀行貸款及預計經營所得現金流量在資金的持續性與靈活性之間維持平衡。截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日，按合約未折現款項計算，我們的金融負債分別為人民幣292.0百萬元、人民幣581.6百萬元及人民幣1,328.7百萬元。我們相信，由於我們有充足的承諾信貸為我們的業務提供資金，故並無重大流動資金風險。

我們預期主要透過經營產生的內部現金流量、銀行借款、[編纂]的[編纂]以及[編纂]後的任何權益及債務發售撥付我們日後的現金流量需求。

資本管理

我們資本管理的主要目標是保障我們持續經營及維持穩健資本比率的能力，以支持其業務及為股東創造最大價值。我們會根據經濟狀況變化及相關資產的風險特徵管理及調整我們的資本架構。為維持或調整資本架構，我們或會調整派付予股東的股息金額、向股東退還股本或發行新[●]。於往績記錄期內，資本管理的目標、政策或流程並無變化。與業內其他公司一致，我們根據槓桿比率監察資本。該比率按債務淨額除以總資本計算。我們的政策是保持健康的槓桿比率。我們截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日的槓桿比率分別為14.2%、26.6%及54.6%。

財務資料

主要財務比率

下表載列於所示期間或截至所示日期的若干主要財務比率。

	於十二月三十一日或截至該日止期間		
	二零一一年	二零一二年	二零一三年
股本回報 ⁽¹⁾	26.1%	16.8%	21.9%
資產回報 ⁽²⁾	18.9%	10.9%	12.0%
流動比率 ⁽³⁾	0.89	0.50	0.45
速動比率 ⁽⁴⁾	0.49	0.16	0.21
槓桿比率 ⁽⁵⁾	14.2%	26.6%	54.6%

(1) 按本公司擁有人應佔期內淨利潤除以期末本公司擁有人應佔淨資產再乘以100%計算。

(2) 按期內淨利潤除以期末資產總值再乘以100%計算。

(3) 按流動資產除以流動負債計算。

(4) 按流動資產減存貨除以流動負債計算。

(5) 按銀行借款除以淨資產再乘以100%計算。

我們的股本回報率由二零一一年的26.1%降至二零一二年的16.8%，主要是由於二零一二年生物資產公平值變動減銷售成本產生的收益大幅減少所致，由二零一一年的人民幣117.1百萬元減至二零一二年的人民幣4.4百萬元。二零一零年，我們因二零零八年中國發生三聚氰胺事件而以較低市價購買奶牛，導致二零一一年奶牛公平值變動的收益較二零一二年相對較高。我們的生物資產公平值調整前淨利潤（指我們的淨利潤與生物資產公平值變動減銷售成本產生的收益／（虧損）的差額）由二零一一年的人民幣106.1百萬元增至二零一二年的人民幣194.5百萬元。我們的股本回報率由二零一二年的16.8%升至二零一三年的21.9%主要是由於我們的淨利潤大幅增加所致，部分被我們的淨資產增加所抵銷。

與股本回報率類似，我們的資產回報率由二零一一年的18.9%降至二零一二年的10.9%，主要是由於二零一二年生物資產公平值變動減銷售成本產生的收益大幅減少所致。我們的資產回報率由二零一二年的10.9%升至二零一三年的12.0%主要是由於我們的淨利潤大幅增加所致，部分被我們的資產總值增加所抵銷。

我們的流動比率由截至二零一一年十二月三十一日的0.89降至截至二零一二年十二月三十一日的0.50，進一步降至截至二零一三年十二月三十一日的0.45，主要是由於與我們業務增長有關的流動負債增加所致。為保障我們的增長，我們動用我們的經營及銀行借款產生的大量現金為我們購買奶牛以及建造牧場及液態奶加工廠的資本開支提供資金，致使我們的流動負債增加，部分被流動資產增加所抵銷。

財務資料

與我們的流動比率類似，我們的速動比率由截至二零一一年十二月三十一日的0.49降至截至二零一二年十二月三十一日的0.16，主要是由於與我們業務增長有關的流動負債增加所致。我們的速動比率由截至二零一二年十二月三十一日的0.16增至截至二零一三年十二月三十一日的0.21，主要原因是我們的流動資產(不包括存貨)的增長率較流動負債的增長率為高。

我們的槓桿比率由截至二零一一年十二月三十一日的14.2%升至截至二零一二年十二月三十一日的26.6%，並進一步升至截至二零一三年十二月三十一日的54.6%，主要是由於與我們業務增長有關的銀行借款增加所致。為保障我們的增長，我們借入大量銀行貸款為我們購買奶牛以及建造牧場及液態奶加工廠的資本開支提供資金。

生物資產的估值

我們已委聘仲量聯行(獨立合資格專業評估師事務所)釐定我們的奶牛分別截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日公平值。仲量聯行評估師的關鍵成員包括陳銘傑先生及高騰雲教授。

陳銘傑先生，仲量聯行區域董事，為香港會計師公會資深會員及澳洲會計師公會資深會員。彼亦為特許估值分析師、國際顧問、評估師及分析師協會(IACVA)會員、加拿大採礦、冶金和石油協會(CIM)會員以及澳大利亞採礦和冶金學會(AusIMM)會員。陳先生監督仲量聯行的業務估值服務，並於會計、審核、企業諮詢及評估擁有逾15年經驗。彼為中國、香港、新加坡及美國不同行業的多間已上市及現正上市的公司提供廣泛的估值服務。陳先生曾監督對中國現代牧業控股有限公司(1117.HK)、中國輝山乳業控股有限公司(6863.HK)及原生態牧業有限公司(1431.HK)的首次公開發售及該等公司其後財務報告的生物資產進行估值。彼亦曾領導為香港上市公司(包括晨鳴紙業(1812.HK)、中國蒙牛乳業有限公司(2319.HK)及中國康大食品有限公司(834.HK)進行財務申報以及為眾多私人公司對其他生物資產(如生豬、樹木、兔子及雞)進行估值。

高騰雲教授，河南農業大學(動物科學)教授，並為獨立生物資產估值專家、中國畜牧獸醫學會養牛學分會理事會成員、中國畜牧獸醫學會動物微生態學分會執行理事、農業工程學會畜牧業工程分會執行理事、中國黃牛養殖委員會執行董事、中國農業學會桔桿利用分會副秘書及中國畜牧獸醫學會飼草分會執行董事。彼於奶牛養殖方面擁有豐富經驗，主要從事利用當地餵飼資源餵飼黃牛、奶牛環境管理及家畜生態學研究。高教授已出版23本書籍，贏取15個科學成就獎項，並於不同期刊出版逾200份學術論文，大部分為調查及研究

財務資料

奶牛及乳類生產。彼曾參與中國現代牧業控股有限公司(1117.HK)、中國輝山乳業控股有限公司(6863.HK)及原生態牧業有限公司(1431.HK)[編纂]及該等公司其後財務報告的奶牛估值。

根據市場聲譽及相關背景研究，董事及聯席保薦人信納仲量聯行乃獨立於我們並能夠對我們的生物資產進行評估。

估值方法

奶牛

犏牛及育成牛

仲量聯行採用市場法為我們的犏牛及育成牛估值，因為接近每個報告日期存在若干年齡階段的育成牛的最近期市場價格，故犏牛及育成牛的公平值透過採用市場法釐定，並作出合理調整以反映年齡及潛在產奶量的差別。

成母牛

仲量聯行採用收入法對我們的成母牛估值，主要是因為並無該階段奶牛的可靠市場價格。一般而言，奶牛的飼養者不會銷售可產奶的奶牛，因為長期而言泌奶較銷售奶牛產生更多利潤。因此，成母牛的公平值乃透過採用收入法(稱為多期超額盈餘法「多期超額盈餘法」)釐定。多期超額盈餘法是貼現現金流量(「貼現現金流量」)法的衍生。使用此方法，仲量聯行估計成母牛應佔直接經濟利益。該經濟利益繼而按反映所有業務風險(包括有關目標資產內部及外部不確定性)的比率資本化。為估計經濟利益，成母牛的銷售收入乃根據其剩餘使用年限預測。根據預測銷售收入，與支持成母牛有關的成本乃予以扣除。收入淨額預測繼而藉若干經濟資本開支作出調整。資本開支包括在產生目標生物資產收入預測時已使用或耗盡的資產回報。該資產的例子包括固定資產、集合勞動力及營運資金。

董事及聯席保薦人已與仲量聯行多次討論其編製估值報告所需方法及程序。董事及聯席保薦人已將所選用的估值方法與業內同行所採用者進行進一步比較。董事、聯席保薦人信納所選擇的估值方法屬適當且合理。

財務資料

主要假設及數據

奶牛

對奶牛進行估值所用主要數據為奶牛的數字及分類。根據成熟階段，我們的奶牛分為犏牛及育成牛以及成母牛。就犏牛及育成牛以及成母牛採取不同的估值方法。

犏牛及育成牛

對犏牛及育成牛進行估值所用主要數據及假設為每頭14個月大育成牛的市價，截至二零一一年、二零一二年及二零一三年十二月三十一日分別為人民幣16,195元、人民幣17,306元及人民幣18,315元。

成母牛

主要假設及參考值包括奶牛產奶所得銷售收入及與成母牛相關的成本。仲量聯行亦假設現有政治、法律、技術、財務或經濟狀況不會出現對我們的業務產生不利影響的重大變動。在計算成母牛的剩餘現金流量時，仲量聯行已扣減貢獻資產的回報，即使用貢獻資產支持成母牛及幫助產生銷售收入的開支。董事確認，而聯席保薦人同意，仲量聯行在估值過程中所採用的主要基準及假設符合業內同行所使用者並屬恰當合理。

計算產奶銷售收入的主要假設及參考值包括以下各項：

- 不同哺乳階段的成母牛數目及有關估計淘汰率與犏牛出生率。
- 不同哺乳階段的產奶率，經就估計損壞率作出調整。
- 不同哺乳階段的成母牛所生產的原料奶及所誕生的母犏牛與公犏牛的價格。

根據上述假設，截至二零一三年十二月三十一日，於估值過程所預測我們自成母牛所得銷售收入總額約為人民幣48億元。

計算飼養成母牛有關的成本的主要假設及數據包括以下各項：

- 飼料；
- 工資、福利及社會保險；及
- 其他。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

根據上述假設，截至二零一三年十二月三十一日，估值過程所預測我們的成母牛相關成本總額約為人民幣33億元。

董事及聯席保薦人已就方法、程序、主要基準及假設與仲量聯行進行討論，並獲悉仲量聯行已根據國際會計準則理事會所頒佈的國際會計準則第41號－農業及參考國際評估準則理事會所頒佈的國際評估準則對生物資產進行評估。上文所述的主要假設乃基於本公司的過往實際表現而作出。仲量聯行已取得我們提供的過往實際經營數據並與我們就此進行討論，以及考慮並檢討了該等數據是否適用於估值及其合理性。仲量聯行確認其估值程序為其意見提供了合理基準，且估值技術所用參考值乃屬恰當合理。董事及聯席保薦人確認，所採納的主要基準及假設符合行業慣例，並與往績記錄期的實際數據一致。

敏感度分析

下表顯示截至二零一三年十二月三十一日成母牛的估計公平值對關鍵參考值出現變動(假設其他所有變量保持不變)的敏感度。

牛奶價格敏感度

假設牛奶價格：	5.00人民幣元／公斤							
牛奶價格變動百分比	10.00%	5.00%	2.00%	1.00%	-1.00%	-2.00%	-5.00%	-10.00%
相應估值結果 (人民幣千元)	1,377,168	1,232,007	1,144,913	1,115,885	1,057,819	1,028,790	941,696	796,545
估值結果變動 (人民幣千元)	291,707	146,546	59,452	30,424	-27,642	-56,671	-143,765	-288,916
估值結果變動百分比	26.87%	13.50%	5.48%	2.80%	-2.55%	-5.22%	-13.24%	-26.62%

牛奶價格上漲時成母牛的估計公平值會增加，而牛奶價格下降時則會減少。

貼現率敏感度

假設貼現率：	14.50%						
貼現率變動百分比	1.50%	1.00%	0.50%	-0.50%	-1.00%	-1.50%	
相應估值結果 (人民幣千元)	1,057,798	1,066,859	1,076,076	1,094,994	1,104,708	1,114,586	
估值結果變動 (人民幣千元)	-27,663	-18,602	-9,385	9,533	19,247	29,125	
估值結果變動百分比	-2.55%	-1.71%	-0.86%	0.88%	1.77%	2.68%	

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

貼現率下降時成母牛的估計公平值會增加，而貼現率上升時則會減少。

產奶量敏感度

假設產奶量：...	20.84公斤／頭／天							
產奶量變動								
百分比	10.00%	5.00%	2.00%	1.00%	-1.00%	-2.00%	-5.00%	-10.00%
相應估值結果 (人民幣 千元)	1,218,592	1,152,021	1,112,079	1,098,775	1,072,146	1,058,832	1,018,890	952,319
估值結果變動 (人民幣 千元)	133,131	66,560	26,618	13,314	-13,315	-26,629	-66,571	-133,142
估值結果變動 百分比	12.26%	6.13%	2.45%	1.23%	-1.23%	-2.45%	-6.13%	-12.27%

產奶量增加時成母牛的估計公平值會增加，而產奶量減少時則會減少。

飼養成本敏感度

假設飼養 成本：	2.49人民幣元／公斤							
飼養成本變動								
百分比	10.00%	5.00%	2.00%	1.00%	-1.00%	-2.00%	-5.00%	-10.00%
相應估值結果 (人民幣 千元)	931,759	1,008,605	1,054,720	1,070,085	1,100,826	1,116,201	1,162,306	1,239,162
估值結果變動 (人民幣 千元)	-153,702	-76,856	-30,741	-15,376	15,365	30,740	76,845	153,701
估值結果變動 百分比	-14.16%	-7.08%	-2.83%	-1.42%	1.42%	2.83%	7.08%	14.16%

飼養成本減少時成母牛的估計公平值會增加，而飼養成本增加時則會減少。

育成牛價格敏感度

假設育成牛 價格：	18,315 人民幣元							
育成牛價格變動								
百分比	10.00%	5.00%	2.00%	1.00%	-1.00%	-2.00%	-5.00%	-10.00%
相應估值結果 (人民幣 千元)	1,132,388	1,108,919	1,094,846	1,090,148	1,080,763	1,076,075	1,061,992	1,038,523
估值結果變動 (人民幣 千元)	46,927	23,458	9,385	4,687	-4,698	-9,386	-23,469	-46,938
估值結果變動 百分比	4.32%	2.16%	0.86%	0.43%	-0.43%	-0.86%	-2.16%	-4.32%

財務資料

育成牛價格上漲時成母牛的估計公平值會增加，而育成牛價格下降時則會減少。

盤點及內部控制

盤點

我們已就盤點制定一套標準協定，以確保我們的生物資產實際存在以及有關數據及資料的準確性。各牧場須每季度進行盤點，確保我們牧場信息管理系統所反映如牛隻數目及年齡組別等相關資料乃準確，並向我們總部的存檔部門提交詳盡報告。奶牛飼養主管、財務部員工、存檔部員工及相關部門主管須書面確認季度全面盤點結果。財務部亦須在牧場經理或奶牛飼養主管辭任或被替換時進行盤點。

內部監控及管理系統

我們已制定一套全面的生物資產管理政策，該政策涵蓋相關會計政策、各個年齡組別的轉移、買賣奶牛、飼養以及記錄存儲及盤點。為方便實施生物資產管理政策，我們利用由第三方開發商開發的牧場信息管理系統連同會計處理系統來保存我們奶牛牧群的完整記錄。

[編纂]

以下本集團[編纂]乃根據上市規則第4.29條編製，僅供說明用途，並載於下文以說明倘[編纂]已於二零一三年十二月三十一日進行並假設在[編纂]及根據[編纂]前購股權計劃已授出或根據購股權計劃可能授出的購股權不獲行使的情況下，[編纂]對截至二零一三年十二月三十一日本公司權益持有人應佔本集團有形資產淨值的影響。

本文件為草擬本，其所載資料並不完整及可作更改。閱讀本文件有關資料時，必須一併細閱本文件首頁「警告」一節。

財務資料

此[編纂]僅為說明而編製，且由於其假設性質所限，未必可反映本集團截至二零一三年十二月三十一日或[編纂]後任何未來日期合併有形資產淨值的真實狀況。該報表乃基於本集團會計師報告(全文載於本[編纂]附錄一)所載本集團截至二零一三年十二月三十一日的合併資產淨值編製，並已作下述調整。

	於二零一三年 十二月三十一日 本公司擁有人 應佔合併有形 資產淨值	[編纂] 估計 [編纂]	[編纂]	每股[編纂]	每股[編纂]
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元	人民幣元	港元
按[編纂]每股 股份[編纂]港元 計算.....	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]
按[編纂]每股 股份[編纂]港元 計算.....	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]	[編纂]

可供分派儲備

本公司於二零一三年十二月十一日方註冊成立。截至二零一三年十二月三十一日及最後實際可行日期，本公司並無任何可供分派儲備。

根據上市規則第13.13條至13.19條作出的披露

除本[編纂]另行披露者外，我們確認，截至最後實際可行日期，我們並不知悉會導致須根據上市規則第13.13條至13.19條規定作出披露的情況。

股息政策

我們於往績記錄期並無宣派任何股息。經考慮我們的經營、盈利、財務狀況、現金需求及可用現金以及於有關時間可能視為相關的其他因素後，董事會日後可酌情宣派股息。派付任何股息亦將受限於我們的組織章程細則、公司法、適用法律及其他相關因素。

財務資料

[編纂]

我們於往績記錄期內產生的[編纂] (不包括[編纂]) 為人民幣2.1百萬元，其中人民幣1.8百萬元已獲確認為行政開支及人民幣0.3百萬元已根據相關會計準則獲資本化為預期將於成功[編纂]後於權益扣除的遞延[編纂]。我們預期將產生其他[編纂] (不包括[編纂]) 約人民幣28.3百萬元，其中人民幣22.8百萬元將確認為行政開支及人民幣5.5百萬元將於權益扣除。我們相信，其餘開支不會對我們二零一四年的經營業績造成重大影響。

董事確認並無重大不利變動

董事確認，彼等已對本公司進行充分盡職審查，以確保截至本[編纂]日期，我們的財務或貿易狀況或前景自二零一三年十二月三十一日 (即本公司的最近合併經審核財務業績的編製日期) 以來概無重大不利變動，且自二零一三年十二月三十一日以來概無發生將會對會計師報告 (全文載於本[編纂]附錄一) 所示的資料造成重大影響的事件。