

---

## 此乃要件 請即處理

---

閣下如對本通函任何方面或應採取的行動有疑問，應諮詢閣下的股票經紀或其他持牌證券交易商、銀行經理、律師、專業會計師或其他專業顧問。

閣下如已出售或轉讓所有中國優然牧業集團有限公司股份，應立即將本通函及隨附的代表委任表格，送交買主或承讓人或經手買賣或轉讓的銀行、股票經紀或持牌證券交易商或其他代理，以便轉交買主或承讓人。

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本通函的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本通函全部或任何部分內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。

本通函僅供參考，並不構成收購、購買或認購中國優然牧業集團有限公司任何證券的邀請或要約。

---



**優然牧業**  
YOURAN DAIRY

## China Youran Dairy Group Limited 中國優然牧業集團有限公司

(於開曼群島註冊成立的有限公司)

(股份代號：9858)

### (1) 須予披露及關連交易

有關收購目標公司約27.16%已發行股本總額；  
及

### (2) 股東特別大會通告

獨立董事委員會及獨立股東的  
獨立財務顧問

**RAINBOW.**

RAINBOW CAPITAL (HK) LIMITED  
溢博資本有限公司

---

封面頁所用詞彙與本通函所界定者俱有相同涵義。

董事會函件載於本通函第5至18頁。獨立董事委員會函件載於本通函第19至20頁。載有獨立財務顧問致獨立董事委員會及獨立股東意見的函件載於本通函第21至44頁。

本公司謹訂於2022年3月23日上午十時正假座中國內蒙古呼和浩特市賽罕區河西路169號舉行股東特別大會，大會通告載於本通函第49至50頁。

無論閣下能否出席股東特別大會，務請按照隨附代表委任表格上印備之指示，盡早填妥代表委任表格並交回本公司的香港股份過戶登記處卓佳證券登記有限公司（地址為香港皇后大道東183號合和中心54樓），惟無論如何最遲須於股東特別大會或續會（視情況而定）指定舉行時間前48小時前交回。填妥及交回代表委任表格後，閣下仍可依願親身出席股東特別大會或有關大會的任何續會及投票，在此情況下，代表委任表格將視作已撤回論。

#### 股東特別大會的預防措施

為保障與會股東、僱員及持份者免受感染新型冠狀病毒（「COVID-19」）的風險，本公司將於股東特別大會上實施若干預防措施。請參閱「股東特別大會的預防措施」一節。

2022年3月4日

---

## 目 錄

---

	頁次
股東特別大會的預防措施.....	ii
釋義 .....	1
董事會函件.....	5
獨立董事委員會函件 .....	19
獨立財務顧問函件 .....	21
附錄 一 一般資料 .....	45
股東特別大會通告 .....	49

---

## 股東特別大會的預防措施

---

鑑於COVID-19疫情持續，本公司將於股東特別大會上採取下列預防措施，以保障親身出席股東特別大會的股東、僱員及持份者的健康及安全：

1. 每位出席者須於股東特別大會會場入口處進行強制性體溫檢測。任何體溫超過攝氏37.3度或出現流感樣症狀的人士可能不獲批准進入股東特別大會會場及／或被要求離開股東特別大會會場；
2. 全體出席者須於股東特別大會會場全程佩戴外科口罩。請注意，股東特別大會會場將不會提供外科口罩，與會者應自備並佩戴口罩；
3. 於整個股東特別大會期間，每位出席者須與股東特別大會會場上的其他出席者保持一定座位距離；及
4. 將不會於股東特別大會上向出席者提供茶點或飲品、公司禮品或禮券。

在適用法律許可範圍內，本公司保留權利拒絕任何人士進入或要求其離開股東特別大會會場，以確保股東特別大會其他出席者的健康與安全。

視乎COVID-19的發展情況，本公司或須於短時間內更改股東特別大會安排。股東應瀏覽本公司網站([www.yourandairy.com](http://www.yourandairy.com))及聯交所網站([www.hkexnews.hk](http://www.hkexnews.hk))，以獲取有關股東特別大會安排的進一步公告及最新安排。

**於股東特別大會前預先委任代表投票：**本公司無論如何均不希望降低股東行使其投票權利之機會，但意識到有迫切需要保障股東免於可能暴露於COVID-19之風險。為股東之健康安全著想，本公司在此鼓勵股東藉委任股東特別大會主席為其代表，代替親身出席股東特別大會，以於股東特別大會上行使其投票權利。行使股東權利毋須股東親身出席。

**非登記股東委任代表：**透過銀行、經紀、託管人或香港中央結算有限公司持有股份之非登記股東，應直接諮詢其銀行或經紀或託管人(視情況而定)以協助其委任代表。

---

## 釋 義

---

於本通函內，除文義另有所指外，下列詞彙具有以下涵義：

「聯繫人」	指	具有上市規則所賦予的涵義
「董事會」	指	董事會
「營業日」	指	香港及中國商業銀行除星期六、星期日、法定假日或法律規定或授權暫停營業的其他日子外的任何日子
「交割」	指	有關買賣轉讓股份的交割
「交割日期」	指	根據股份轉讓協議發生交割的日期
「本公司」	指	中國優然牧業集團有限公司，於2020年8月21日於開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司
「關連人士」	指	具有上市規則所賦予的涵義
「控股方」	指	張建設先生，賣方的唯一股東
「控股股東」	指	具有上市規則所賦予的涵義
「每日利率」	指	擔保隔夜融資利率，或倘擔保隔夜融資利率不適用，則為擔保隔夜融資利率中央銀行利率
「董事」	指	本公司的董事
「EBITDA」	指	扣除利息、稅項、折舊及攤銷前盈利
「股東特別大會」	指	本公司將於2022年3月23日上午十時正假座中國內蒙古呼和浩特市賽罕區河西路169號召開及舉行的股東特別大會，以供獨立股東考慮及酌情批准股份轉讓協議及其項下擬進行交易
「歐元」	指	歐元，歐盟法定貨幣

---

釋 義

---

「歐洲銀行同業拆息」	指	歐洲銀行同業拆息
「企業價值」	指	企業價值
「本集團」	指	本公司及其附屬公司
「香港銀行同業拆息」	指	香港銀行同業拆息
「港元」	指	港元，香港的法定貨幣
「香港」	指	中華人民共和國香港特別行政區
「國際財務報告準則」	指	國際會計準則委員會頒佈的國際財務報告準則。 國際財務報告準則包括國際會計準則及詮釋
「獨立董事委員會」	指	就股份轉讓協議及其項下擬進行交易向獨立股東提供意見而成立的獨立董事委員會(由全體獨立非執行董事即謝曉燕女士，姚峰先生及沈建忠先生組成)
「獨立財務顧問」 或「浚博資本」	指	浚博資本有限公司，為獲准進行證券及期貨條例項下第1類(證券交易)及第6類(就機構融資提供意見)受規管活動的持牌法團，乃獲委任就股份轉讓協議及其項下擬進行交易向獨立董事委員會及獨立股東提供意見的獨立財務顧問
「獨立股東」	指	於股份轉讓協議及其項下擬進行交易中並無重大權益且毋須於股東特別大會上就批准股份轉讓協議及其項下擬進行交易放棄投票的股東
「獨立第三方」	指	並非本公司的關連人士(定義見上市規則)且獨立於本公司及本公司關連人士(定義見上市規則)的獨立第三方

---

釋 義

---

「金港」	指	香港金港商貿控股有限公司，一家於2011年1月17日於香港註冊成立的公司且為伊利的全資附屬公司
「最後實際可行日期」	指	2022年2月28日，即本通函付印前確定當中所載若干資料的最後實際可行日期
「上市規則」	指	聯交所證券上市規則
「截止日期」	指	股份轉讓協議日期後六個曆月（經賣方、控股方及本公司三方同意可延長）
「中國」	指	中華人民共和國，就本通函而言，不包括香港、澳門特別行政區及台灣
「中國公認會計準則」	指	中國公認會計準則
「市賬率」	指	市賬率
「市盈率」	指	市盈率
「市銷率」	指	市銷率
「人民幣」	指	人民幣，中國的法定貨幣
「賣方」	指	YeGu Investment Company Limited，一家於開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司
「股份轉讓協議」	指	本公司、賣方及控股方就股份轉讓訂立的日期為2022年3月2日的股份轉讓協議
「證券及期貨條例」	指	香港法例第571章《證券及期貨條例》
「股份」	指	本公司已發行股本中每股面值0.00001美元的普通股

---

釋 義

---

「股份轉讓」	指	根據股份轉讓協議的條款及條件建議轉讓轉讓股份
「股東」	指	股份持有人
「聯交所」	指	香港聯合交易所有限公司
「目標公司」	指	Wholesome Harvest Limited，一家於開曼群島註冊成立的獲豁免公司，由賣方及金港分別擁有約27.16%及約72.84%
「目標集團」	指	目標公司及中地及彼等持有權益的公司
「轉讓股份」	指	707,878,000股目標公司普通股，佔目標公司法定已發行及發行在外股份的約27.16%
「美元」	指	美元，美國的法定貨幣
「伊利」	指	內蒙古伊利實業集團股份有限公司，於1993年6月根據中國法律成立的公司，其股份在上海證券交易所上市(股份代號：600887)，為本公司的控股股東之一
「優然牧業」	指	內蒙古優然牧業有限責任公司，於2007年8月1日根據中國法律成立的公司及為本公司的附屬公司
「中地」	指	中國中地乳業控股有限公司，一家於開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司及為目標公司的全資附屬公司
「%」	指	百分比



**優然牧業**  
YOURAN DAIRY

**China Youran Dairy Group Limited**  
**中國優然牧業集團有限公司**

(於開曼群島註冊成立的有限公司)  
(股份代號：9858)

*執行董事*

張小東先生 (總裁)  
董計平先生

*非執行董事*

張玉軍先生 (主席)  
徐軍先生  
許湛先生  
邱中偉先生

*獨立非執行董事*

謝曉燕女士  
姚峰先生  
沈建忠先生

*註冊辦事處*

89 Nexus Way  
Camana Bay, Grand Cayman  
KY1-9009, Cayman Islands

*中國主要營業地點*

中國  
內蒙古呼和浩特市  
賽罕區河西路169號

*香港主要營業地點*

香港  
銅鑼灣勿地臣街1號  
時代廣場  
二座31樓

敬啟者：

**(1) 須予披露及關連交易**  
**有關收購目標公司約27.16%已發行股本總額；**  
**及**  
**(2) 股東特別大會通告**

**1. 緒言**

茲提述本公司日期為2022年3月2日的公佈，內容有關(其中包括)本公司、賣方及控股方於2022年3月2日訂立的股份轉讓協議，據此，本公司有條件同意購買，而賣方有條件同意出售轉讓股份，代價為1,206,380,000港元(「代價」)。



本通函旨在為閣下提供(其中包括)(i)股份轉讓的更多資料；(ii)獨立董事委員會就股份轉讓致獨立股東的推薦意見函件；(iii)獨立財務顧問致獨立董事委員會及獨立股東的意見函件；及(iv)股東特別大會通告。

## 2. 股份轉讓協議

股份轉讓協議之主要條款如下：

日期： 2022年3月2日

訂約方： (i) 本公司；  
(ii) 賣方；及  
(iii) 控股方。

董事經作出一切合理查詢後所知、所悉及所信，賣方及控股方(即賣方之最終實益擁有人)為獨立第三方。

### 主體事項

根據股份轉讓協議，本公司有條件同意按代價購買，而賣方有條件同意按代價出售轉讓股份，且轉讓股份不帶任何及一切產權負擔。

### 代價

代價乃由本公司、賣方及控股方經公平協商後釐定，乃經考慮(a)採用市場法釐定的目標公司的資產及業務價值；(b)目標公司的業務發展及未來前景；及(c)本通函「股份轉讓的理由及裨益」一節所載因素。

就上述(a)項而言，本公司並無委聘任何估值師對目標公司或中地進行獨立估值。目標公司的資產及業務的估值由本公司根據現時可得資料以及本公司對中地及乳品產業及有關市場參與者的了解進行內部評估。由於本公司與中地從事類似行業，對中地業務及中國奶牛養殖行業有深入了解，因此具備評估目標公司資產及業務的知識及專長。具體而言，本公司已考慮中地及在香港或中國上市、在中國從事乳製品業務且市

---

## 董事會函件

---

值與本公司相當的可資比較發行人的企業價值倍數。市賬率、市盈率、市銷率及企業價值倍數是評估公司估值時最常用的四個基準。本公司認為，與其他估值倍數相比，使用企業價值倍數對目標集團進行估值最為合適，原因如下：

- (a) 鑒於目標集團有盈利及產生正經營現金流量，因市賬率及市銷率無法反映目標集團的盈利潛力，故不適用；
- (b) 目標集團及從事乳製品行業的可資比較公司（定義見下文）具有不同的資本結構及不同的槓桿比率（因此融資成本不同），而其他因素，如生物資產公平值減銷售成本變動及金融工具的公平值變動將影響市盈率的可比性。基於可資比較公司（定義見下文）最近公佈的財務業績，彼等的淨槓桿比率介乎於現金淨額水平至約116.1%之間；及
- (c) 企業價值倍數相較其他估值倍數有以下優勢：
  - (1) 經計(i)目標集團經營利潤展現出的盈利潛力；及(ii)包含在企業價值中的目標集團的權益及債務價值，企業價值倍數具備市盈率及市賬率的優勢；及
  - (2) 資本架構、折舊及攤銷的會計政策以及其他非現金項目（如生物資產公平值減銷售成本變動及金融工具的公平值變動）的差異不會影響目標集團及可資比較公司（定義見下文）之間的企業價值倍數的可比性，因為倍數中使用的EBITDA排除了融資成本、折舊及攤銷以及其他非經營性項目的影響，專注於相關公司核心業務的經營表現。

根據本公司對中地業務的了解，本公司注意到中地的EBITDA從截至2020年12月31日止年度的約人民幣498.6百萬元增加約10.9%至截至2021年12月31日止年度的約人民幣553.0百萬元。本公司認為，EBITDA有利於本公司評估及了解中地的經營業績，以及藉由消除會計政策差異的潛在影響，對各會計期間及可資比較公司的經營業績進行比較，進一步說明載於本通函第11頁(a)段中。

## 董事會函件

本公司已根據於彭博社及聯交所網站的搜索，識別出了一份詳盡的公司名單（「可資比較公司」），該等公司(a)主要於中國從事乳製品業務；(b)其股份在香港或中國上市；及(c)市值在270億港元以內，較本公司於2022年1月21日約180.3億港元的市值高出50%。本公司認為的可資比較公司及本公司的內部評估與本公司獨立財務顧問在編製其致獨立董事委員會及獨立股東的意見函件時採用市場法對目標公司進行的估值一致。詳情請參閱本通函中獨立財務顧問意見函件。

上述選定標準的設定旨在參考本公司的市值以識別與目標集團從事同行業的可資比較公司的合理及足夠的樣本量進行分析。如下表所示，可資比較公司的市值在270億港元以內，等於本公司於2022年1月21日的市值的150%。倘通過挑選該等市值高於或低於本公司於2022年1月21日的市值50%（即90億港元至270億港元）的公司以限縮選定標準，僅識別出5家可資比較公司，企業價值倍數介於約6.05倍至約23.75倍之間，平均值及中位數分別約為14.54倍及12.75倍。儘管上述結果不會影響對代價是否公平及合理的分析及作出的結論，但本公司認為5個樣本數不足，可能不公平或不具代表性。

下表載列可資比較公司的詳情：

公司名稱(股份代號)	主要業務	企業價值 (附註1) (人民幣 百萬元)	EBITDA (附註1) (人民幣 百萬元)	企業 價值倍數 (倍)	市值 (附註1) (十億港元)	淨槓桿比率 (附註2)
光明乳業股份有限公司(600597.SH)	牛奶及其他乳製品的加工及銷售	22,533	1,767	12.75	23.33	10.5%
澳優乳業股份有限公司(1717.HK)	兒童配方奶粉產品的生產、營銷及分銷	13,376	1,613	8.29	16.81	現金淨額
新希望乳業股份有限公司(002946.SZ)	乳製品的製造	16,879	773	21.84	16.23	116.1%
北京三元食品股份有限公司(600429.SH)	乳製品的生產及銷售	11,807	497	23.75	11.66	4.1%

## 董事會函件

公司名稱(股份代號)	主要業務	企業價值 (附註1) (人民幣 百萬元)	EBITDA (附註1) (人民幣 百萬元)	企業 價值倍數 (倍)	市值 (附註1) (十億港元)	淨槓桿比率 (附註2)
中國現代牧業控股有限 公司(1117.HK)	原料奶及加工液態奶的 生產及銷售	12,277	2,028	6.05	11.24	28.2%
健合(H&H)國際控股有限 公司(1112.HK)	優質兒科營養品的 製造及銷售	10,989	1,885	5.83	8.44	62.5%
新疆天潤乳業股份有限 公司(600419.SH)	乳製品生產及批發	3,972	269	14.78	4.99	現金淨額
廣東燕塘乳業股份有限 公司(002732.SZ)	乳製品及乳飲料的 製造及銷售	3,868	281	13.75	4.90	現金淨額
中國聖牧有機奶業有限 公司(1432.HK)	原料奶及乳製品的 生產及分銷	4,799	767	6.25	4.36	22.2%
蘭州莊園牧場股份有限 公司(1533.HK)	乳製品及乳飲料的 生產、加工及營銷， 以及奶牛養殖業務	2,907	142	20.53	3.10	1.1%
新疆西部牧業股份有限 公司(300106.SH)	一家原料奶供應商， 其經營鏈涵蓋養殖、 飼料生產及加工、 牛隻養殖、屠宰、鮮奶 收集及銷售及分銷	2,307	120	19.27	2.79	現金淨額
雅士利國際控股有限 公司(1230.HK)	乳製品及營養產品的 製造及銷售	901	182	4.96	2.56	現金淨額
原生態牧業有限公司 (1431.HK)	原料奶生產及銷售	89	911	0.1	1.31	現金淨額
				最大值	23.75	
				最小值	0.10	
				平均值	12.17	
				中位數	12.75	

資料來源：彭博社及聯交所網站

附註：

- 於2022年1月21日摘錄自彭博社。
- 即債務淨額(按銀行及其他借款加可換股票據減銀行結餘及現金，再減去流動資產項下的已抵押及受限制銀行存款)除以權益總額再乘以100%(根據可資比較公司最近公佈的業績)。

---

## 董事會函件

---

如上所示，於2022年1月21日，可資比較公司的企業價值倍數介於約0.10倍至約23.75倍之間，平均值及中位數分別為約12.17倍及12.75倍。於達致目標集團的市值時，本公司已採用約12.17倍的企業價值倍數，即可資比較公司的企業價值倍數的平均值。

本公司認為採用約12.17倍的企業價值倍數是適當的，此乃鑒於(a)經計及根據上述標準選定的詳盡的乳製品公司名單，本公司認為該標準公平合理，使本公司能識別足夠的樣本量以進行有意義的比較；及(b)所採納的企業價值倍數低於可資比較公司的中位數(約12.75倍)，該中位數通常用於處理任何異常值問題。

本公司考慮下列因素後進一步認為，採用可資比較公司的平均企業價值倍數釐定代價屬公平合理：

- (a) 如上文解釋，企業價值倍數為評估目標集團的合適估值倍數；
- (b) 於香港與中國兩地上市的可資比較公司被視為促成中地於過去顯著成長之原因。截至2020年6月30日止六個月及截至2020年12月31日止年度，中地的收入分別較前一期間或年度增長約23.7%及28.5%。於香港上市的可資比較公司截至2020年12月31日止年度的收入較前一年度變動介於下降約9.1%至增長約18.6%，平均值及中位數分別約為增長6.4%及7.0%。於中國上市的可資比較公司截至2020年12月31日止年度的收入較前一年度變動介於下降約9.8%至增長約26.4%，平均值及中位數分別約為增長11.2%及11.5%。我們注意到(a)於中國上市的可資比較公司收入增長普遍高於於香港上市的可資比較公司；及(b)中地於截至2020年12月31日止年度的收入較前一年度增長約28.5%，高於在中國上市的可資比較公司。董事認為於香港上市的可資比較公司隱含估值可能無法完全反映中地的成長潛力；
- (c) 可資比較公司(包括於香港及中國上市的公司)均從事同一行業的業務(即於中國從事乳製品業務)，與目標集團於中國的主要營運業務相同；

- (d) 可資比較公司的企業價值倍數平均值低於可資比較公司的中位數，該中位數通常用於處理任何異常值問題；
- (e) 可資比較公司的樣本數（即13個樣本數）被認為較僅考慮於香港上市的公司  
的樣本數（7個樣本數）更為充足、公平且具代表性；及
- (f) 代價乃由本公司、賣方及控股方公平協商後釐定。賣方及控股方為獨立第  
三方且與本集團概無任何關係。

董事會確認，每股中地股份約1.7港元的代價相當於(i)中地私有化建議中的發售  
價1.132港元及；(ii)於2020年12月31日，中地的每股資產淨值約1.22港元的溢價。然  
而，其認為代價屬公平合理，原因如下：

- (a) 中地的財務表現持續改善：除了EBITDA之外，本公司注意到中地的財務  
表現持續改善。尤其是，本公司注意到，根據中地日期為2021年1月18日  
有關其私有化的綜合文件（「綜合文件」），於截至2020年6月30日止十二個  
月，中地股東按最後12個月基準的應佔淨溢利約為人民幣159.2百萬元。另  
一方面，自2020年9月公佈私有化要約以來，中地的財務表現有所改善，  
且其截至2020年12月31日止年度的收入、中地股東應佔溢利及淨溢利分  
別增加至約人民幣1,927.2百萬元、人民幣236.6百萬元及人民幣232.7百萬  
元，較前年度分別上升約28.5%、126.7%及127.3%。

誠如下文「有關訂約方的資料－有關目標公司及其附屬公司的資料」一節  
所披露，基於根據中國公認會計準則編製的中地未經審核管理賬目，中地  
截至2021年12月31日止年度的淨溢利約為人民幣133.7百萬元。然而，由  
於會計準則差異，無法直接比較中地截至2021年12月31日止年度的淨溢  
利（根據中國公認會計準則編製）與其截至2020年12月31日止年度的淨溢  
利（根據國際財務報告準則編製）。中地並無編製中國公認會計準則及國際  
財務報告準則之間財務資料的對賬，亦無量化此等差異，然而中國公認會  
計準則及國際財務報告準則之間的主要差異在於財務報表中對生物資產的

會計處理方式。根據國際財務報告準則，生物資產以公平市值計，而截至2020及2021年12月31日止兩個財政年度，生物資產公平市值的差額將僅於截至2021年12月31日止年度的財務報表中確認。根據中國公認會計準則，生物資產以成本計，而成母牛的減值將每年計算並於當年的財務報表中確認。由於無法取得中地根據國際財務報告準則編製截至2021年12月31日止年度的淨溢利，本公司並不認為中地根據中國公認會計準則編製截至2021年12月31日止年度的淨溢利是評估代價是否公平合理的關鍵因素，而是如上文所述，主要考慮中地截至2021年12月31日止年度的EBITDA，此乃由於EBITDA受會計準則差異的影響較小；

- (b) 奶牛（一項關鍵業務資產）數量增加：儘管本公司並不認為中地的資產淨值是評估代價是否公平合理的關鍵因素，並注意到獨立財務顧問並未採用該方法對目標公司進行估值，但本公司注意到，中地的奶牛數量從2019年12月31日的約65,000頭增加至2020年12月31日的約69,000頭，及於最後實際可行日期增加至約75,000頭；及
- (c) 與中地私有化中的市盈率相似：本公司進一步注意到，誠如綜合文件所披露，中地私有化建議的發售價1.132港元相當於約16.7倍的隱含市盈率倍數（「隱含市盈率倍數」）。為作說明用途，中地就股份轉讓的隱含市盈率倍數約為15.7倍（基於中地的隱含市值約人民幣3,725.9百萬元及中地截至2020年12月31日止年度的股東應佔溢利約人民幣236.6百萬元），與中地私有化建議中的隱含市盈率倍數無顯著差異。

#### 支付代價

本公司應按下列分期方式以現金向賣方支付代價：

- (a) 430,000,000港元應於交割時支付；及
- (b) 776,380,000港元應於交割後六個月內或於各方均同意之日支付。

本公司擬將本公司自香港商業銀行已取得／將取得的內部資源及貸款撥付至股份轉讓。於最後實際可行日期，本公司正與一家銀行（「該銀行」）就最高50,000,000美元的無承諾貸款融資進行商討，最長期限為一年。上述貸款融資的利率預計將為該銀行的香港銀行同業拆息／歐洲銀行同業拆息／融資成本／每日利率（如適用），另加

按訂約方協定的利率計算的保證金，該貸款融資的擔保人預計將為優然牧業。於最後實際可行日期，本公司亦與另一家銀行就最高90,000,000美元及最長期限為364天的貸款融資進行商討。上述貸款融資的利率仍於釐定過程中，該貸款融資的擔保人亦預計將為優然牧業。剩餘代價將由本公司的內部資源撥付。

#### 交割條件

除本公司另行書面豁免，否則交割義務須待以下各項條件於交割時或之前獲達成後方可作實：

- (a) 賣方及控股方於股份轉讓協議作出的聲明及保證於股份轉讓協議日期及於交割日期仍屬真實及正確；
- (b) 賣方及控股方各自應已履行並遵守股份轉讓協議包含的所有須於交割時或之前履行或遵守的協議、義務及條件；
- (c) 賣方及控股方應已交付股份轉讓協議應交付物品；
- (d) 其有權投票，且根據任何適用法律、規則及法規毋須就批准股份轉讓協議及其項下擬進行交易放棄投票的股東於本公司股東特別大會上以投票方式通過相關決議案；
- (e) 訂約方應已取得任何及全部所需的政府授權、批文、同意書或許可證，包括（在各情況下，如適用）向中國商務部、中國國家發展和改革委員會的批文及中國國家外匯管理局或彼等管理海外投資的當地機構備案；及
- (f) 本公司應已獲發一份獲目標公司註冊辦事處核證為真實及正確的目標公司更新股東名冊副本，其中反映賣方向本公司轉讓的轉讓股份。

本公司及／或賣方不可豁免上述條件。截至最後實際可行日期，概無任何先決條件獲達成。



## 交割

交割須於可行的情況下盡快進行，惟無論如何須於各項交割條件（按性質而言須於交割時達成並須於該等條件獲達成或獲豁免後方可作實的條件則除外）獲達成或獲豁免後七個營業日內或訂約方均同意的其他時間進行。根據本公司目前可獲得的資料，本公司預期交割可能於2022年3月進行。

於交割後，目標公司將成為本公司的聯營公司，目標集團的財務業績將採用權益法於本公司的綜合財務報表入賬。

## 終止

股份轉讓協議可在以下情況下終止：(i)賣方、控股方及本公司互相書面同意終止；(ii)倘交割未於截止日期或之前發生，則股份轉讓協議可由控股方或本公司終止；或(iii)倘違約方發生任何重大違約或違反股份轉讓協議所載的任何聲明或保證、契諾或協議，且在發出書面通知後十個營業日內未能糾正或不可糾正，則股份轉讓協議可由守約方終止。

### 3. 有關訂約方的資料

#### 有關本公司及本集團的資料

本公司為一家於2021年6月18日在開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司，其股份於聯交所主板上市（股份代號：9858）。本集團主要於中國從事生產及出售原料奶以及飼料、奶牛超市養殖耗用品及育種產品的貿易、生產及出售。

#### 有關賣方及控股方的資料

賣方為一家於開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司及為一家投資控股公司。其由控股方全資及實益擁有。截至最後實際可行日期，賣方持有目標公司法定已發行及發行在外股份約27.16%。

控股方為一名商人兼中國公民。控股方為獨立第三方，與本公司及本集團並無任何關係。

### 有關目標公司及其附屬公司的資料

目標公司為一家於2020年8月28日在開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司。目標公司為一家由金港為了中地私有化而設立的特殊目的公司，且除持有中地股份外並無其他業務。目標公司透過強制性全面要約將中地私有化，並以每股1.132港元的價格收購中地所有股份（原先已由目標公司持有者除外）。

中地為一家於開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司，主要在中國從事奶牛養殖及原料奶及其他乳製品的生產及銷售。截至最後實際可行日期，其為目標公司全資附屬公司。中地股份於聯交所上市，直至2021年6月28日，其後目標公司通過強制性全面要約將中地私有化。

### 中地的財務資料

下文載列基於(i)根據中國公認會計準則編製的中地未經審核管理賬目及(ii)根據國際財務報告準則編製的中地經審核財務報表的中地截至2020年及2021年12月31日止兩個財政年度的財務資料：

	截至12月31日止年度	
	2021年	2020年
	人民幣千元	人民幣千元
	(未經審核， 根據中國公認 會計準則編製)	(經審核， 根據國際財務 報告準則編製)
收入	2,433,746	1,927,230
除稅前溢利	133,798	232,702
除稅後溢利	133,686	232,702

附註：由於中地於2021年6月進行私有化及從聯交所除牌後，其已不再根據國際財務報告準則編製財務報表，因此中地截至2021年12月31日止年度的財務資料乃基於其根據中國公認會計準則（而非國際財務報告準則）編製的未經審核管理賬目。

基於根據中國公認會計準則編製的未經審核管理賬目，中地於2021年12月31日的資產淨值約為人民幣2,672.1百萬元。

#### 4. 股份轉讓的理由及裨益

本公司是中國上游乳製品市場的領導者，業務涵蓋從養殖、飼養到原奶生產的全方位業務。本集團未來計劃及策略之一是繼續擴大業務規模，從而鞏固其市場領導地位。

中地目前在中國共經營九個奶牛牧場，在中國擁有約75,000頭奶牛。股份轉讓將使本集團能夠投資更多的奶牛牧場，並於未來探索潛在的合作機會，進而有利於本集團的長期發展。

經考慮上述因素，董事認為股份轉讓為本集團投資優質奶牛牧場提供良機，與本集團的戰略發展一致，而股份轉讓的條款屬公平合理且符合本公司及股東的整體利益。

鑒於賣方及控股方有意按公平及合理的條款出售目標公司，本公司認為，藉此可貴機會繼續戰略性地擴張其業務規模在商業上屬合理之舉。本公司目前無意於短期內進一步收購目標公司的權益。待訂約方之間討論及協商後，本公司現預計其可能考慮於未來一至二年內進一步收購目標公司的權益，以合併目標公司。於最後實際可行日期，尚未就進一步收購目標公司權益的條款或時間達成具體計劃。倘落實進一步收購目標公司的權益，本公司可能須根據上市規則第14A.81條將該收購連同股份轉讓合併（如適用）。就此而言，本公司將於必要時遵守上市規則。

本公司目前亦無意收購新業務或縮減或出售其原有業務。

#### 5. 上市規則涵義

由於有關股份轉讓的一項或多項適用百分比率（定義見上市規則）超過5%但均低於25%，故根據上市規則第十四章，股份轉讓構成本公司的須予披露交易，並須遵守其項下申報及公告的規定。

截至最後實際可行日期，伊利通過金港(i)持有目標公司法定已發行及發行在外股份約72.84%；及(ii)為本公司控股股東。因此，根據上市規則第14A.28條，股份轉讓構成本公司一項關連交易。

相應地，股份轉讓須遵守上市規則第十四A章項下的申報、公告、通函及獨立股東批准規定。

由於張玉軍先生及徐軍先生獲伊利提名加入董事會，彼等已就有關股份轉讓的相關董事會決議案放棄投票。除上述者外，概無其他董事須就批准股份轉讓的董事會決議案放棄投票。

截至最後實際可行日期，伊利透過其全資附屬公司中國優然牧業控股有限公司及金港被視為持有合共1,320,800,000股股份，佔本公司已發行股本總數約34.80%。因此，伊利被視為於股份轉讓持有重大權益，並須就擬於股東特別大會上通過的批准股份轉讓協議及其項下擬進行交易的決議案放棄投票。

就董事經作出一切合理查詢後所深知、全悉及確信，除上述披露者外，概無其他股東須於股東特別大會上放棄投票。

由全體獨立非執行董事（即謝曉燕女士、姚峰先生及沈建忠先生）組成的獨立董事委員會已成立，以就（其中包括）股份轉讓是否於本公司一般及日常業務過程中公平合理且按一般商業條款訂立，並符合本公司及股東的整體利益作出考慮及向獨立股東提供意見。泓博資本有限公司已獲委任為獨立財務顧問以就股份轉讓協議的條款及其項下擬進行交易向獨立董事委員會及獨立股東提供意見。

## 6. 股東特別大會

本公司謹訂於2022年3月23日上午十時正假座中國內蒙古呼和浩特市賽罕區河西路169號舉行股東特別大會，大會通告載於本通函第49至50頁。

本公司股份過戶登記手續將於2022年3月18日（星期五）至2022年3月23日（星期三）暫停，期間概不辦理股份過戶登記手續。為確保股東有權出席於2022年3月23日（星期三）召開的股東特別大會並於大會上投票，所有過戶文件連同相關股票須不遲於2022年3月17日（星期四）下午四時三十分（香港時間）送達本公司股份過戶登記處卓佳證券登記有限公司辦理登記手續，地址為香港皇后大道東183號合和中心54樓。

本通函隨附股東特別大會適用的代表委任表格。無論閣下能否出席股東特別大會，務請閣下按隨附代表委任表格上列印的指示填妥表格，並盡快且無論如何不遲

---

## 董事會函件

---

於股東特別大會(即2022年3月21日,星期一,上午十時正(香港時間)前)或其任何續會(視乎情況而定)指定舉行時間48小時前交回本公司香港股份過戶登記處卓佳證券登記有限公司,地址為香港皇后大道東183號合和中心54樓。填妥並交回表格後,閣下仍可(如閣下所願)親身出席股東特別大會或其任何續會並於大會上投票,在此情況下,其代表委任表格將被視作已撤回論。

鑑於COVID-19疫情,本公司鼓勵股東委任股東特別大會主席作為彼等代表,以行使彼等於股東特別大會上投票的權利,而非親身出席股東特別大會。股東無須親身出席以行使投票權。

### 7. 推薦意見

閣下敬請留意(i)載於本通函第19至20頁的獨立董事委員會就股份轉讓協議及其項下擬進行交易致獨立股東的推薦意見函件;及(ii)載於本通函第21至44頁獨立財務顧問就股份轉讓協議及其項下擬進行交易致獨立董事委員會及獨立股東的意見函件。

董事(包括獨立董事委員會經考慮獨立財務顧問意見後)認為,儘管股份轉讓協議及其項下擬進行交易並非於本公司一般及日常業務過程中進行,其乃按正常商業條款進行,而股份轉讓協議的條款及其項下擬進行交易屬公平合理且符合本公司及股東的整體利益。因此,董事(包括獨立董事委員會經考慮獨立財務顧問意見後)建議獨立股東於股東特別大會投票贊成批准股份轉讓的決議案。

### 8. 其他資料

務請閣下垂注本通函各附錄所載其他資料。

此致

列位股東 台照

承董事會命  
中國優然牧業集團有限公司  
執行董事兼總裁  
張小東

2022年3月4日

以下乃獨立董事委員會函件全文，當中載有獨立董事委員會致獨立股東有關股份轉讓協議及其項下擬進行之交易之推薦建議。



**優然牧業**  
YOURAN DAIRY

**China Youran Dairy Group Limited**  
**中國優然牧業集團有限公司**

(於開曼群島註冊成立的有限公司)

(股份代號：9858)

敬啟者：

**有關收購目標公司已發行股本總額約27.16%之  
須予披露及關連交易**

吾等謹此提述日期為2022年3月4日致本公司股東之通函（「**通函**」），而本函件為其中一部分。除另有指明外，通函所界定之詞彙於本函件內具有相同涵義。

吾等已獲委任組成獨立董事委員會，以就股份轉讓協議及其項下擬進行之關連交易向獨立股東提供意見，有關詳情載於通函內之「**董事會函件**」。獨立財務顧問已獲委任，以就此向獨立股東及吾等提供意見。

獨立財務顧問之意見及獨立財務顧問於提出有關意見時已考慮之主要因素及理由之詳情，載於通函內之「**獨立財務顧問函件**」。務請閣下同時垂注通函內之「**董事會函件**」及各相關附錄所載之附加資料。

---

## 獨立董事委員會函件

---

經考慮股份轉讓協議之條款及其項下擬進行之交易及獨立財務顧問意見，儘管股份轉讓協議及其項下擬進行之交易並非於本公司的日常及一般業務過程中進行，但吾等認為，其乃按一般商業條款進行，且股份轉讓協議之條款及其項下擬進行之交易屬公平合理，並符合本公司及股東之整體利益。因此，吾等推薦閣下投票贊成將於股東特別大會上提呈之決議案，以批准股份轉讓。

此致

列位獨立股東 台照

代表

**獨立董事委員會**

**獨立非執行董事**

謝曉燕女士

姚峰先生

沈建忠先生

2022年3月4日

---

## 獨立財務顧問函件

---

以下為獨立財務顧問宏博資本有限公司致獨立董事委員會及獨立股東有關股份轉讓協議及其項下擬進行的交易之意見函件全文，該函件乃供載入本通函而編製。

宏博資本有限公司

敬啟者：

### 須予披露及關連交易 有關收購標的公司約27.16%的已發行總股本

#### 緒言

吾等提述獲委聘為獨立財務顧問，以就該等股份轉讓協議及其項下擬進行交易向獨立董事委員會及獨立股東提供意見，有關詳情載於 貴公司所發行日期為2022年3月4日致股東的通函（「通函」）董事會函件（「董事會函件」），本函件構成通函的一部分。除文義另有所指外，本函件所用詞彙與通函所界定者具有相同涵義。

於2022年3月2日， 貴公司、賣方及控股方訂立股份轉讓協議，據此， 貴公司有條件同意購買而賣方有條件同意出售轉讓股份，代價為1,206,380,000港元（「代價」）。目標集團主要於中國從事奶牛養殖以及原料奶及其他乳製品的生產及銷售。

由於有關股份轉讓的一項或多項適用百分比率（定義見上市規則）超過5%但均低於25%，故根據上市規則第十四章股份轉讓構成 貴公司的須予披露交易，並須遵守其項下的申報及公佈規定。截至最後實際可行日期，伊利股份通過金港(i)持有目標公司獲授權已發行及發行在外股份約72.84%；及(i)為 貴公司控股股東。因此，根據上市規則第14A.28條，股份轉讓亦構成 貴公司一項關連交易。相應地，股份轉讓須遵守上市規則第十四A章項下的申報、公佈、通函及獨立股東批准規定。



截至最後實際可行日期，伊利股份透過其全資附屬公司中國優然牧業控股有限公司及金港被視為持有合共1,320,800,000股股份，佔 貴公司已發行股本總數約34.80%。因此，伊利股份被視為於股份轉讓持有重大權益，須就擬於股東特別大會上通過的批准股份轉讓協議及其項下擬進行交易的決議案放棄投票。就董事經作出一切合理查詢後所深知、全悉及確信，除上述披露者外，概無其他股東須於股東特別大會上放棄投票。

由全體獨立非執行董事（即謝曉燕女士、姚峰先生及沈建忠先生）組成的獨立董事委員會已成立，以向獨立股東就以下事宜提供意見：(i) 股份轉讓是否於 貴集團日常及一般業務過程中進行；及(ii) 股份轉讓條款是否按一般商業條款訂立，屬公平合理，並符合 貴公司及其股東的整體利益及投票。滋博資本有限公司已獲委任為獨立財務顧問，以就此向獨立董事委員會及獨立股東提供建議。

於最後實際可行日期，吾等與 貴集團、賣方及控股方並無任何可合理地被視為與吾等獨立性有關的關係或權益。於過去兩年， 貴集團、賣方或控股方與吾等之間並無任何委聘或聯繫。除就此項委任應付予吾等的一般專業費用外，概無任何安排令吾等自 貴集團、賣方或控股方處收取任何費用或利益。因此，吾等合資格就股份轉讓協議及其項下擬進行的交易提供獨立意見。

### 吾等意見的基準

於達致吾等意見及推薦建議時，吾等已倚賴(i) 通函所載或提述的資料及事實；(ii) 貴集團提供的資料；(iii) 貴集團董事及管理層所發表的意見及聲明；及(iv) 吾等對相關公開資料的審閱。吾等已假設於通函所載或提述的所有資料及聲明及意見在各方面均屬真實、準確及完整，並可予倚賴。吾等亦假設通函所載的所有陳述及作出或提述的聲明於作出及於最後實際可行日期均屬真實，以及董事及董事的所有該等信念、意見及意向陳述均屬真實， 貴集團管理層及通函所載或提述者乃經審慎周詳查詢後合理作出。吾等並無理由懷疑董事及 貴公司管理層向吾等提供的資料及聲明的真實性、準確性及完整性。吾等亦已尋求並獲得董事確認，通函所提供及提述的資料並無隱瞞或遺漏任何重大事實，且董事及 貴集團管理層向吾等提供的資料或聲明於作出時及直至通函日期止在各方面均屬真實、準確、完整及無誤導成份。

於達致吾等的意見及建議時，吾等已審閱（其中包括）(i) 貴集團截至2020年12月31日止兩個年度及截至2021年6月30日止六個月的綜合財務資料誠如日期為2021年6月7日的 貴公司招股章程（「招股章程」）及 貴公司截至2021年6月30日止六個月的中期報告（「2021年中期報告」）所披露；(ii)目標集團截至2021年12月31日止兩個年度的綜合財務資料；(iii)載於招股章程的弗若斯特沙利文（「弗若斯特沙利文」）編製的有關中國乳製品行業的行業報告；(iv)股份轉讓協議；及(v)通函。

吾等認為吾等已審閱現時可得之充足資料，並已確證及證實本函件所提述之任何公開資料以達致知情見解，並可倚賴通函所載資料的準確性從而為吾等的推薦建議提供合理基準。然而，吾等並無對董事及 貴集團管理層所提供的資料、作出的陳述或表達的意見進行任何獨立核證，亦無就 貴集團、賣方或彼等各自的主要股東、附屬公司或聯繫人的業務、事務、營運、財務狀況或未來前景進行任何形式的深入調查。

### 所考慮的主要因素及理由

在考慮股份轉讓協議的條款是否公平合理時，吾等已考慮以下主要因素及理由：

#### 1. 貴集團的背景資料

憑藉近40年的乳製品行業經驗及深入的研發， 貴集團的業務已發展至涵蓋整個上游乳製品價值鏈，包括(i)向大型乳製品製造商提供原料奶；(ii)為牧場提供營養豐富的飼料及飼草以及輔助反芻動物養殖技術支持服務；(iii)向牧場提供包括奶牛和肉牛的優質凍精在內的育種產品；及(iv)通過自有的線上零售平台及線下自提店提供自選定供應商採購的奶牛超市養殖耗用品。

## 獨立財務顧問函件

下表載列摘錄自招股章程及2021年中期報告的 貴集團截至2019年12月31日止年度(「**2019財年**」)、截至2020年12月31日止年度(「**2020財年**」)、截至2020年6月30日止六個月(「**2020年上半年**」)及截至2021年6月30日止六個月(「**2021年上半年**」)的綜合財務資料概要：

### (i) 財務表現

	2019財年 人民幣千元 (經審核)	2020財年 人民幣千元 (經審核)	2020年上半年 人民幣千元 (未經審核)	2021年上半年 人民幣千元 (未經審核)
收入	7,667,818	11,781,195	5,344,427	7,291,767
原料奶收入	3,063,615	6,994,592	3,192,968	4,351,943
飼料收入	4,376,520	4,395,724	1,977,149	2,711,981
奶牛超市養殖耗用品收入	227,683	339,992	146,377	199,844
育種產品收入	-	50,887	27,933	27,999
<b>毛利</b>	<b>1,886,260</b>	<b>3,603,192</b>	<b>1,607,315</b>	<b>2,138,881</b>
<b>毛利率</b>	<b>24.6%</b>	<b>30.6%</b>	<b>30.1%</b>	<b>29.3%</b>
生物資產公平值減銷售 成本變動產生的 (虧損)/收益	(133,255)	(413,784)	(217,637)	97,625
其他收入	55,396	76,979	37,835	54,848
銷售及分銷開支	(340,687)	(453,116)	(206,302)	(265,765)
行政開支	(445,453)	(744,516)	(270,333)	(346,357)
其他開支	(26,528)	(20,030)	(6,224)	(2,351)
上市開支	-	(34,365)	(10,328)	(17,848)
融資成本	(104,071)	(309,825)	(152,554)	(297,661)
<b>除稅前溢利</b>	<b>850,855</b>	<b>1,594,435</b>	<b>770,547</b>	<b>1,216,671</b>
<b>股東應佔溢利</b>	<b>801,882</b>	<b>1,340,735</b>	<b>731,249</b>	<b>935,275</b>
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>870,809</b>	<b>1,707,871</b>	<b>1,237,633</b>	<b>1,594,270</b>

2020財年與2019財年的比較

貴集團的收入由2019財年的約人民幣7,667.8百萬元增加約53.6%至2020財年的約人民幣11,781.2百萬元，主要由於原料奶業務產生的收入大幅增加。

原料奶業務收入增加主要是由於(a)因(1)於2020年1月完成的對內蒙古賽科星繁育生物技術(集團)股份有限公司(「賽科星」)58.36%股份的收購；(2)新牧場於2020財年投產；及(3)成母牛數目及成母牛單產增加令優質原料奶銷量大幅增加；(b)優質原料奶的平均單價上漲；及(c)特色生鮮乳銷量增加，其平均售價於2020財年內維持穩定。

得益於上述收入增長以及賽科星的綜合財務表現及整體毛利率改善，貴集團的毛利由2019財年的約人民幣1,886.3百萬元增加約91.0%至2020財年的約人民幣3,603.2百萬元。毛利率由2019財年的約24.6%增加至2020財年的約30.6%，主要由於毛利率相對較高的原料奶業務產生的收入增加。

貴集團生物資產公平值減銷售成本變動產生的虧損由2019財年的約人民幣133.3百萬元增加約210.5%至2020財年的約人民幣413.8百萬元。虧損增加主要是由於(a)將賽科星因公平值減銷售成本變動產生的虧損予以綜合入賬；及(b)為優化奶牛畜群結構，處置部分泌乳水平低於預期的奶牛而導致虧損。生物資產公平值減銷售成本變動產生的虧損增加部分被生物資產公平值的未變現收益所抵銷，乃由於貴集團(a)優質原料奶的平均售價於2020年上漲，這與整個原料奶供應行業相符；(b)透過收購賽科星增加了生物資產的規模；及(c)畜群結構及質量得到改善。

貴集團於2020財年錄得除稅前溢利約人民幣1,594.4百萬元，而2019財年則為約人民幣850.9百萬元。股東應佔溢利由2019財年的約人民幣801.9百萬元增加約67.2%至2020財年的約人民幣1,340.7百萬元，主要是由於合併賽科星的財務業績，產生規模經濟效應導致溢利較收入增長更快。貴集團於2019財年及2020財年分別產生經營活動所得現金淨額約人民幣870.8百萬元及人民幣1,707.9百萬元。

*2021年上半年與2020年上半年的比較*

貴集團的收入由2020年上半年的約人民幣5,344.4百萬元增長約36.4%至2021年上半年的約人民幣7,291.8百萬元。原料奶業務收入由2020年上半年的約人民幣3,193.0百萬元增加約36.3%至2021年上半年的約人民幣4,351.9百萬元，主要由於於2021年4月完成收購恆天然(玉田)牧場有限公司及恆天然(應縣)牧場有限公司(統稱「恆天然中國牧場集團」)，以及原料奶銷量及奶價穩步上升。飼料銷售收入由2020年上半年的約人民幣1,977.1百萬元增長約37.2%至2021年上半年的約人民幣2,712.0百萬元，主要是由於 貴集團於2021年上半年大力拓展整體存欄量龐大的新疆、甘肅及河南市場。

貴集團的毛利由2020年上半年的約人民幣1,607.3百萬元增加約33.1%至2021年上半年的約人民幣2,138.9百萬元，主要由於收入增加。毛利率保持穩定，於2020年上半年及2021年上半年分別約為30.1%及29.3%。

貴集團的生物資產公平值減銷售成本變動由2020年上半年的公平值虧損約人民幣217.6百萬元轉為2021年上半年的公平值收益約人民幣97.6百萬元，主要是由於賽科星牧場及恆天然牧場集團的管理水平提升及後備牛的市價上漲，使得奶牛的價值上漲。

貴集團於2021年上半年錄得除稅前溢利約人民幣1,216.7百萬元，而2020年上半年則為約人民幣770.5百萬元。 貴集團於2021年上半年錄得股東應佔溢利約人民幣935.3百萬元，較2020年上半年約人民幣731.2百萬元增加約27.9%，這主要是由於(a)原料奶銷量及單價增加；(b)於2021年4月完成收購恆天然中國牧場集團；及(c)飼料銷售收入增加。 貴集團於2020年上半年及2021年上半年的經營活動所得現金淨額分別約為人民幣1,237.6百萬元及人民幣1,594.3百萬元。

獨立財務顧問函件

(ii) 財務狀況

	截至12月31日		截至6月30日
	2019年	2020年	2021年
	人民幣千元	人民幣千元	人民幣千元
	(經審核)	(經審核)	(未經審核)
<b>非流動資產，包括：</b>	6,902,810	15,795,647	20,494,461
— 物業、廠房及設備	2,933,139	6,183,940	7,930,242
— 使用權資產	532,968	1,321,296	1,695,354
— 生物資產	3,322,917	7,038,112	9,262,607
<b>流動資產，包括：</b>	3,043,764	6,405,296	7,573,624
— 存貨	967,286	1,972,145	1,591,058
— 銷售應收款項及應收票據	974,298	834,521	1,162,252
— 預付款項、按金及 其他應收款項	230,809	246,691	309,302
— 應收關聯方款項	145,519	555,676	655,182
— 已抵押及受限制銀行存款	60,100	128,367	54,318
— 銀行結餘及現金	570,476	2,619,113	3,776,602
<b>資產總值</b>	9,946,574	22,200,943	28,068,085
<b>流動負債，包括：</b>	2,900,534	6,944,108	9,332,502
— 銷售應付款項及應付票據	572,559	1,438,505	1,263,732
— 其他應付款項及應計費用	581,362	1,149,490	1,031,089
— 銀行及其他借款	1,682,945	4,224,527	4,647,571
— 可換股票據	—	—	2,234,477
<b>非流動負債，包括：</b>	1,656,221	6,195,299	4,718,347
— 銀行及其他借款	1,099,660	1,971,606	3,419,920
— 可換股票據	—	3,043,648	—
<b>負債總額</b>	4,556,755	13,139,407	14,050,849
<b>資產／(負債)淨值</b>	143,230	(538,812)	(1,758,878)
<b>股東應佔權益</b>	5,389,819	7,820,208	12,527,765
<b>流動比率 (附註1)</b>	1.05	0.92	0.81
<b>淨槓桿比率 (附註2)</b>	39.9%	71.6%	46.2%

附註：

1. 即流動資產除以流動負債。
2. 即債務淨額(按銀行及其他借款加可換股票據減銀行結餘及現金，再減去流動資產項下的已抵押及受限制銀行存款)除以權益總額再乘以100%

於2021年6月30日，貴集團的總資產約為人民幣28,068.1百萬元，主要包括(a)物業、廠房及設備約人民幣7,930.2百萬元；(b)使用權資產約人民幣1,695.4百萬元；(c)生物資產約人民幣9,262.6百萬元，包括犏牛及育成牛、成母牛、育肥牛及種畜；(d)存貨約人民幣1,591.1百萬元；(e)銷售應收款項及應收票據約人民幣1,162.3百萬元及(f)銀行結餘及現金約人民幣3,776.6百萬元。

於2021年6月30日，貴集團的負債總額約為人民幣14,050.8百萬元，主要包括(a)銷售應付款項及應付票據約人民幣1,263.7百萬元；(b)其他應付款項及應計費用約人民幣1,031.1百萬元；(c)銀行及其他借款（實際年利率大約介乎2.00%至6.00%）約人民幣8,067.5百萬元；及(d)可換股票據約人民幣2,234.5百萬元。

於2021年6月30日，貴集團的流動負債淨額約為人民幣1,758.9百萬元，流動比率約為0.81倍。誠如2021年中期報告所述，基於貴集團管理層編製的截至2022年6月30日止十二個月的現金流量預測，董事認為貴集團能夠持續經營，並將有足夠資金履行其自2021年6月30日起計至少12個月到期的負債。於2021年6月30日，貴集團的淨槓桿比率約為46.2%。儘管存在流動負債淨額，但貴集團仍產生充足的經營活動現金流量，於2019財年、2020財年及2021年上半年分別約為人民幣870.8百萬元、人民幣1,707.9百萬元及人民幣1,594.3百萬元。

### **(iii) 整體評論**

貴集團的盈利能力主要來自銷售原料奶及飼料。誠如2021年中期報告所述，貴集團2021年上半年的整體業務量有所增加，主要是由於(a)單產量持續提高；(b)收購從事奶牛養殖業務的賽科星及恆天然中國牧場集團；(c)創新開發特色生鮮乳及高科技飼料產品；及(d)原料奶銷售及奶價穩步上升。

貴集團於2020財年及2021年上半年的毛利較去年或上年同期分別增加約91.0%及33.1%，與收入增長一致。於2020財年及2021年上半年，貴集團股東應佔溢利較去年或上年同期分別增加約67.2%及27.9%。

鑒於2020財年及2021年上半年整體業務量的持續增長，吾等預計 貴集團將憑藉其全服務產業鏈的優勢及先進的管理、運營、研發能力繼續擴大業務規模並提高運營效率。

## 2. 目標集團的資料

目標公司為一家於2020年8月28日在開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司。目標公司為一家由金港為了中地私有化而設立的特殊目的公司且除持有中地股份外並無其他業務。目標公司透過強制性全面要約將中地私有化，並以每股1.132港元的價格收購中地所有股份（原先已由目標公司持有者除外）。

中地於開曼群島註冊成立為獲豁免有限公司，主要於中國從事奶牛養殖以及原料奶及其他乳製品的生產及銷售。於最後實際可行日期，中地為目標公司的全資附屬公司。中地股份於聯交所上市，直至2021年6月28日，目標公司通過強制全面要約將中地私有化。

下文載列中地截至2021年12月31日止兩個年度的財務資料，乃基於(i)其根據中國會計準則編製的未經審核的管理賬目；及(ii)其按照國際財務報告準則編製的經審核財務報表：

	截至12月31日止年度	
	2020年	2021年
	人民幣千元	人民幣千元
	(經審核，基於國際 財務報告準則編製)	(未經審核，基於 中國會計準則編製)
收入	1,927,230	2,433,746
除稅前溢利	232,702	133,798
除稅後溢利	232,702	133,686

附註：中地截至2021年12月31日止年度的財務資料乃基於其根據中國會計準則（而非國際財務報告準則）編製的未經審核管理賬目，因為中地於2021年6月私有化並於聯交所退市後不再按照國際財務報告準則編製財務報表。

根據中國會計準則編製的未經審核管理賬目，中地於2021年12月31日的資產淨值約為人民幣2,672.1百萬元。

## 3. 行業概覽

目標集團主要在中國從事奶牛養殖以及原料奶及其他乳製品的生產及銷售，此乃 貴集團主要業務的一部分。



誠如招股章程所披露，近年來政府出台如《奶業整頓和振興規劃綱要》等扶持政策，鼓勵大型牧場的發展，促進了更大規模的奶牛養殖，越來越多的奶牛被安置在大型牧場。截至2015年，1,000頭以上規模的大型牧場的奶牛佔全國奶牛總數的23.6%，到2020年底則達到43.5%。受消費者對優質生鮮乳需求的不斷增長及乳製品製造商轉為專注於確保直接、穩定可靠的原料奶供應，大型牧場正逐漸佔據市場主導地位，預計到2025年底擁有的奶牛佔中國奶牛總量的55.5%。大型牧場的增加，加上下游消費需求的增長、政府的支持性政策和優質粗飼料種植的擴大，推動了中國奶牛存欄量的擴大。中國的奶牛存欄量預計將從2020年的10.8百萬頭增至2025年的11.8百萬頭。股份轉讓符合 貴集團擴大業務規模的策略及上述政府政策。

近年來，受終端消費者的乳製品消費及需求日益增加帶動，並受中國消費者健康意識不斷提高的推動，中國乳業近幾年一直增長迅猛。根據弗若斯特沙利文的資料，中國乳製品的零售額由2015年的約人民幣3,264億元增長至2020年的約人民幣4,903億元，複合年增長率（「複合年增長率」）約為8.5%，預期於2025年將達到約人民幣7,385億元，2020年至2025年期間複合年增長率約為8.5%。弗若斯特沙利文預計，隨著可支配收入增加及消費升級，中國的乳製品消費將繼續快速增長。

根據弗若斯特沙利文的資料，中國乳製品消費量所需原料奶量於過去數年穩步增長，由2015年的約42.7百萬噸增至2020年的約53.0百萬噸，複合年增長率約為4.4%。如上所述，受中國消費者對乳製品需求增加的推動，預計中國乳製品消費量所需原料奶量將繼續增長，於2025年將達到約62.5百萬噸，2020年至2025年的複合年增長率約為3.3%。根據弗若斯特沙利文的資料，於過往年度該等需求超過原料奶供應，預期供應缺口將於2025年達到約21.0百萬噸。

與發達國家的乳製品市場相比，中國乳製品市場仍待開發，並具有巨大的增長潛力。不同於發達國家有相當比例的乾乳製品（比如黃油、奶酪及奶油）消費，中國消費者主要青睞液態奶。根據弗若斯特沙利文的資料，以統一折算為液態奶計，2020年中國人均乳製品消耗量為42.1公斤，僅為歐盟的17.0%及美國的18.5%。

基於上文所述，吾等預期中國的乳製品消費將隨著可支配收入的增加及消費升級而繼續穩步增長，並對中國原料奶市場的前景持樂觀態度。

#### 4. 收購事項的理由及裨益

貴集團是中國乳業上游市場的領導者，業務佈局覆蓋由育種到飼料再到原料奶生產的乳業上游全產業鏈。根據弗若斯特沙利文的資料，按2020年收入計，貴集團是中國規模最大的乳業上游綜合產品和服務提供商。貴集團的業務策略之一是繼續戰略性地擴大其原料奶業務的規模及覆蓋範圍，以保持其市場領導地位。

目標集團主要於中國從事奶牛養殖以及原料奶及其他乳製品的生產及銷售。誠如董事會函件所披露，目標集團目前在中國經營合共九個奶牛牧場，在中國擁有約75,000頭奶牛。吾等同意董事的意見，股份轉讓將使貴集團能夠於未來投資額外的奶牛牧場資產並探索潛在的合作機會，這與貴集團擴大其原料奶業務規模的既定策略一致。

吾等認為，通過股份轉讓收購中地的重大權益（雖非控股權）將有助貴集團及中地於未來密切評估潛在戰略合作，將有益於貴集團的長期業務發展。取決於訂約各方的討論及協商，貴公司目前預期其可能考慮進一步收購目標公司的權益，以在未來一至兩年內合併目標公司。於最後實際可行日期，並無就進一步收購目標公司權益的條款及時間擬定具體計劃。倘落實進一步收購目標公司的權益，貴公司可能須根據上市規則第14A.81條將該收購連同股份轉讓合併（如適用）。就此而言，貴公司將於必要時遵守上市規則。

#### 5. 股份轉讓協議的主要條款

下文載列股份轉讓協議的主要條款概要。獨立股東務請細閱董事會函件所披露之股份轉讓協議的進一步詳情。

日期：2022年3月2日

訂約方：(i) 貴公司；  
(ii) 賣方；及  
(iii) 控股方。

主體事項：貴公司有條件同意購買，而賣方有條件同意出售轉讓股份，且轉讓股份不帶任何及一切產權負擔，代價為1,206,380,000港元。

代價 : 貴公司應按下列分期方式以現金向賣方支付1,206,380,000港元之股份轉讓代價：

- (i) 430,000,000港元應於交割時支付；及
- (ii) 776,380,000港元應於交割後六個月內或於各方均同意之日支付。

貴公司擬結合內部資源及 貴公司自／將自香港商業銀行取得的貸款撥付至股份轉讓。

於最後實際可行日期， 貴公司正與一家銀行就最高50,000,000美元的無承諾貸款融資進行商討，最長期限為一年。上述貸款融資的利率預計將為該銀行的香港銀行同業拆息／歐洲銀行同業拆息／融資成本／每日利率（如適用），另加按訂約方協定的利率計算的保證金，該貸款融資的擔保人預計將為優然牧業。於最後實際可行日期， 貴公司亦與另一家銀行就最高90,000,000美元及最長期限為364天的貸款融資進行商討。上述貸款融資的利率仍於釐定過程中，該貸款融資的擔保人亦預計將為優然牧業。剩餘代價將由 貴公司的內部資源撥付。

交割條件 : 除 貴公司另行書面豁免，否則交割義務須待以下各項條件於交割時或之前獲達成後方可作實：

- (i) 賣方及控股方於股份轉讓協議作出的聲明及保證於股份轉讓協議日期及於交割日期仍屬真實及正確；
- (ii) 賣方及控股方各自應已履行並遵守股份轉讓協議包含的所有須於交割時或之前履行或遵守的協議、義務及條件；

- (iii) 賣方及控股方應已交付股份轉讓協議應交付物品；
- (iv) 獨立股東於股東特別大會上以投票方式通過相關決議案，以批准股份轉讓協議及其項下擬進行的交易；
- (v) 訂約方應已取得任何及全部所需的政府授權、批文、同意書或許可證，包括（在各情況下，如適用）向中華人民共和國商務部、中華人民共和國國家發展和改革委員會的批文及中華人民共和國國家外匯管理局或彼等管理海外投資的當地機構備案；及
- (vi) 貴公司應已獲發一份獲目標公司註冊辦事處核證為真實及正確的目標公司更新股東名冊副本，其中反映賣方向 貴公司轉讓的轉讓股份。

貴公司及／或賣方不可豁免上述條件。截至最後實際可行日期，概無任何先決條件獲達成。

交割： 交割須於可行的情況下盡快進行，惟無論如何須於各項交割條件（按性質而言須於交割時達成並須於該等條件獲達成或獲豁免後方可作實的條件則除外）獲達成或獲豁免後七個營業日內或訂約方均同意的其他時間進行。誠如董事會函件所披露，交割預計於2022年3月進行。

終止： 股份轉讓協議可在以下情況下終止：(i)賣方、控股方及 貴公司互相書面同意終止；(ii)倘交割未於截止日期或之前發生，則股份轉讓協議可由控股方或 貴公司終止；或(iii)倘違約方發生任何重大違約或違反股份轉讓協議所載的任何聲明或保證、契諾或協議，且在發出書面通知後十個營業日內未能糾正或不可糾正，則股份轉讓協議可由守約方終止。

## 6. 代價評估

目標集團主要於中國從事奶牛養殖以及原料奶及其他乳製品的生產及銷售。

誠如董事會函件所述，代價乃由 貴公司、賣方及控股方經計及(i)採用市場法釐定的目標公司的資產及業務價值；(ii)目標公司的業務發展及未來前景；及(iii)董事會函件「股份轉讓的理由及裨益」一節所載因素後公平磋商釐定。

### (i) 估值方法的選擇

於釐定目標集團的估值時，吾等已考慮三種公認的估值方法，即市場法、收益法及成本法。

在該等估值方法中，經計及以下各項後，吾等認為市場法最為合適：(a)收益法需要作出大量主觀假設及判斷，以得出(其中包括)詳細的經營資料及長期財務預測，而相關估值高度敏感且該等資料不易獲得；(b)成本法並無直接納入有關目標集團所貢獻的經濟利益的資料，且鑒於目標集團有盈利，故該估值無法反映目標集團的盈利潛力；及(c)市場法計及近期就類似資產或業務支付的價格，並對市場價格作出調整，以反映評估資產或業務相對於市場可比項目的狀況及效用，在該等情況下，很少需要或完全不需要假設，而使用公開可得的輸入數據亦具備客觀性。

### (ii) 採用市場法

市盈率倍數(「**市盈率**」)、市賬率倍數(「**市賬率**」)、市銷率倍數(「**市銷率**」)及稅息折舊及攤銷前利潤(「**EBITDA**」)的企業價值(「**企業價值**」)倍數(「**企業價值倍數**」)是評估公司估值時最常用的四個基準。市盈率通常用於對有盈利的公司進行估值。另一方面，市賬率通常用於對資產負債表上持有相對流動資產且其賬面值與其公允市場價值相若的公司(如房地產公司及銀行)進行估值，而市銷率則適用於對盈利或虧損波動但收入相對穩定的公司(一般商品的零售商)進行估值。企業價值倍數適用於對具有不同資本結構的同行業公司進行估值。企業價值乃按市值與債務總額相加，再減去所有現金及現金等價物予以計算。

吾等認為，與其他估值倍數相比，使用企業價值倍數對目標集團進行估值最為合適，原因如下：

- (a) 鑒於目標集團有盈利及產生正經營現金流量，因市賬率及市銷率無法反映目標集團的盈利潛力，故不適用；
- (b) 目標集團及從事乳製品行業的可資比較公司（定義見下文）具有不同的資本結構及不同的槓桿比率（因此融資成本不同），而其他因素，如生物資產公平值減銷售成本變動及金融工具的公平值變動將影響市盈率的可比性。誠如下文「可資比較公司的分析」分節所示，基於可資比較公司（定義見下文）最近公佈的財務業績，彼等淨槓桿比率介乎現金淨額水平至約116.1%；及
- (c) 企業價值倍數相較其他估值倍數有以下優勢：
  - (1) 經計及(i)目標集團經營利潤下潛藏的盈利潛力；及(ii)包含在企業價值中的目標集團的權益及債務價值，企業價值倍數具備市盈率及市賬率的優勢；及
  - (2) 資本架構、折舊及攤銷的會計政策以及其他非現金項目（如生物資產公平值減銷售成本變動及金融工具的公平值變動）的差異不會影響目標集團及可資比較公司（定義見下文）之間的企業價值倍數的可比性，因為倍數中使用的EBITDA排除了融資成本、折舊及攤銷以及其他非經營性項目的影響，專注於相關公司核心業務的經營表現。

**(iii) 可資比較公司的分析**

目標集團主要於中國從事奶牛養殖以及原料奶及其他乳製品的生產及銷售。

於評估代價的公平性及合理性時，吾等已根據於彭博社及聯交所網站的搜索，識別出了一份詳盡的公司名單（「可資比較公司」），該等公司(a)主要於中國

從事乳製品業務；(b)其股份在香港或中國上市；及(c)市值在270億港元以內，較 貴公司於2022年1月21日約180.3億港元的市值高出50%。基於該等標準，吾等識別出13家可資比較公司。

於香港與中國兩地上市的可資比較公司被視為促成中地於過去顯著成長之原因。於2020年上半年及2020財年，中地的收入分別較前一期間或年度增長約23.7%及28.5%。於香港上市的可資比較公司於2020財年的收入變動介於下降約9.1%至增長約18.6%，平均值及中位數分別增長約6.4%及7.0%。於中國上市的可資比較公司2020財年的收入變動介於下降約9.8%至增長約26.4%，平均值及中位數分別增長約11.2%及11.5%。吾等注意到(a)於中國上市的可資比較公司收入增長普遍高於於香港上市的可資比較公司；及(b)中地於2020財年的收入增長約28.5%，高於在中國上市的可資比較公司。因此，吾等認為於香港上市的可資比較公司隱含估值可能無法完全反映中地的成長潛力。

設定上述選定標準旨在參考 貴公司的市值以識別與目標集團從事同行業的可資比較公司的合理及足夠的樣本量進行分析。如下表所示，可資比較公司的市值在270億港元以內，為 貴公司於2022年1月21日的市值的150%。

一方面，供說明用途，倘通過挑選該等市值高於或低於 貴公司於2022年1月21日的市值50%（即90億港元至270億港元）的公司以限縮吾等的選定標準，僅識別出5家可資比較公司的企業價值倍數介於約6.05倍至23.75倍之間，平均值及中位數分別約為14.54倍及12.75倍。儘管上述結果不會影響吾等對代價是否公平及合理的分析及作出的結論，但吾等認為5個樣本數不足，可能不公平或不具代表性。

另一方面，儘管吾等認為13個樣本數為合理且足夠，但吾等注意到，於2022年1月21日，除了已識別的13家可資比較公司外，其他在香港及中國上市的乳製品公司的市值普遍超過1,000億港元，吾等認為該等公司規模過於龐大而無法比較，即內蒙古伊利實業集團股份有限公司（股份代號：600887.SH）、中國蒙牛乳業有限公司（股份代號：2319.HK）及中國飛鶴有限公司（股份代號：6186.HK）。

## 獨立財務顧問函件

整體而言，吾等認為可資比較公司屬公平且具代表性，乃因為(a)彼等及目標公司均從事乳製品行業且彼等的主要業務均位於中國；(b)彼等反映了中地的增長潛力；及(c)可識別合理足夠的樣本量以根據上述標準進行有意義的比較。

如下文詳述，計算目標公司的市值時，為審慎起見，我們將採納可資比較公司的企業價值倍數的平均值或中位數中較低者，其通常用於處理任何異常值問題。

下表載列可資比較公司的詳情：

公司名稱 (股份代號)	主要業務	企業價值 (附註1) (人民幣 百萬元)	EBITDA (附註1) (人民幣 百萬元)	企業價值 倍數 (倍)	市值 (附註1) (十億 港元)	淨槓桿 比率 (附註2)
光明乳業股份有限公司 (600597.SH)	牛奶及其他乳製品的 加工及銷售	22,533	1,767	12.75	23.33	10.5%
澳優乳業股份有限公司 (1717.HK)	兒童配方奶粉產品的 生產、營銷及分銷	13,376	1,613	8.29	16.81	現金淨額
新希望乳業股份有限公司 (002946.SZ)	乳製品的生產	16,879	773	21.84	16.23	116.1%
北京三元食品股份有限 公司(600429.SH)	乳製品的生產及銷售	11,807	497	23.75	11.66	4.1%
中國現代牧業控股有限 公司(1117.HK)	原料奶及加工液態奶 的生產及銷售	12,277	2,028	6.05	11.24	28.2%
健合(H&H)國際控股 有限公司(1112.HK)	優質兒科營養品的製 造及銷售	10,989	1,885	5.83	8.44	62.5%
新疆天潤乳業股份有限 公司(600419.SH)	乳製品生產及批發	3,972	269	14.78	4.99	現金淨額
廣東燕塘乳業股份有限 公司(002732.SZ)	乳製品及乳飲料的製 造及銷售	3,868	281	13.75	4.90	現金淨額



**獨立財務顧問函件**

公司名稱 (股份代號)	主要業務	企業價值 (附註1) (人民幣 百萬元)	EBITDA (附註1) (人民幣 百萬元)	企業價值 倍數 (倍)	市值 (附註1) (十億 港元)	淨槓桿 比率 (附註2)
中國聖牧有機奶業有限公司(1432.HK)	原料奶及乳製品的生產及分銷	4,799	767	6.25	4.36	22.2%
蘭州莊園牧場股份有限公司(1533.HK)	乳製品及乳飲料的生產、加工及營銷，以及奶牛養殖業務	2,907	142	20.53	3.10	1.1%
新疆西部牧業股份有限公司(300106.SH)	一家原料奶供應商，其經營鏈涵蓋養殖、飼料的生產加工、牛養殖、屠宰、鮮奶收集及銷售及分銷	2,307	120	19.27	2.79	現金淨額
雅士利國際控股有限公司(1230.HK)	乳製品及營養產品的製造及銷售	901	182	4.96	2.56	現金淨額
原生態牧業有限公司(1431.HK)	原料奶生產及銷售	89	911	0.1	1.31	現金淨額
				最大值	23.75	
				最小值	0.10	
				平均值	12.17	
				中位數	12.75	

資料來源：彭博社及聯交所網站

附註：

1. 於2022年1月21日摘錄自彭博社。
2. 即債務淨額（按銀行及其他借款加可換股票據減銀行結餘及現金，再減去流動資產項下的已抵押及受限制銀行存款）除以權益總額再乘以100%（根據可資比較公司最近公佈的業績）。

## 獨立財務顧問函件

如上所示，可資比較公司的企業價值倍數介於約0.10倍至約23.75倍之間，平均值及中位數分別為約12.17倍及12.75倍。於達致以下分節所示目標集團的市值時，吾等將採用約12.17倍的企業價值倍數，即可資比較公司的企業價值倍數的平均值。

根據彭博社，於最後實際可行日期 貴公司的企業價值倍數約8.48倍。雖然 貴公司的企業價值倍數低於所採納的企業價值倍數約12.17倍，吾等認為所採納的企業價值倍數公平合理，鑒於(a)與截至2021年6月18日(股份於聯交所上市之日期)至最後實際可行日期止期間介於約8.29倍至約11.33倍的企業價值倍數相比， 貴公司現時股價被低估；(b)經計及根據上述標準選定的詳盡的乳製品公司名單，吾等認為該標準公平合理，使吾等能識別足夠的樣本量以進行有意義的比較；(c)所採納的企業價值倍數低於可資比較公司的中位數(約12.75倍)，該中位數通常用於處理任何異常值問題；及(d)代價是經 貴公司與控股方(其為獨立第三方且與 貴集團無任何關係)公平磋商後達致。

### (iv) 目標集團的市值

於2022年1月21日，目標公司100%股權的市值計算如下：

		人民幣千元
目標集團截至2021年12月31日止年度的		
EBITDA (附註1)	A	552,955
企業價值倍數(倍) (附註2)	B	12.17
目標集團的企業價值	C = A x B	<b>6,729,462</b>
加：於2021年12月31日的現金及現金等價物	D	397,217
減：於2021年12月31日的非經營性負債 (附註3)	E	(2,583,810)
目標集團的股權價值	F = C + D + E	<b>4,542,869</b>
減：於2021年12月31日的非控股權益	G	(107,328)
目標公司股東應佔權益價值	H = F + G	<b>4,435,541</b>
減：16.0%缺乏流通性折扣率 (「缺乏流通性折扣率」) (附註4)	I = H x 16.0%	(709,687)
目標公司100%股權的市值	J = H + I	<b>3,725,854</b>

人民幣千元

目標公司27.16%股權的市值

— 以人民幣千元計	$K = J \times 27.16\%$	<b>1,011,942</b>
— 以千港元計	$K \times 1.23$	<b>1,244,689</b>
代價(以千港元計)		<b>1,206,380</b>
代價折讓至市值		<b>3.1%</b>

附註：

1. 由 貴公司提供的目標集團的收入減去銷售成本、營業稅及附加費、銷售開支及行政開支後，加上折舊及攤銷開支。
2. 為可資比較公司於2022年1月21日的企業價值倍數的平均值。
3. 由 貴公司提供的目標集團的短期及長期借款、租賃負債及於一年內到期的其他非流動負債。
4. 參考摘錄自Stout Risius Ross, LLC發佈的「Stout Restricted Stock Study Companion Guide」(2021年版本)中的製造業(包括乳製品)缺乏流通性折扣率的中位數，鑒於其為一家專門從事企業融資、估值、財務糾紛及調查的全球投資銀行及諮詢公司，並在亞洲、歐洲及北美洲設有辦事處，吾等認為此乃可靠參考資料。

如上所示，目標公司100%股權的市值約人民幣3,725.9百萬元，乃參考以下因素釐定：(a)目標集團的未經審核綜合財務資料；(b)可資比較公司的企業價值倍數平均值；及(c)鑒於目標集團為並無成熟買賣市場的私人集團，故選定的16.0%缺乏流通性折扣率。代價較目標公司27.16%股權的市值折讓約3.1%。

(v) 整體評論

707,878,000股轉讓股份(相當於目標公司已發行股本約27.16%)的代價為1,206,380,000港元(相等於每股轉讓股份約1.70港元)。該數額高於(a)2020年9月公佈的中地私有化建議(「私有化」)中的每股發售價1.132港元(「發售價」)；及(b)於2020年12月31日的中地每股資產淨值約1.20港元，乃根據(1)於2020年12月31日的中地股東應佔權益約人民幣2,624.1百萬元；(2)於2020年12月31日中地已發行股份2,606,719,522股；及(3)於2020年12月31日的匯率人民幣1元兌1.1917港元(摘錄自彭博社)計算。

誠如中地及Wholesome Harvest Limited聯合發佈的日期為2021年1月18日的綜合文件(「綜合文件」)所披露，私有化所隱含的市盈率約為16.7倍，乃根據(a)發售價隱含的中地估值；(b)截至2020年6月30日止十二個月，中地股東應佔溢利約人民幣159.2百萬元；及(c)匯率人民幣1元兌1.10907港元計算得出。

儘管上文所述，經考慮以下因素，吾等認為代價屬公平合理：

(a) 於2020年9月宣佈私有化後，中地的收入及淨溢利繼續快速增長

於公佈私有化時，僅中地於2020年上半年的綜合財務資料可供查閱，其中2020年上半年中地的收入及股東應佔溢利較2019年同期分別增加約23.7%及109.5%。截至2020年6月30日止十二個月，中地的收入及股東應佔溢利分別約為人民幣1,666.9百萬元（「長期收入」）及人民幣159.2百萬元（「長期溢利」）。

於2021年1月寄發綜合文件後，中地於2021年3月31日公佈了中地2020財年年度業績。於2020財年，中地的收入及股東應佔溢利分別約為人民幣1,927.2百萬元及人民幣236.6百萬元，較去年分別增加約28.5%及126.7%。2020財年的收入及淨溢利增長高於宣佈私有化時的2020年上半年。與長期收入及長期溢利相比，中地2020財年的收入及淨溢利分別增加約15.6%及48.6%。截至2021年12月31日止年度，中地的EBITDA從2020財年的約人民幣498.6百萬元增加約10.9%至約人民幣553.0百萬元。

誠如董事會函件「有關訂約方的資料－有關目標公司及其附屬公司的資料」一節所披露，基於根據中國公認會計準則編製的中地未經審核管理賬目，中地截至2021年12月31日止年度的淨溢利約為人民幣133.7百萬元。然而，由於會計準則差異，無法直接比較中地截至2021年12月31日止年度的淨溢利（根據中國公認會計準則編製）與其2020財年的淨溢利（根據國際財務報告準則編製）。中地並無編製中國公認會計準則及國際財務報告準則之間財務資料的對賬，亦無量化此等差異，然而中國公認會計準則及國際財務報告準則之間的主要差異在於財務報表中對生物資產的會計處理方式。根據國際財務報告準則，生物資產以公平市值計，而截至2020及2021年12月31日止兩個財政年度，生物資產公平市值的差額將僅於截至2021年12月31日止年度的財務報表中確認。根據中國公認會計準則，生物資產以成本計，而成母牛的減值將每年計算並於當年的財務報表中確認。由於無法取得中地根據國際財務報告準則編製截至2021年12月31日止年度的淨溢利，吾等無法評論中地於截至2021年12月31日止年度相較於2020財年的淨溢利趨勢。

僅供說明用途，基於(1)代價所隱含的目標公司100%股權估值約人民幣3,725.9百萬元；及(2)2020財年中地的股東應佔溢利約人民幣236.6百萬元，隱含市盈率約為15.7倍，低於私有化隱含的市盈率約16.7倍。

基於上文所述，吾等認為股份轉讓所隱含的較高估值獲得中地於公佈私有化後收入及淨溢利的快速增長的有利支持。

(b) 根據弗若斯特沙利文的資料，中國的乳製品行業近年來一直呈顯著增長，並預計將繼續增長

近年來，受乳製品消費量及終端消費者需求不斷增長的推動，中國乳製品行業已大幅增長，並預計將繼續增長。這進而推動了對原料奶的需求。

根據弗若斯特沙利文的資料，中國乳製品的零售額由2015年的約人民幣3,264億元增至2020年的約人民幣4,903億元，複合年增長率約為8.5%，預期於2025年將達到約人民幣7,385億元，2020年至2025年期間複合年增長率約為8.5%。弗若斯特沙利文預計，隨著可支配收入增加及消費升級，中國的乳製品消費將繼續快速增長。

另一方面，根據弗若斯特沙利文的資料，中國乳製品消費量所需原料奶量由2015年的約42.7百萬噸增至2020年的約53.0百萬噸，複合年增長率約為4.4%，預期受消費者對乳製品需求不斷增加的推動，於2025年將達到約62.5百萬噸，2020年至2025年期間複合年增長率約為3.3%。根據弗若斯特沙利文的資料，於過往年度該等需求超過原料奶供應，預期供應缺口將於2025年達到約21.0百萬噸。

根據弗若斯特沙利文的資料，中國的原料奶平均價格自2018年8月開始上漲，並於2019年12月增至每噸約人民幣3,830元，並於2020年12月進一步增至每噸約人民幣4,152元。誠如2021年中期報告所披露，受下游市場對乳製品的需求所推動，2021年上半年中國10個主要生產省份的原料奶平均價格較2020年上半年呈現雙位數增長。

吾等認為，在上述中國乳製品行業的增長潛力及前景的支持下，中地的持續增長使中地能夠維持不斷增長的估值。

(c) 代價指目標集團採用市場法釐定的市值的折讓

誠如上文「採用市場法」分節所載，鑒於目標集團的盈利潛力及目標集團的資本結構，採用企業價值倍數對目標集團進行估值最為合適。基於目標集團的資產支持進行估值並不恰當，因為其並無反映目標集團的盈利潛力。

鑒於(1)採用企業價值倍數的市場法為上文「採用市場法」分節所載的最合適估值方法；(2)代價較上文「目標集團的市值」分節所載的市值折讓約3.1%；及(3)於交割後，貴公司將能夠對目標公司施加重大影響，吾等認為代價屬公平合理。

**7. 收購事項的財務影響**

於交割後，目標公司將成為 貴公司的聯營公司，而目標集團的財務業績將採用權益法於 貴公司的綜合財務報表入賬。

**(i) 盈利**

由於目標集團一直產生收入及溢利，故預期股份轉讓將於交割後為 貴集團的業績作出貢獻。

**(ii) 資產淨值**

由於目標公司將不會成為 貴公司的附屬公司，其財務報表將於交割後將不會併入 貴集團的財務報表。貴公司擬結合內部資源及 貴公司自／將自香港商業銀行取得的貸款為股份轉讓提供資金。於聯營公司增加的投資將被銀行及其他借款的增加所抵銷。因此，預期股份轉讓不會對 貴集團資產淨值造成重大影響。

**(iii) 槓桿比率**

由於股份轉讓擬部分以銀行貸款撥付，故預期股份轉讓將於交割後增加 貴集團的資產負債比率。

(iv) 流動性

代價將於(a)交割時支付430,000,000港元；及(b)於交割後六個月內或訂約方另行協定的日期支付776,380,000港元。貴公司擬以內部資源及銀行貸款共同撥付代價。

根據2021年中期報告，貴集團於2021年6月30日的流動負債淨額約為人民幣1,758.9百萬元，流動比率約為0.81倍。貴集團營運資金的充足性取決於貴集團從經營活動中獲得預期現金流量的能力、獲得的可用未動用銀行貸款融資及現有銀行貸款融資成功續期的能力。

鑒於(i) 貴集團於2020財年及2021年上半年錄得收入及淨溢利的顯著增長；(ii) 貴集團於2020財年及2021年上半年錄得重大經營活動現金流量；(iii) 貴集團為中國規模最大的乳業上游綜合產品和服務提供商，有利於貴集團取得或重續銀行貸款融資；及(iv)預期股份轉讓將對貴集團的業績作出貢獻，且對貴集團的資產淨值並無重大影響，吾等認為股份轉讓對貴集團槓桿比率及流動性的負面影響為可接受。

意見及推薦建議

經計及上述主要因素及理由，吾等認為股份轉讓協議乃按一般商業條款訂立，對獨立股東而言屬公平合理。吾等亦認為，儘管股份轉讓協議並非於貴集團日常及一般業務過程中訂立，但符合貴公司及股東的整體利益。因此，吾等建議獨立董事委員會推薦，及吾等本身建議獨立股東投票贊成將於股東特別大會上提呈的普通決議案，以批准股份轉讓協議。

此致

獨立董事委員會及獨立股東 台照

代表  
宏博資本有限公司  
董事總經理  
蔡丹義  
謹啟

2022年3月4日

蔡丹義先生是宏博資本有限公司的持牌人及負責人員，彼於證券及期貨事務監察委員會註冊從事證券及期貨條例項下第1類(證券交易)及第6類(就機構融資提供意見)受規管活動，並在企業融資行業擁有逾十年經驗。

## 1. 責任聲明

本通函之資料乃遵照上市規則而刊載，旨在提供有關本公司的資料；董事共同及個別地願就本通函之資料承擔全部責任。董事在作出一切合理查詢後，確認就其所知及所信，本通函所載資料在各重要方面均準確完備，沒有誤導或欺詐成份，且並無遺漏其他事項，足以令致本通函或本通函所載任何陳述產生誤導。

## 2. 於股份及相關股份之權益及淡倉披露

### 董事及最高行政人員於本公司之權益

於最後實際可行日期，本公司董事或最高行政人員概無於本公司或其任何相聯法團（定義見證券及期貨條例第XV部）之股份、相關股份或債券（視情況而定）中，擁有(a)根據證券及期貨條例第XV部第7及8分部須知會本公司及聯交所之任何權益及淡倉（包括根據證券及期貨條例有關條文其所持有或被視作持有之權益及淡倉）；或(b)根據證券及期貨條例第352條須載入該條所述登記冊之任何權益及淡倉；或(c)根據上市規則上市公司董事進行證券交易的標準守則須知會本公司及聯交所之任何權益及淡倉。

### 主要股東於本公司之權益

於最後實際可行日期，就本公司任何董事或最高行政人員所知，下列人士（本公司董事或最高行政人員除外）於本公司股份或相關股份中擁有根據證券及期貨條例第336條本公司須存置的登記冊內的權益或淡倉：

股東名稱	權益性質	佔已發行股本的	
		股份數目 <sup>(1)</sup>	百分比(%) <sup>(2)</sup>
PAG Holdings Limited <sup>(3)</sup>	受控法團權益	1,934,013,555(L)	50.96(L)
		107,315,000(S)	2.83(S)
Pacific Alliance Group Limited <sup>(3)</sup>	受控法團權益	1,934,013,555(L)	50.96(L)
		107,315,000(S)	2.83(S)
單偉建 <sup>(3)</sup>	受控法團權益	1,934,013,555(L)	50.96(L)
		107,315,000(S)	2.83(S)



股東名稱	權益性質	佔已發行股本的	
		股份數目 <sup>(1)</sup>	百分比(%) <sup>(2)</sup>
PAG Capital Limited <sup>(3)</sup>	受控法團權益	1,934,013,555(L)	50.96(L)
		107,315,000(S)	2.83(S)
PAG Dairy GP I Limited <sup>(3)</sup>	受控法團權益	1,562,429,904(L)	41.17(L)
		5,688,000(S)	0.15(S)
PAG Dairy I LP <sup>(3)</sup>	受控法團權益	1,562,429,904(L)	41.17(L)
		5,688,000(S)	0.15(S)
伊利 <sup>(4)</sup>	受控法團權益	1,320,800,000(L)	34.80(L)
PAGAC Yogurt Holding II Limited <sup>(3)</sup>	實益權益	822,602,530(L)	21.67(L)
		5,688,000(S)	0.15(S)
中國優然牧業控股有限公司 <sup>(4)</sup>	實益權益	800,000,000(L)	21.08(L)
PAGAC Yogurt Holding III Limited <sup>(3)</sup>	實益權益	739,827,374(L)	19.49(L)
Meadowland Investment Limited Partnership <sup>(5)</sup>	實益權益	564,982,819(L)	14.89(L)
金港 <sup>(4)</sup>	實益權益	520,800,000(L)	13.72(L)
PAG Asia Capital GP I Limited <sup>(3)</sup>	受控法團權益	371,583,651(L)	9.79(L)
		101,627,000(S)	2.68(S)
PAG Asia I LP <sup>(3)</sup>	受控法團權益	371,583,651(L)	9.79(L)
		101,627,000(S)	2.68(S)
PAGAC Yogurt Holding I Limited <sup>(3)</sup>	實益權益	371,583,651(L)	9.79(L)
		101,627,000(S)	2.68(S)
GIC Private Limited	投資經理	190,518,000(L)	5.02(L)

## 附註：

- (1) 字母「L」表示股東於該等股份的好倉，而字母「S」則表示股東於該等股份的淡倉。
- (2) 百分比乃根據於最後實際可行日期已發行的3,795,404,000股股份計算。
- (3) PAGAC Yogurt Holding I Limited (「**PAG I**」) 直接持有371,583,651股好倉股份及101,627,000股淡倉股份，PAGAC Yogurt Holding II Limited (「**PAG II**」) 持有822,602,530股好倉股份及5,688,000股淡倉股份。此外，PAGAC Yogurt Holding III Limited (「**PAG III**」) 透過按轉換價0.44605美元認購330百萬美元的可換股票據 (「**可換股票據**」) 於739,827,374股股份中擁有權益。於最後實際可行日期，概無可換股票據獲轉換。PAG I、PAG II及PAG III均為PAG Capital Limited管理基金的全資附屬公司。PAG I為PAG Asia I LP (其普通合夥人為PAG Asia Capital GP I Limited) 的全資附屬公司，因此，PAG Asia I LP及PAG Asia Capital GP I Limited被視為於371,583,651股股份中擁有權益。PAG II及PAG III均為PAG Dairy I LP (其普通合夥人為PAG Dairy GP I Limited) 的全資附屬公司。因此，PAG Dairy I LP及PAG Dairy GP I Limited被視為於合共1,562,429,904股股份中擁有權益。PAG Capital Limited由Pacific Alliance Group Limited持有55%及由單偉建先生持有45%。Pacific Alliance Group Limited則由PAG Holdings Limited持有99.17%權益。因此，PAG Capital Limited、Pacific Alliance Group Limited、單偉建先生及PAG Holdings Limited被視為於合共1,934,013,555股好倉股份及107,315,000股淡倉股份中擁有權益。

- (4) 中國優然牧業控股有限公司直接持有800,000,000股股份及金港直接持有520,800,000股股份。中國優然牧業控股有限公司及金港均為伊利的全資附屬公司。因此，伊利被視為於合共1,320,800,000股股份中擁有權益。
- (5) Meadowland Investment Limited Partnership為根據開曼群島法律成立的獲豁免有限合夥企業。

除上文所披露者外，據董事所知，於最後實際可行日期，概無其他人士於本公司股份或相關股份中擁有根據證券及期貨條例第336條本公司須存置的登記冊內的權益或淡倉。

### 3. 董事於本集團資產及合約的權益

概無董事於本集團任何成員公司自2020年12月31日（即本集團最近刊發經審核財務報表的編製日期）以來所收購或出售或租賃，或擬收購或出售或租賃的任何資產中擁有任何直接或間接權益，且概無董事於本集團任何成員公司訂立且於最後實際可行日期仍然有效且對本集團整體業務而言屬重大的任何合約或安排中擁有重大權益。

### 4. 服務合約

於最後實際可行日期，概無董事與本集團任何成員公司訂立或擬訂立服務合約（惟於一年內屆滿或可由本集團於一年內終止而毋須支付任何賠償（法定賠償除外）的合約除外）。

### 5. 董事的競爭權益

於最後實際可行日期，據董事所知，概無董事及彼等各自的聯繫人被視為於與本集團業務構成或可能構成競爭的業務中擁有任何直接或間接權益（根據上市規則第8.10條須予披露，猶如彼等各自均被視作控股股東）。

### 6. 重大不利變動

於最後實際可行日期，據董事所知，自2020年12月31日（即本公司最近刊發的經審核財務報表的編製日期）以來，本集團的財務或交易狀況概無任何重大不利變動。

## 7. 專家資格及同意書

以下為已載入本通函內並提供意見或建議的專家的資格：

名稱	資格
宏博資本有限公司	根據證券及期貨條例可從事第1類(證券交易)第6類(就機構融資提供意見)受規管活動的持牌法團

獨立財務顧問已就本通函之刊發發出同意書，同意以本通函所載之形式及內容轉載其函件或陳述及引述其名稱，且迄今並無撤回同意書。

於最後實際可行日期，獨立財務顧問並無於本集團股本中擁有實益權益，亦無任何權利(不論是否可依法強制執行)認購或提名他人認購本集團證券。

於最後實際可行日期，獨立財務顧問並無於自2020年12月31日(即本公司最近刊發經審核賬目的編製日期)以來本集團所收購或出售或租賃，或擬出售或收購或租賃的任何資產中擁有直接或間接權益。

## 8. 展示文件

下列文件的副本將自本通函日期起計14天內於聯交所網站([www.hkexnews.hk](http://www.hkexnews.hk))及本公司網站([www.yourandairy.com](http://www.yourandairy.com))展示：

- (a) 股份轉讓協議；及
- (b) 本附錄「專家同意書」一節所述之同意書。



**優然牧業**  
YOURAN DAIRY

**China Youran Dairy Group Limited**  
**中國優然牧業集團有限公司**

(於開曼群島註冊成立的有限公司)  
(股份代號：9858)

**股東特別大會通告**

茲通告中國優然牧業集團有限公司(「本公司」)將於2022年3月23日(星期三)上午十時正假座中國內蒙古呼和浩特市賽罕區河西路169號舉行股東特別大會(「股東特別大會」)，以審議及酌情通過(不論有否修訂)下列決議案作為本公司之普通決議案：

**普通決議案**

**1. 「動議：**

- (a) 謹此確認、追認及批准簽署股份轉讓協議(見日期為2022年3月4日之通函(「通函」)所界定及描述)及批准其項下擬進行的交易；及
- (b) 本公司任何一名或多名董事謹此獲授權進行一切彼等認為屬必須的有關行動及事宜、簽署及簽立一切有關文件(包括加蓋本公司印鑑)及採取一切彼等認為屬必須、適合、適宜或權宜的有關步驟，以使股份轉讓協議及其項下擬進行的交易生效。」

承董事會命  
中國優然牧業集團有限公司  
執行董事兼總裁  
張小東

香港，2022年3月4日

---

## 股東特別大會通告

---

附註：

1. 凡有權出席股東特別大會並於會上投票之本公司股東，均有權委任一名或多名受委代表代其出席並依照本公司組織章程細則代其投票。受委代表毋須為本公司股東，惟必須親身出席股東特別大會以代表股東。倘委派超過一名受委代表，則代表委任表格須列明每名獲如此委任之受委代表所涉及之股份數目及類別。鑑於COVID-19疫情，本公司鼓勵股東委任股東特別大會主席作為其代理人行使其在股東特別大會上的表決權，而非親身出席股東特別大會。
2. 委任受委代表之文據須由委任人或彼之正式授權人士親筆簽署，或倘委任人為公司，則蓋上公司印鑑或由高級職員或授權律師親筆簽署。
3. 代表委任表格必須按照其上印備之指示填妥及簽署並連同經簽署之授權書或其他授權文件（如有）或經由公證人簽署證明之該等授權書或授權文件副本，盡快並無論如何於股東特別大會或其任何續會（視情況而定）指定舉行時間48小時前（即2022年3月21日，星期一，上午十時正（香港時間）前）（香港時間）送抵本公司之股份過戶登記處卓佳證券登記有限公司（地址為香港皇后大道東183號合和中心54樓），方為有效。填妥及交回代表委任表格後，股東仍可依願親身出席股東特別大會或其任何續會並於會上投票，在此情況下，代表委任表格將被視為撤銷。
4. 本公司將於2022年3月18日（星期五）至2022年3月23日（星期三）（包括首尾兩日）暫停辦理股份轉讓手續，該期間將不予辦理任何股份過戶登記。為確定股東出席股東特別大會並於會上投票的權利，所有過戶文件連同有關股票須於2022年3月17日（星期四）下午四時三十分前送達本公司股份過戶登記處卓佳證券登記有限公司（地址為香港皇后大道東183號合和中心54樓）以供登記。
5. 倘屬聯名股份持有人，則任何一名有關持有人均可就有關股份親身或委派代表於股東特別大會上投票，猶如彼為唯一有權投票者，惟倘超過一名有關聯名持有人親身或委派代表出席股東特別大會，則於本公司股東名冊上就有關股份排名首位之上述出席人士方有權就有關股份投票。
6. 決議案將以投票方式表決。
7. 於本通告日期，本公司執行董事為張小東先生、董計平先生；非執行董事為張玉軍先生、徐軍先生、許湛先生及邱中偉先生；以及獨立非執行董事為謝曉燕女士、姚峰先生及沈建忠先生。